

**T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN PARASAL AKTARIM
MEKANİZMALARI VE AKTARIM MEKANİZMALARINI
ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hüseyin GÜVENOĞLU

Balıkesir, 2016

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN PARASAL AKTARIM
MEKANİZMALARI VE AKTARIM MEKANİZMALARINI
ETKİLEYEN FAKTÖRLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hüseyin GÜVENOĞLU

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Alpaslan SEREL

Balıkesir, 2016

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İktisat Anabilim Dalı'nda 201412505002 numaralı **Hüseyin GÜVENOĞLU**'nun hazırladığı “Türkiye Ekonomisi Açısından Parasal Aktarım Mekanizmaları ve Aktarım Mekanizmalarını Etkileyen Faktörler” konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 21/03/2016 tarihinde yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına OY BİRLİĞİ/~~OY ÇOKLUĞU~~ ile karar verilmiştir.

Prof. Dr. Bedriye TUNGSİPER
Başkan.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Prof. Dr. Alpaslan SEREL
Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı (Danışman)

Doc. Dr. Burak DARIĞI
Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Üye.....İmza.....
Unvanı, Adı-Soyadı

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

03.40./2016

Enstitü Müdürü
Doç. Dr. Halil İbrahim ŞAHİN

ÖNSÖZ

Bu çalışmada Türkiye ekonomisi açısından parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi ve aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler açıklanmaktadır. Çalışmada ilk olarak para politikası ve parasal aktarım mekanizmalarına yönelik kuramsal bilgiler verilmektedir. Daha sonra Türkiye ekonomisinde parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi ve aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler hakkında bilgi verilerek parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili uluslararası ve ulusal literatür çalışmaları incelenmektedir.

Tez çalışmam boyunca bana yol gösteren, bilgi ve birikimlerini benimle paylaşan, hiçbir zaman yardımını esirgemeyen ve çalışmanın şekillenmesini sağlayan değerli danışman hocam Prof. Dr. Alpaslan SEREL'e, katkı ve önerileriyle desteklerini üzerimden eksik etmeyen değerli hocalarım Doç. Dr. Burak DARICI'ya, Yrd. Doç. Dr. Ahmet AYDIN'a ve yüksek lisans eğitimim boyunca bilgi ve birikimleri ile bana yardımcı olan tüm iktisat bölümü hocalarına teşekkür ederim.

Ayrıca hayatımın her anında yanımda olan maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, gösterdikleri sabır ve fedakarlıklarla en büyük destekçilerim olan aileme ve eşime sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Balıkesir, 2016

Hüseyin GÜVENOĞLU

ÖZET

TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI VE AKTARIM MEKANİZMALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

GÜVENOĞLU, Hüseyin

Yüksek Lisans, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Alpaslan SEREL

2016, 186 sayfa

Merkez bankaları uygulamış oldukları para politikaları ile ekonomik hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadırlar. Merkez bankaları ekonomik hedeflerine ulaşmak için para politikasının dolaylı ve dolaysız araçlarını kullanmaktadırlar. Para otoritelerinin uyguladıkları politikalar parasal aktarım mekanizmaları aracılığıyla ekonomik faaliyetler üzerinde etkisini göstermektedir. Para otoritelerinin uygulamış olduğu politikaların ekonomi üzerinde hangi yollarla ve hangi yönde etkili olacağını ifade eden süreç parasal aktarım mekanizması olarak isimlendirilmektedir. Literatürde faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı olmak üzere beş farklı parasal aktarım mekanizması üzerinde durulmaktadır.

Para arzında yaşanan bir değişikliğin faiz oranlarını değiştirerek tüketim ve yatırımları etkilemesi ile üretim miktarını değiştirmesi faiz oranı kanalının işleyişini göstermektedir. Para arzında yaşanan bir değişikliğin hisse senedi fiyatlarını değiştirerek tüketim ve yatırımları etkilemesi ile üretim miktarını değiştirmesi varlık fiyatları kanalının işleyişini ifade etmektedir. Para arzında yaşanan bir değişikliğin döviz kurlarını değiştirerek net ihracatı etkilemesi ile üretim miktarını değiştirmesi döviz kuru kanalının işleyiş süreci olarak tanımlanmaktadır. Para arzında yaşanan bir değişikliğin bankaların kredi hacmini değiştirerek tüketim ve yatırımları etkilemesi ile üretim miktarını değiştirmesi kredi kanalının işleyişi olarak adlandırılmaktadır. Beklenti kanalı ise ekonomik birimlerin gelecek dönemde ekonomik faaliyetlerin

nasıl şekilleneceği ve etkilerinin neler olacağına yönelik önceki dönemlerdeki tecrübelerden ve para otoritelerinin uygulamalarından yola çıkarak beklenti içerisine girmeleri ile işleyen bir parasal aktarım kanalıdır.

Merkez bankalarının uygulamış olduğu politikaların ekonomiye aktarılmasına aracılık yapan parasal aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler vardır. Parasal aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler; resmi müdahaleler, ekonomideki fiyatlama mekanizması, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerin vade yapısı, bankacılık sisteminin finansal durumu, sermaye hareketleri, finansman kaynakları ile hanehalkı ve firmaların finansal yapısı şeklinde sıralanmaktadır. Bu faktörlerin parasal aktarım mekanizmalarını etkilemesi ekonomik faaliyetlerde de değişikliklerin yaşanmasına neden olmaktadır.

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

Anahtar Kelimeler: Parasal Aktarım Mekanizmaları, Faiz Oranı Kanalı, Varlık Fiyatları Kanalı, Döviz Kuru Kanalı, Kredi Kanalı, Beklentiler Kanalı.

ABSTRACT

MONETARY TRANSMISSION MECHANISM AND FACTORS WHICH EFFECT TRANSMISSION MECHANISM IN TERMS OF TURKEY’S ECONOMY

GÜVENOĞLU, Hüseyin

Master’s Thesis, Department of Economics

Adviser: Prof. Dr. Alpaslan SEREL

2016, 186 Pages

Central banks aim to obtain their economic targets through the monetary policies they practice. Central banks use direct and indirect tools of monetary policy, in order to obtain their economic goals. Policies applied by monetary authorities exhibit their impact on economic activities via monetary transmission mechanisms. The process, which states through which ways and in what direction the policies practiced by monetary authorities are effective on the economy, is named as monetary transmission mechanism. In the literature, five different monetary transmission mechanisms are emphasized as interest rate channel, asset prices channel, exchange rate channel, credit channel and expectations channel.

A change experienced in money supply to affect consumption and investments by changing interest rates and to change the output displays the operation of interest rate channel. A change experienced in supply of money to affect consumption and investments by changing share prices defines asset prices channel process. A change experienced in money supply to affect net exportation by changing exchange rates and to change the output are defined as the operation process of exchange rate channel. A change in money supply to influence consumption and investments by changing loan volume of banks and to change the output is called the working of credit channel. On the other hand, expectation channel is an operating monetary transmission channel that works through the economic units to have expectations regarding how economic activities will be

shaped in the next period and what the effects will be on the basis of previous experiences and practices of monetary authorities.

There are factors that affect the monetary transmission mechanism which provides the policies that central banks has been applied to orientation through economy. The factors affect the monetary transmission mechanism can be sarterd as; official interventions, economical pricing mechanism, the financial system's structure, the term of financial agreements, the financial condition of banking system, capital movements, source of finance, household and companies financial structure. Owing to impact that these factors have made to the monetary transmission mechanism, changes happen even at the economic activities.

In this study, monetary transmission mechanism and factors which affect transmission mechanism was investigated in terms of Turkey's economy. Switching to inflation targeting regime of Central Bank of Turkey Republic, structural arrangements in the banking sector, applying of the correct policies and increasing of the confidence in monetary authority led to operate effectively of the interest rate channel, the credit channel and the expectations channel in Turkey's economy. Becoming effective of many economic variables in the operating of the exchange rate channel and the asset price channel, structural problems of Turkey, the absence of developed and deepened financial markets prevented the effective functioning of the two channels in the economy of Turkey.

Key words: Monetary Transmission Mechanisms, Interest Rate Channel, Asset Prices Channel, Exchange Rate Channel, Credit Channel, Expectations Channel.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
1.GİRİŞ	1
2. PARA POLİTİKASI.....	5
2. 1. Para Politikası ve Teorik Çerçeve: Kuramsal Çerçeve.....	5
2. 1. 1. Para Politikası ve Tanımı	5
2. 1. 1. 1. Para Politikasının Amaçları	7
2. 1. 1. 1. 1. Fiyat İstikrarı.....	7
2. 1. 1. 1. 2. Tam İstihdam.....	9
2. 1. 1. 1. 3. Ekonomik Büyüme	11
2. 1. 1. 1. 4. Dış Ödemeler Dengesi ve Döviz Kuru İstikrarı	12
2. 1. 1. 1. 5. Finansal Piyasalarda İstikrar	14
2. 1. 1. 1. 6. Faiz Oranlarında İstikrar	16
2. 1. 1. 2. Para Politikasının Araçları.....	17
2. 1. 1. 2. 1. Dolaylı Para Politikası Araçları	18
2. 1. 1. 2. 1. 1. Açık Piyasa İşlemleri	20
2. 1. 1. 2. 1. 2. Döviz – Efektif İşlemleri.....	24
2. 1. 1. 2. 1. 3. Reeskont Politikası.....	24
2. 1. 1. 2. 1. 4. Zorunlu Karşılıklar	27
2. 1. 1. 2. 2. Doğrudan Para Politikası Araçları	30
2. 1. 1. 2. 2. 1. Faiz Oranı Kontrolleri.....	32
2. 1. 1. 2. 2. 2. Kredi Tavanı Kontrolleri	33
2. 1. 1. 2. 2. 3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları	33
2. 1. 1. 2. 2. 4. Disponibilite Uygulaması	33
2. 1. 1. 2. 2. 5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	34
2. 1. 1. 2. 2. 6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü.....	35
2. 1. 1. 2. 2. 7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	35
2. 1. 1. 2. 2. 8. Özel Mevduatlar	35
2. 1. 1. 2. 2. 9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi (İkna Yöntemi)	35
2. 1. 1. 2. 2. 10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler.....	36
2. 1. 1. 3. Para Politikası İle İlgili Teorik Yaklaşımlar	36
2. 1. 1. 3. 1. Klasik Yaklaşım.....	36
2. 1. 1. 3. 2. Keynesyen Yaklaşım	41
2. 1. 1. 3. 3. Monetarist Yaklaşım	45
2. 1. 1. 3. 4. Yeni Klasik Yaklaşım ve Rasyonel Beklentiler Teorisi.....	49
2. 1. 1. 3. 5. Neo-Klasik Yaklaşım.....	52
2. 1. 1. 3. 6. Yeni Keynesyen Yaklaşım	53
2. 1. 1. 3. 7. Post Keynesyen Yaklaşım	55
2. 1. 1. 3. 8. Arz Yönlü Yaklaşım	56
2. 1. 2. Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	57
2. 1. 2. 1. Parasal Aktarım Mekanizması Tanımı	57
2. 1. 2. 2. Parasal Aktarım Mekanizmalarıyla İlgili Teorik Yaklaşımlar	58

2. 1. 2. 2. 1. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması (Yapısalcı Kanıt Modeli).....	59
2. 1. 2. 2. 2. Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması (İndirgenmiş Kanıt Modeli).....	63
2. 1. 2. 3. Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	67
2. 1. 2. 3. 1. Faiz Oranı Kanalı.....	67
2. 1. 2. 3. 2. Varlık Fiyatları Kanalı.....	74
2. 1. 2. 3. 2. 1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı.....	74
2. 1. 2. 3. 2. 1. 1. Tobin'in q Teorisi.....	75
2. 1. 2. 3. 2. 1. 2. Tüketim Üzerindeki Servet Etkisi	76
2. 1. 2. 3. 2. 2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı.....	78
2. 1. 2. 3. 3. Döviz Kuru Kanalı	78
2. 1. 2. 3. 3. 1. Net İhracat Üzerindeki Döviz Kuru Etkisi.....	81
2. 1. 2. 3. 3. 2. Bilanço Üzerindeki Döviz Kuru Etkisi	82
2. 1. 2. 3. 4. Kredi Kanalı.....	82
2. 1. 2. 3. 4. 1. Banka Kredileri Kanalı.....	85
2. 1. 2. 3. 4. 2. Bilanço Kanalı	88
2. 1. 2. 3. 4. 2. 1. Nakit Akımı Kanalı	90
2. 1. 2. 3. 4. 2. 2. Beklenmeyen Fiyat Düzeyi Kanalı.....	90
2. 1. 2. 3. 4. 2. 3. Hanehalkı Likidite Etkisi	91
2. 1. 2. 3. 4. 2. 4. Hisse Senedi Fiyatları Üzerinden Bilanço Kanalı.....	91
2. 1. 2. 3. 5. Beklentiler Kanalı.....	92
3. TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI VE AKTARIM MEKANİZMALARININ İŞLEYİŞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	97
3. 1. Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi.....	97
3. 2. 1990-2000 Döneminde Türkiye'de Para Politikası.....	100
3. 3. 2001 ve Sonrası Dönemde Türkiye'de Para Politikası.....	103
3. 4. Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmaları	110
3. 4. 1. Faiz Oranı Kanalı	110
3. 4. 2. Varlık Fiyatları Kanalı.....	112
3. 4. 3. Döviz Kuru Kanalı.....	114
3. 4. 4. Kredi Kanalı.....	116
3. 4. 5. Beklentiler Kanalı.....	117
3. 5. Parasal Aktarım Mekanizmalarını Etkileyen Faktörler	119
3. 5. 1. Resmi Müdahaleler.....	120
3. 5. 2. Ekonomideki Fiyatlandırma Mekanizması	122
3. 5. 3. Finansal Sistemin Yapısı	123
3. 5. 4. Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı	125
3. 5. 5. Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu.....	127
3. 5. 6. Sermaye Hareketleri.....	130
3. 5. 7. Finansman Kaynakları.....	132
3. 5. 8. Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları	136
3. 6. İlgili Araştırmalar	138
4. SONUÇ ve ÖNERİLER.....	152
4. 1. Sonuçlar.....	152
4. 2. Öneriler	157
KAYNAKÇA	160
EKLER.....	178

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Para Politikası Araçları.....	18
Şekil 2. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması	61
Şekil 3. IS-LM Modelinde Genişlemeci Para Politikası.....	62
Şekil 4. Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması	66
Şekil 5. Para Politikası Etkilerinin St. Louis Modeli ile Gösterilmesi.....	67
Şekil 6. Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması	98
Şekil 7. Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyiş Süreci	99



KISALTMALAR LİSTESİ

API	: Açık piyasa işlemleri
BİST	: Borsa İstanbul
Çev.	: Çeviren
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	: European Central Bank
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
M2	: Para Arzı
SUE	: Sanayi Üretim Endeksi
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	: Vektör Otoregresyon
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli

1. GİRİŞ

Para politikası, para otoritelerinin ekonomik hedeflerine ulaşmak için kullandığı bir politika aracıdır. Para otoriteleri uyguladıkları para politikaları ile fiyat istikrarını, tam istihdamı, ekonomik büyümeyi, dış ödemeler dengesini ve döviz kuru istikrarını, finansal piyasalarda istikrarı ve faiz oranlarında istikrarı sağlamayı amaçlamışlar ve bu amaçlarına ulaşmak için de para politikasının dolaylı ve dolaysız araçlarından yararlanmışlardır. Para otoriteleri ekonomik faaliyetleri aktarım mekanizmaları üzerinden etkilemektedir. Parasal aktarım mekanizması, para politikasında meydana gelen değişikliklerin ekonomi üzerinde hangi yollarla ve ne şekilde etkili olacağını ifade etmektedir.

Para politikası, uzun süredir iktisadi düşünce akımlarının üzerinde durduğu önemli konulardan biri olmuştur. İktisadi düşünce akımlarının savunucuları, para otoritelerinin uyguladıkları para politikalarının ekonomi üzerinde ne şekilde etkili olacağına yönelik farklı görüşler ortaya atmışlardır. Klasik iktisatçılar, parayı bir değişim aracı, peçe olarak görmüşler ve paranın miktar teorisini savunmuşlardır. Klasiklere göre paranın kısa vadede üretim, istihdam ve faiz oranları üzerinde bir etkisi yoktur. Klasikler miktar teorisinden yola çıkarak para arzında meydana gelecek bir artışın fiyatları arttırarak ekonomi üzerinde doğrudan etkili olacağını ifade etmişlerdir. Keynesyenler, paranın bir peçe olmadığını para politikasında meydana gelecek değişmelerin istihdam, üretim ve faiz oranları üzerinde önemli etkilerinin olacağını belirtmişlerdir. Keynesyenlere göre para arzında meydana gelen değişiklik faiz oranlarında bir değişim meydana getirecek ve bunun sonucunda yatırımların etkilenmesi ile üretim miktarında da değişim yaşanacaktır. Özetle, para politikaları faiz oranları aracılığı ile üretimi dolaylı olarak etkilemektedir. Monetaristlere göre para arzında meydana gelecek bir değişiklik toplam talep, üretim, istihdam ve fiyatlar üzerinde etkili olacaktır. Ayrıca para arzındaki değişiklikler kısa dönemde üretim üzerinde uzun dönemde ise fiyatlar üzerinde etkisini gösterecektir. Yeni Klasiklere göre rasyonel beklentiler içerisinde olan ekonomik birimler sistematik bir hataya düşmeyecek ve para arzında meydana gelecek bir değişiklik istihdamı, tüketimi ve üretimi etkilemeyecektir. Neo-Klasiklere göre uygulanan para politikası faiz oranları üzerinden reel sektör üzerinde etkili olmaktadır. Yeni Keynesyenlere göre uygulanan

para politikaları kısa dönemde üretimi ve istihdamı etkileyecektir. Post Keynesyenlere göre paranın ekonomi üzerinde reel etkileri vardır. Yani para nötr değildir. Ayrıca belirsizlik ortamının olduğu durumlarda para ve likit varlıklara olan talep artacak bunun sonucunda da faiz oranları yükselecektir. Post Keynesyenler, artan faiz oranlarının yatırımları azaltacağına buna bağlı olarak da üretimin düşeceğine ve işsizliğin artacağına yönelik görüşlerini bildirmişlerdir. Son olarak Arz Yönlü Yaklaşımda vergi oranları politika aracı olarak kullanılmıştır. Arz yönlü iktisatçılar vergi oranlarındaki bir azalışın üretim miktarını arttıracığına yönelik görüşlerini sunmuşlardır.

Ekonomistlerin uygulanan para politikalarının ekonomi üzerinde hangi aktarım kanalı aracılığıyla etkili olacağına ilişkin teoride kesin bir görüşleri bulunmamaktadır. Literatürdeki teorik ve ampirik çalışmalara baktığımızda parasal aktarım mekanizmaları olarak faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalının ön plana çıktığı görülmektedir.

Faiz oranı kanalı, para arzında yaşanan bir değişikliğin faiz oranlarını etkilemesi ile ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarında meydana gelen değişime bağlı olarak üretim miktarının etkilenmesi sürecini ifade etmektedir. Varlık fiyatları kanalı, para arzında yaşanan bir değişikliğin faiz oranları üzerinden varlık fiyatlarını etkilemesi sonucunda ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarında meydana gelen değişime bağlı olarak ekonominin etkilenmesi süreci olarak tanımlanmaktadır. Döviz kuru kanalı, para arzında meydana gelen bir değişikliğin döviz kurlarını etkilemesi sonucunda net ihracatta, hanehalkı ve firmaların bilançolarında bir değişim yaşanması ve bu değişime bağlı olarak da ekonominin etkilenmesi sürecidir. Kredi kanalı, para arzında meydana gelen bir değişikliğin banka kredileri ile firmaların bilançolarını etkilemesi sonucunda tüketim ve yatırım harcamalarının değişmesi ve buna bağlı olarak da üretim miktarının etkilenmesi şeklinde açıklanmaktadır. Son olarak beklenti kanalı ise ekonomik birimlerin gelecekteki ekonomik faaliyetlerin nasıl gerçekleşeceği ve etkilerinin neler olacağına yönelik geçmiş dönemlerdeki tecrübelerden ve para otoritelerinin uygulamalarından yola çıkarak beklenti içerisine girmeleri ile işleyen bir parasal aktarım kanalıdır. Beklenti kanalının etkin bir şekilde işlemesi güçlü bir para politikası uygulamasına ve güvenilir bir para otoritesinin varlığına bağlıdır.

Türkiye ekonomisinde 2001 yılı öncesinde sabit döviz kuru rejimi uygulanmakta ve para politikası aracı olarak nominal döviz kuru kullanılmaktaydı. 2001 yılı öncesinde Türkiye ekonomik krizlerin ve siyasi istikrarsızlıkların gölgesinde bir dönem geçirmiştir. Ekonomik ve siyasi sorunlar ile küresel ekonomik konjonktüre bağlı olarak TCMB doğru politikalar uygulayamamış, uygulamış olduğu politikaların ekonomiye aktarılmasını sağlayan aktarım mekanizmaları etkin çalışmamış ve belirlediği hedeflerine tam olarak ulaşamamıştır. 2001 krizinden sonra ise TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya başlamış ve dalgalı döviz kuru politikası uygulamasına geçmiştir. Politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı bu dönemde TCMB fiyat istikrarını sağlamayı temel amaç olarak belirlemiştir. Enflasyon hedeflemesine geçilmesinin yanında TCMB kanununda yapılan değişiklikler, bankacılık sektöründe yapılan reformlar, uygulanan politikaların sonuç vermeye başlaması ekonomik birimlerin para otoritelerine karşı güvenini arttırmış ve Türkiye ekonomisinde canlanmalar yaşanmaya başlamıştır. Türkiye ekonomisindeki bu gelişmeler sonucunda faiz oranı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı etkin işlemeye başlamıştır. Döviz kuru kanalı, kurlar üzerinde birçok faktörün belirleyici olması nedeniyle varlık fiyatları kanalı ise Türkiye ekonomisinin gelişmiş ve derinleşmiş bir finansal piyasaya sahip olmamasına bağlı olarak diğer kanallar kadar etkin işlememiştir.

Para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarılmasını sağlayan parasal aktarım mekanizmalarının etkin bir şekilde işlemesi para otoritelerinin ekonomik faaliyetler üzerindeki hedeflerinin gerçekleşmesi açısından önem arz etmektedir. Parasal aktarım mekanizmalarının etkin bir şekilde işlemesini etkileyen bazı faktörler vardır. Bu faktörler literatürde şu şekilde sıralanmaktadır: Resmi müdahaleler, ekonomideki fiyatlama mekanizması, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerin vade yapısı, bankacılık sisteminin finansal durumu, sermaye hareketleri, finansman kaynakları ile hanehalkı ve firmaların finansal yapılarıdır.

Resmi otoritelerin ekonomi üzerinde etkili olabilmesi için parasal aktarım mekanizmalarının etkin bir şekilde işlemesine yönelik müdahaleler yapması, parasal aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörleri tespit ederek bu faktörlerin aktarım mekanizması üzerindeki olumsuz etkilerini engellemesi, ekonomiyi etkileyecek iç ve dış şoklara karşı önlem alması ve yapısal sorunları gidermesi gerekmektedir. Bu bilgiler ışığında çalışmamızın amacı Türkiye ekonomisinde parasal aktarım

mekanizmalarının işleyişini ve aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörlerin neler olduğunu açıklamaktır. Bu doğrultuda çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmada giriş kısmı birinci bölümü oluşturmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde para politikası ile ilgili teorik açıklamalar ve parasal aktarım mekanizmaları yer almaktadır. Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye’deki parasal aktarım mekanizmalarının işleyişine, 1990-2000 döneminde ve 2001 sonrası dönemde uygulanan para politikalarına, parasal aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörlere ve parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili yapılan ampirik çalışmalara ilişkin bilgiler sunulmaktadır. Çalışmanın dördüncü bölümünde ise genel değerlendirmeler yapılarak sonuç ve önerilere yer verilmektedir.



2. PARA POLİTİKASI

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak para politikasına ilişkin kuramsal çerçeve açıklanacak daha sonra parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili teorik bilgiler verilecektir.

2. 1. Para Politikası ve Teorik Çerçeve: Kuramsal Çerçeve

Çalışmanın bu bölümünde para politikasına yönelik temel kavramlar üzerinde durularak teorik yaklaşımlar ele alınacaktır. İlk olarak para politikasının tanımı, amaçları ve araçları hakkında bilgi verilecek daha sonra para politikasına ilişkin teorik yaklaşımlar açıklanacaktır.

2. 1. 1. Para Politikası ve Tanımı

İktisat politikasında belirlenen hedeflere ulaşmak amacıyla çeşitli araçlardan yararlanılmaktadır. Para politikası, iktisat politikası amaçlarına ulaşmada yararlanılan araçlardan biri olup her ülkenin merkez bankası tarafından yürütülmektedir (Aygün, 2011, 27).

Öztürk (2011)'e göre para politikası, ekonominin genel ilerleyişini göz önüne alarak para arzı ve para talebini denetlemek suretiyle ekonomideki istikrarı sağlamayı amaçlayan bir iktisat politikası aracıdır. Başka bir ifadeyle para politikası, merkez bankalarının genel iktisat politikası amaçları çerçevesinde para arzı ve faiz oranı gibi değişkenlere yön verme çabalarıdır (Orhan ve Erdoğan, 2003, 56). Diğer değerlendirmeye göre para politikası, açık piyasa işlemleri ve yasal karşılık oranları gibi araçları kullanarak piyasanın nakit ihtiyacını gidermeye yönelik uygulamalar bütünüdür (Tokel, 2011, 4).

1930'lu yıllarda para politikasının önemi ve araçlarının etkinliği ortaya konulmuştur. Madeni para sisteminin geçerli olduğu 19. yüzyılda fiyat istikrarını sağlamak, paranın değerini korumak, ekonomik büyümeyi sürdürmek gibi hedefler için para politikasından yararlanılmamıştır. Bu dönemde teori ve uygulamada geçerli olan görüş altın standardının kendiliğinden ekonominin istikrar içinde gelişmesini sağlayacağı yönündeydi. 1929 Büyük Dünya Bunalımı'nın ortaya çıkardığı sorunlara

bağlı olarak bazı devlet adamları ve başta J. M. Keynes olmak üzere bazı iktisatçılar iç istikrarın bozulmasının fiyatlar yanında istihdam ve üretimde azalmanın ortaya çıktığını görmüşlerdir. Böylelikle para politikasının amaçlarına ve önceliklerine yönelik büyük oranda değişiklik yapılmıştır (Ekonomi Ansiklopedisi, 1984, 1081).

Keynesyen görüşün etkisiyle devletin ekonomik alandaki faaliyetlerinin artması ve devletin yeni işlevler üstlenmesi hem maliye politikasının hem de para politikasının etkin bir şekilde uygulanmasını sağlayacağı ortam oluşturmuştur. Devletin ekonomik istikrarı sağlama, tam istihdamı gerçekleştirme, gelir ve kaynak dağılımını düzenleme ile ödemeler bilançosu dengesini sağlama gibi fonksiyonlarını gerçekleştirmesi amacıyla para piyasasına müdahalesi artmıştır. Bu görüşle birlikte para, iktisat politikası aracı haline gelmiştir (Dileyici, 2001, 35).

Günümüzde merkez bankaları, geçmiş dönemlerde üstlendikleri görevlerinden farklı olarak sadece para politikasının yürütülmesinde görevli kuruluşlar halini almışlardır. Bu çerçevede merkez bankası; para, faiz ve kur politikaları uygulayarak ekonomik dengelerin sağlanmasına yardımcı olmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2007, 53). Para politikası araçları ekonomik konjonktüre paralel olarak kısa bir sürede uygulanabilme ve değiştirilebilme olanağına sahiptir (Orakçı, 2009, 23). Bununla birlikte para politikası uygulamalarına karşı halkın fazla tepki göstermemesi ve politika etkilerinin sonuçlarının kısa sürede görülmesi para politikalarını sıkça kullanılan bir araç haline getirmektedir (Akdiş, 2001, 170).

Para politikası, merkez bankasının fonksiyonları ve sahip olduğu araçlar yoluyla gerçekleştirilir. Arzulanan amaçlara ulaşılmasında para politikasının ne derece etkili olduğu ve ekonomik değişkenleri nasıl etkilediği önemlidir (Atay, 2010, 3).

Bu çerçevede, merkez bankasının uygulayacağı para politikası kararlarıyla ekonomiye hangi yollardan etki ederek belirlenen amaçlara ulaşacağını bilmesi ve uyguladığı para politikası stratejisi doğrultusunda paranın miktarını nasıl belirleyeceğine karar vermesi gerekmektedir (Önder, 2005, 24). Bu noktada para politikası araçları karşımıza çıkmaktadır. Aşağıda ilk olarak para politikası amaçları daha sonra ise para politikası araçları açıklanacaktır.

2. 1. 1. 1. Para Politikasının Amaçları

Para politikası amaçları, toplam talep ve fiyat istikrarsızlığı ile ekonomide oluşan iç ve dış dengelerdeki sapmaların giderilmesi için tanımlanan nihai hedeflerdir (Onaran, 1995, 15). Literatürde yaygın olarak üzerinde durulan para politikası amaçları şunlardır: Fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, dış ödemeler dengesi ve döviz kuru istikrarı, finansal piyasalarda istikrar ve faiz oranlarında istikrardır.

2. 1. 1. 1. 1. Fiyat İstikrarı

1970’li yıllardan itibaren tüm dünyayı saran yüksek oranlı enflasyon oranlarının uzunca bir dönem hüküm sürmeye başlamasıyla enflasyon, öncelikli ekonomik sorun olarak dünya gündeminde yer almıştır. Bu durum para politikalarında ilk hedef olarak fiyat istikrarının sağlanması gerektiğini ortaya koymuştur (Akbaş, 2007, 8).

Fiyatların istikrarlı olması fiyatların hiç değişmemesi anlamına gelmemekte fiyatlar genel seviyesindeki uzun süreli artış (enflasyon) ya da azalış (deflasyon) eğiliminin önlenmesi anlamını ifade etmektedir. Böylelikle Türk Lirası’nın satın alma gücü ve güvenilirliği korunmuş olmaktadır (TCMB, 2015a).

Fiyat istikrarı; insanların tüketim, yatırım ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate değer duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Bugün için gelişmiş ülkelerde % 1 ile % 3 arasındaki enflasyon oranları düşük enflasyon oranları olarak kabul edilmektedir (Serdengeçti, 2002, 1). Diğer bir tanımda fiyat istikrarı, bütün iktisadi birimlerin, her türlü iktisadi aktivitelerini yürütürken veya planlarken fiyat düzeyindeki değişimleri temel belirleyici değişken olarak baz almadıkları durumu ifade etmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2003, 64).

Merkez Bankası Kanunu'nda “Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler” ifadesi bulunmaktadır. Uzun vadeli ekonomik hedeflere ulaşmak için en önemli şartların başında düşük bir enflasyon oranına sahip olmak gelmektedir. Bu nedenle merkez bankası fiyat istikrarını sağlayarak ekonomik büyüme ve istihdam üzerindeki politikalarına büyük katkı sağlamış olacaktır. Fiyatların istikrarlı olması hem ekonomik birimlerin doğru kararlar almasını sağlayarak kaynakların etkin

kullanılmasını sağlayacak hem de düşük enflasyonun neden olacağı enflasyon risk primindeki azalışa bağlı olarak reel faiz oranlarının düşük seyretmesi yatırımları olumlu etkileyecektir (TCMB, 2015a).

Piyasa ekonomilerinde göreceli fiyatların, malların üretim ve tüketimlerini yönlendiren temel faktör olması fiyat istikrarını para politikasının öncelikli hedefi haline getirmiştir. Bunun yanı sıra fiyat istikrarının, para politikası hedefleri arasında ilk sıralarda yer almasının bir diğer nedeni, ekonomide yaşanan enflasyon sorununun oluşturduğu tahribatlardan kaynaklanmaktadır (Orakçı, 2009, 28). Enflasyonun değişkenlik gösterdiği ortamda enflasyonist oluşumların öngörülmesi güçleşir, geleceği planlamak mümkün olmaz, iş dünyasında sözleşmeler enflasyon düzeyindeki sürprizleri karşılayacak biçimde daha yüksek risk primleri içerir (Paya, 2013, 168).

Fiyatlardaki istikrar tüm ekonomik dengelerin sağlanması ve sürdürülmesi açısından son derece önemli olmaktadır. Sürekli değişen fiyatlar karar alma mekanizmalarında ve piyasalarda geleceğe dönük tahminlerde istikrarsızlık meydana getirirken yanlış yönlendirmelere de sebep olur. Bütün ekonomik birimlerin gelecek ile ilgili sağlıklı kararlar almasını zorlaştırır (Orakçı, 2009, 28). Ayrıca fiyat istikrarın sağlanamaması, özellikle yüksek seyreden bir enflasyon, döviz kurlarının bu yükselişi takip edememesi sonucunda yurtiçinde üretilen malların pahalılaşmasına, yurtdışında üretilen malların nispi olarak ucuzlaşmasına sebep olmaktadır. Bu durum ithalatı arttırıcı ihracatı azaltıcı etki yaparken dış ticaret açığının da artmasına neden olmaktadır (Akdiş, 2001, 165).

Fiyat istikrarının yararlarını şu şekilde sıralayabiliriz (ECB, 2004, 42-43):

- Fiyat istikrarı, insanların göreceli fiyatlardaki değişiklikleri tahmin etmelerini kolaylaştırarak tüketicilerin ve firmaların isabetli tüketim ve yatırım kararları almalarına yardımcı olur. Bu da kaynakların üretimde doğru şekilde tahsis edilmesini sağlayarak hanehalkı ve firmaların refahını arttırır ve ekonominin üretim kapasitesinin artmasını sağlar.
- Fiyat istikrarı, reel faiz oranlarındaki risk primlerini azaltır. Finansal piyasalarda ve sermaye piyasalarında kaynakların verimli kullanımını sağlayarak yatırımlara teşviki arttırır.

- Fiyat istikrarının sürdürülebilir olacağı kanısına varılması bireyleri ve firmaları kaynaklarını etkin kullanacakları alanlara aktarmalarını sağlayacaktır. Böylelikle kaynaklar atıl kalmayacak ve ekonomik büyüme sağlanacaktır.
- Fiyat istikrarı, vergi ve sosyal güvenlik sistemlerindeki sosyal refahı bozucu etkilerin oluşumunu engeller.
- Fiyat istikrarı elde nakit bulundurmanın yararlarını artırır.
- Fiyat istikrarı, gelirin keyfi olarak dağılımını engeller. Böylelikle toplumun düşük gelirli gruplarını koruyarak sabit fiyatlarla istikrarı korumaya yardımcı olur.

Fiyat istikrarının sağlanabilmesi için maliye politikası ile para politikasının eş güdümlü olarak uygulanması gereklidir. Uygulanan para politikalarının maliye politikaları ile desteklenmesi politikaların başarılı olmasına yardımcı olmaktadır (Artar, 2010, 56). Örneğin; enflasyonist eğilimlerin arttığı bir dönemde uygulanan daraltıcı para politikası, aynı nitelikteki maliye politikasıyla beraber yürütülmelidir. Buna göre, toplam talebi azaltmak amacıyla ekonomide para ve kredi hacmi daraltıldığında, kamu harcamalarının azaltılması ve vergi oranlarının artırılmasına bağlı olarak bütçe fazlasının ortaya çıkarılması gerekmektedir. Deflasyonist eğilimlerin ortaya çıktığı dönemlerde ise, genişletici para ve maliye politikası uygulamaları toplam talep düzeyini arttırmak amacıyla uyum içerisinde yürütülmelidir (Orhan ve Erdoğan, 2003, 65).

2. 1. 1. 1. 2. Tam İstihdam

Para politikasının hedeflerinden biri istihdamı artırmak yani işsizliği önlemektir. 1929 Büyük Buhran'ından sonra ortaya çıkan iktisadi daralma işsizliğin artmasına neden olmuştur. Bu yaşanan ekonomik bunalım tam istihdamı para politikasının hedeflerinden biri haline getirmiştir (Şahin, 2011, 41).

Geniş anlamıyla tam istihdam, üretim aşamasında üretim faktörlerinin tamamının üretimde kullanılmasına (yani hiçbir üretim faktörünün atıl kalmaması) denilmektedir. Dar anlamıyla tam istihdam ise çalışma istek ve arzusunda bulunan tüm çalışma çağındaki kişilerin iş bularak çalışmalarını ifade etmektedir (Dinler, 2006, 472).

Tam istihdam, üretim faktörlerinin tamamı için amaçlanmış olmasına rağmen asıl üzerinde durulan emek faktörünün tam istihdamıdır. Emek piyasasındaki istihdam ekonomideki tüm üretim faktörlerinin istihdam düzeylerinin değerlendirilmesinde temel oluşturur. Üretim aşamasında üretim faktörlerinin tamamının kullanılmayıp bir kısmının atıl bırakılması çıktı miktarındaki azalmaya bağlı olarak üretimin düşmesine, işsizliğin artmasına ve milli gelirin azalmasına neden olmaktadır (Özdemir, 2010, 7).

Tam istihdam düzeyine ulaşıldığında işsizlik oranı hiçbir zaman sıfır olmaz. Bunun birinci nedeni eğitim, daha iyi bir iş bulmak, yaşadığı yerden başka bir yere gitmek gibi amaçlarla işlerinden ayrılan kişilerin yeniden iş aramaları ve işe girmeleri zaman alacağından işgücü piyasasında oluşan bu hareketlilikten dolayı ekonomide daima var olan friksiyonel işsizliğin varlığıdır. İkinci nedeni ise yapısal işsizliktir. Yapısal işsizlik, bir işin yapılmasının gerekli kıldığı kabiliyet, beceri ve niteliğin işi yapacak olan kişide mevcut olmamasından dolayı ortaya çıkan işsizlik türüdür. Bu istenmeyen durum karşısında para politikasının yapabileceği çok bir şey yoktur. Buradan da anlaşılacağı üzere tam istihdamın sağlanması işsizliğin sıfır olması anlamına gelmemektedir. Emek arzının emek talebine eşit olması durumunda işsizlik sıfırdan yüksek dahi olsa tam istihdama ulaşılmış demektir. Bu işsizlik düzeyine doğal işsizlik oranı denir (Mishkin, 2000, 84).

Doğal işsizlik, ekonomide daima mevcut olan geçici işsizlik ile yapısal işsizlik toplamına eşittir. Bir diğer işsizlik türü, ekonominin faaliyet hacmindeki dalgalanmalar sonucunda oluşan konjonktürel işsizliktir. Ekonomide daima minimum düzeyde doğal işsizlik bulunacağından önemli olan konjonktürel işsizliğin ortadan kaldırılmasıdır. Tam istihdam, ekonomide konjonktürel işsizliğin olmadığı sadece doğal işsizliğin olduğu durumu ifade eder. Fakat doğal işsizliğin ölçülmesi güç olmasından belirli bir minimum işsizlik oranı doğal işsizlik olarak kabul edilmektedir. Bu oran ülkeden ülkeye büyüme oranlarına, demografik yapılarındaki değişimlere ve sosyal güvenlik kurumlarının niteliklerine göre değişiklik göstermekle birlikte gelişmiş ülkelerde % 3, gelişmekte olan ülkelerde ise % 5 oranındaki işsizlik normal olarak kabul edilmektedir (Göklemmez, 2011, 28).

2. 1. 1. 1. 3. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme, ikinci dünya savaşından sonra önem kazanmaya başlamıştır. Savaş öncesi dönemde büyüme konjonktür olgusundan farklı olarak düşünülmüyordu ve ekonomide var olan kısa dönemli dalgalanmaların azaltılmasına yönelik uygulamalar ön plana çıkmaktaydı. İkinci dünya savaşından sonra hükümetler ve para otoriteleri uzun dönemli strateji oluşturmaya ve planlama yapmaya başlamışlardır. Bunun sonucunda ekonomik büyüme para politikasının amaçlarından biri olmuştur (Bozkurt, 2006, 10).

Ekonomik büyüme, genel bir tanım ile bir ekonominin üretim kapasitesindeki artıştır. Üretim kapasitesindeki artış gayri safi milli hasıla (GSMH), gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), kişi başı GSMH veya GSYİH'deki artış ile ölçülür. GSMH, bir ülkenin vatandaşları tarafından ekonomide bir yıl içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değerlerinin toplamıdır. GSYİH ise sadece bir ülkenin sınırları içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin toplamına denilmektedir. Yerleşiklerin yurtdışında gerçekleştirdikleri mal ve hizmet üretimi GSYİH'ye dahil edilmemektedir (Apak ve Uçak, 2007, 58).

Ekonomik büyümenin belirleyici temel faktörleri vardır. Bu faktörler şunlardır: Fiziksel sermaye, beşeri sermaye, işgücü, nüfus artışı, teknoloji seviyesi, ekonomik ve siyasi istikrar ve dışa açıklık. Bazı ekonomiler bu faktörlere sahip olmasına rağmen yeterli seviyede bir büyüme hızına ulaşamamaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, ekonomik büyümeyi istikrarlı bir şekilde sürdürebilmek için gerekli olan finansman ihtiyaçlarını gerek yurt içinden gerekse yurt dışından temin edememektedirler. Ekonomik büyümeyi gerçekleştirmedeki kısa dönemli sorun finansman sorunudur (Çiçek, Gözegir ve Çevik, 2010, 144).

Merkez bankalarının çoğunun birinci amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu amaca yönelik uygulanan sıkı para politikaları sonucunda reel faizler yükselmekte ve yatırımlar azalmaktadır. Genişletici para politikası uygulandığında ise faiz oranları düşerken yatırımlar artmakta ve ekonomik büyüme sağlanmaktadır. Fakat parasal genişleme sonucunda enflasyon olgusu ile karşı karşıya kalınmaktadır. Enflasyon uzun dönemde ekonomik büyümeyi ortadan kaldırııcı etki yapabilmektedir. Para otoriteleri uyguladıkları politikalarla ekonomik büyümenin önünde bir engel değil aksine ekonomik büyümeyi destekleyici nitelikte olmalıdır (Aygün, 2011, 30).

2. 1. 1. 1. 4. Dış Ödemeler Dengesi ve Döviz Kuru İstikrarı

Uluslararası ticari faaliyetlerin ve sermaye hareketlerinin GSMH içerisindeki öneminin artması dış ekonomik dengenin sağlanmasını para politikasının önemli amaçlarından biri haline getirmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2003, 69).

Dış ödemeler dengesi, ülkelerin belirli bir dönem zarfındaki dış ekonomik ve mali faaliyetlerini gösterir. Ülkelerin mal ticareti, hizmet faaliyetleri ve sermaye hareketleri sonucunda dış ekonomiden elde ettiği kazançlar ile dış ekonomiye yaptığı ödemelerin denk olup olmadığını göstermektedir. Dış ödemeler bilançosundaki denge veya dengesizlik o ülke için uluslararası ticarete ödeme kapasitesi hakkında bilgi vermektedir. Dış ödemeler dengesi hükümet ve para otoritelerince yürütülen ekonomi politikalarının sonucunu gösterdiği için politika uygulayıcılarının başarılı olup olmadıklarının da bir göstergesi olarak görülebilmektedir. Ödemeler bilançosu, belirli bir dönem zarfında (genellikle 1 yıl) bir ekonomide yerleşik kişilerin (merkezi hükümet, bankalar, gerçek kişiler, tüzel kişi ve kuruluşlar gibi) diğer ekonomilerdeki yerleşik kişilerle yapmış oldukları tüm ekonomik faaliyetlerin kaydının tutulduğu istatistiki rapor olarak adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2013, 327-329).

Ödemeler dengesi, mal ve hizmet ticareti ile finansal işlemler gibi hesap gruplarından oluşmaktadır. Mal ticaretleri, ihracat ve ithalat dengesiyle ilgiliyken finansal işlemler, söz konusu ülke ile diğer ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin yön ve şekliyle ilgilidir. Bilançonun aktifinde dış ülkelere elde edilen gelir, pasifinde ise diğer ülkelere yapılan ödemeler yer alır. Ödemeler bilançosu, reel göstergeler kadar parasal göstergelerden de etkilenmektedir. Reel göstergeler ekonomik faaliyet sonucundaki gelir değişimlerini ifade ederken parasal göstergeler ise faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon oranındaki değişiklikleri ifade etmektedir. Döviz kuru, ödemeler bilançosunun değişmesine şekil ve yön veren en önemli faktördür. Ayrıca fiyat düzeyi ve faiz oranı değişimleri de doğrudan ve dolaylı şekilde döviz kurunu ve ödemeler bilançosunu etkilemektedir (Ekren, 2002, 1).

Ödemeler bilançosunda dengenin sağlanmasında uygulanan döviz kuru sisteminin de önemli yeri vardır. Eğer sabit döviz kuru sistemi uygulanıyor ve para politikası ödemeler bilançosu dengesini sağlayabiliyorsa sorun yoktur. Esnek döviz kuru uygulandığında yabancı paraların fiyatı dalgalanmaya bırakılır. Yabancı paraların fiyatlarındaki değişimlerle ödemeler dengesi sağlanmaya çalışılır. Esnek

kur politikasının uygulandığı ve tam sermaye hareketliliğinin olduğu ekonomide para politikası milli gelirin artmasına ve döviz kurlarının yükselmesine sebep olmaktadır. Bu koşullarda uygulanan para politikasının dış denge üzerinde etkin olduğu söylenebilir (Özdemir, 2010, 9).

Dış dengeyi sağlamak amacıyla kullanılan para politikası iç denge üzerinde bozucu etkilere neden olabilmektedir. Ödemeler dengesinin açık vermesi durumunda merkez bankasının kurlarda istikrarı sağlamak için piyasaya döviz satması sonucunda para stokundaki azalmaya bağlı olarak üretim kapasitesinde ve istihdam düzeyinde bir düşüş meydana gelebilir. Ödemeler bilançosunun fazla verdiği bir ortamda merkez bankası, döviz talebindeki azalmaya bağlı olarak kurlarda istikrarı sağlamak için piyasadan döviz talep edecektir. Bunun sonucunda para stokundaki artış ekonomiyi enflasyon olgusuyla karşı karşıya getirecektir. Bu nedenle para otoriteleri birincil amaçlarını açıkça belirleyerek diğer amaçlarından taviz vermek zorunda kalacaklardır. Ödemeler dengesi bilançolarında açık veren ülkeler genellikle açığı kapatmak için para politikasını kullanırlar. Daraltıcı bir para politikası ödemeler dengesi açığını üç şekilde azaltabilir. Uygulanan daraltıcı para politikası sonucunda ilk olarak, para arzındaki azalış ile birlikte faiz oranları yükselecek buna bağlı olarak da yatırım harcamaları ve gelirler azalacaktır. Daralma sonucu toplam talepte meydana gelen azalış ithal mallarına olan talebide azaltacaktır. İkinci olarak, iç talepteki azalmaya bağlı olarak yurtiçi fiyatların düşmesi ile göreceli olarak fiyatı artan ithal mallarına olan talep azalırken ödemeler dengesinde açık bulunan ülkenin mallarına olan talep dış dünyaya daha cazip gelecektir. Üçüncü olarak ise ödemeler dengesinde açık olan ülkelerde faiz oranları yüksek olduğunda hem ülke vatandaşları hemde yabancılar borçlanmak istemeyecek ve faiz oranlarının düşük olduğu ülkelere borçlanmak isteyeceklerdir. Yatırım yapmak isteyen yerli ve yabancı yatırımcılar ise faiz oranlarının yüksek olduğu ödemeler dengesi açığı olan ülkelere yöneleceklerdir. Sonuç olarak uygulanan daraltıcı politika ile ödemeler bilançosunda denge sağlanabilecektir. Ödemeler bilançosunda dengenin sağlanması, milli gelir, enflasyon oranı, istihdam, döviz kurları, kalkınma hızı, ücret artışları, gelir dağılımı ve dış borçlar gibi temel ekonomik değişkenlerle yakından ilgilidir. Bu nedenle ödemeler bilançosu dengesindeki bir açık veya fazla ülke ekonomisi üzerinde oldukça etkilidir (Gadirli, 2009, 8-9).

Küreselleşmeye bağlı olarak uluslararası ticaretin tüm dünyada öneminin artmasıyla birlikte döviz piyasalarında istikrarın sağlanması para politikasının önemli amaçlarından biri haline gelmiştir. Ülke parasının değerinin aşırı artması ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünü azaltmakta, aşırı düşüş göstermesi ise enflasyonu olumsuz etkilemektedir. Döviz kurunun sürekli değişen bir seyir takip etmesi kurların ileriki dönemde alacağı değerin tahminini zorlaştırarak belirsizlik ortamı oluşturmaktadır. Belirsizlik ortamı yerli ve yabancı yatırımcıların kararlarını etkilerken ithalat ve ihracat sektörlerinde faaliyette bulunan firmaların iş hacimlerinde bir daralamaya neden olabilmektedir. Döviz piyasalarındaki istikrarsızlık finansal piyasalarda etkileyerek krizlerin oluşmasına neden olabilmektedir. Bu nedenlerden dolayı döviz piyasalarında istikrarın sağlanması para politikasının önemli amaçları arasında yer almaktadır. Bu amaca ulaşmak için merkez bankaları gerekli gördüklerinde doğrudan müdahaleler yoluyla veya döviz alım ve satım ihaleleri açarak döviz piyasasında arz-talep dengesini sağlamaya çalışmaktadır (Karaca, 2010, 14-15).

2. 1. 1. 1. 5. Finansal Piyasalarda İstikrar

Son zamanlarda global ekonomide meydana gelen gelişmelere bağlı olarak, finansal istikrarın makroekonomik istikrar için bir ön koşul olduğu ve merkez bankalarının finansal sistemde oluşan risklere karşı tedbir alması gerektiği görüşü global ekonomi gündeminde yerini almıştır. Finansal istikrar, para politikasının etkinliğini önemli ölçüde artırmakta, finansal istikrarın sağlanamaması ise ülkelerin mali, siyasi ve sosyal yapılarında bozulmalara neden olmaktadır. Bu nedenle merkez bankaları finansal sistemde istikrarı sağlamayı ilke edinmişlerdir (TCMB, 2015b). Merkez Bankası Kanunu'na göre Bankanın temel görevlerinden biri “finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak” tır. Bankanın finansal istikrarla ilgili diğer görevlerindeki şu şekilde sıralayabiliriz: Finansal sistemler ile ilgili konularda hükümete görüş bildirmek, mali piyasaları takip etmek, bankaca uygun görülecek banka dışı mali kurumların ve bankaların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispoñibilite ile ilgili şartları belirlemek, bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemek, ödeme ve mutabakat sistemlerini kurmak, işletmek ve denetlemektir (TCMB, 2015c).

Finansal istikrar, finansal sistemin ekonomik performansının önündeki engelleri kaldırarak performansı sağlama yeteneği ve beklenmeyen olaylar sonucunda meydana gelen mali sorunlarla mücadele edebilme gücüdür (Schinasi, 2004, 8). Finansal istikrar kurumlarda, piyasalarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı yani şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Finansal sistemdeki istikrar kaynak dağılımında etkinliği sağlayarak üretken yatırım alanlarına doğru kaynakların aktarılmasına yardımcı olduğundan önemlidir. Tam tersine finansal istikrarsızlık ise ekonomide krizlerin yaşanmasına neden olmakta ve ekonominin mali yapısını bozarak tehlike oluşturmaktadır (Doğru, 2012, 34).

Finansal istikrarın sağlanması birbirleriyle ilişkisi olan finansal istikrarın temel ögelerini teşkil eden kurumlardaki, piyasalardaki ve ödeme sistemlerindeki istikrara bağlıdır. Finansal kurumların istikrarlı olması, bu kurumların güçlü olmaları, ihtiyaç duyulan zamanlarda yeterli sermayeye sahip olmaları, faaliyette bulunmak ve volatiliteye dayanabilmek için yeterli likiditeye sahip olmaları anlamına gelmektedir. Piyasaların istikrarı, katılımcıların belirli fiyatlar ile faaliyetlerini güvenle yapmalarını ifade eder. Fiyatlardaki değişkenlik ve yüksek enflasyon uzun süreli sözleşme yapma olanağını zayıflatır. Diğer bir ifade ile istikrarlı fiyatlar borç sözleşmelerinin uzun süreli yapılmasıyla finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Finansal istikrar, finansal piyasanın kaynaklarını dağıtma, tasarrufun devam ettirilmesi, riski yayma, büyümeyi ve gelişmeyi kolaylaştırmasının yanında, mali yapı içerisinde ödeme sistemlerinin kolayca yapılmasını da içermektedir. Para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki enflasyondaki hızlı değişimler, sıkı para politikası uygulamasının neden olduğu düşük enflasyon, kısa süreli faizlerin para politikası aracı olarak kullanılmasının finansal piyasalara etkisi ile açıklanabilir. Para politikasının yanlış uygulanmasına bağlı olarak yüksek enflasyonun mevcut olduğu bir ekonomide borç verenlerin reel gelirinde azalma görülürken borç alanların ise reel gelirinde artış görülmektedir. Gelirin tekrardan dağılımı anlamına gelen bu durumun meydana gelmesi sonucunda iflaslarda artış ve bankacılık sisteminde kredi kanalında bozulmalar gözlemlenebilmektedir. Daraltıcı para politikası uygulamaları sonucu oluşan düşük enflasyon ortamında kişilerin ve kurumların nakit para talebinde artış olacak ve bu artış finansal istikrar açısından bir problem teşkil edecektir. Nakit para talebine olan artış banka sistemindeki mevduatın azalmasına ve buna bağlı olarak bankacılık sektöründe gelirlerin azalmasına neden olacaktır.

Bankacılık sektöründe gelirlerin azalması bütçelerinde açık veren bankaların iflas etmesine yol açabilecektir (Göklemmez, 2011, 26-27).

Merkez bankaları finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına yardımcı olmalıdırlar. Bu anlamda yüklenecekleri sorumlulukların başında finansal şokların ortaya çıkmasını engellemeye çalışmak gelmektedir. Nakit dar boğazlığı sorunlarının giderilmesine yönelik olarak son kredi mercii olma işlevinin gerektiğinde devreye sokulması, finansal şokların önlenmesi açısından önemlidir. Merkez bankalarının son kredi mercii olma işlevinin devreye sokulmasında, banka fonları ve plasmanlarının vadesi önemli rol oynamaktadır. Bankacılık sektöründe fonların büyük bir miktarı vadesiz ve ticaret mevduatlarından oluşurken; plasmanların uzun vadeli kredilere ve kamusal borçlanma senetlerine yönlendirilmesi söz konusu olduğunda finansal kriz belirtilerinin görülmesi ile birlikte çok ciddi problemler ortaya çıkabilir. Kısa vadeli fonlara ve uzun vadeli plasmanlara sahip bankacılık sektörü, mudilerin nakit taleplerini ihtiyaç anında karşılayamayabilir. Ekonominin genelinde artan nakit talepleri ciddi finansal krizlerin başlamasına ya da yavaş yavaş hissedilmeye başlayan krizlerin derinleşmesine neden olabilir. Bu nedenle son kredi mercii merkez bankaları nakit dar boğazlığının yaşandığı zamanlarda nakit sıkışıklığının giderilmesi ve krizlerin derinleşmemesi için finans piyasalarına müdahale ederler (Orhan ve Erdoğan, 2003, 68-69).

2. 1. 1. 1. 6. Faiz Oranlarında İstikrar

Para politikasının amaçlarından biride faiz oranlarındaki dalgalanmaları önlemek başka bir ifadeyle faiz oranlarında istikrarı sağlamaktır. Faiz oranlarındaki istikrarsız seyir ekonomide belirsizlik ortamı oluşturmaktadır. Belirsizlik ortamının varlığı da gelecekle ilgili planların yapılmasını güçleştirmektedir. Faiz oranlarındaki dalgalanma ve belirsizlik ortamı iktisadi karar vericilerin üretim, tüketim ve yatırım konularındaki kararlarını etkileyecektir.

Faiz oranlarının yükselmesi ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim için kredi kullanma arzusunu azaltacak, hanehalkının tüketim yerine tasarrufa yönelmesine sebep olacaktır. Ayrıca, faiz oranlarının yükselmesi sonucu bankalara kredi borcu olan kişilerin borçlarını ödememe riskinin oluşması bankaların kredi kullandırma arzularını azaltacak böylelikle kredi arzı düşmüş olacaktır (F. Çavuşoğlu, 2010, 6). Faiz oranlarının düşmesi, hane halklarının tüketiminin artmasına, yatırımların

finansman maliyetinin düşmesi sebebiyle firmaların yatırım malları talebinin artmasına neden olacaktır. Tüketim ve yatırım mali talebinin artması ekonomide toplam talebi arttırarak üretim miktarını attıracaktır. Dolayısıyla, faiz oranı kanalıyla standart aktarım mekanizmasında para arzı artışları ekonomik genişleme yaratırken, parasal bir daralma ekonomik faaliyetlerde de paralel bir daralmaya yol açmaktadır (Önder, 2005, 27).

Faiz oranlarındaki büyük dalgalanmalar, borçlu-alacaklı ilişkisini bozmakta, geleceğe yönelik verimlilik hesaplarının yapılmasını güçleştirmektedir. Ekonomik hayatta faiz gerek bireyler gerekse firmalar için maliyet unsurudur. Faiz oranlarındaki istikrarsız seyir, ekonomide spekülâtif güdüler ile para kazanmak isteyen kişiler için fırsat olarak değerlendirilir. Beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında çok büyük farklar çıktığında duruma göre mali araçlar ya çok büyük karlar elde etmekte ya da büyük zararlara uğramaktadırlar. Bu nedenle merkez bankaları faiz düzeyindeki aşırı dalgalanmalara son derece duyarlıdırlar. Para otoriteleri uyguladıkları para politikalarıyla faiz oranlarındaki dalgalanmayı önleyerek veya en azından belirli sınırlar içinde dalgalanmasını sağlayarak ekonomide sağlıklı bir yatırım ve tasarruf ortamının oluşmasını sağlamaya çalışmaktadırlar (Paya, 2013, 170).

2. 1. 1. 2. Para Politikasının Araçları

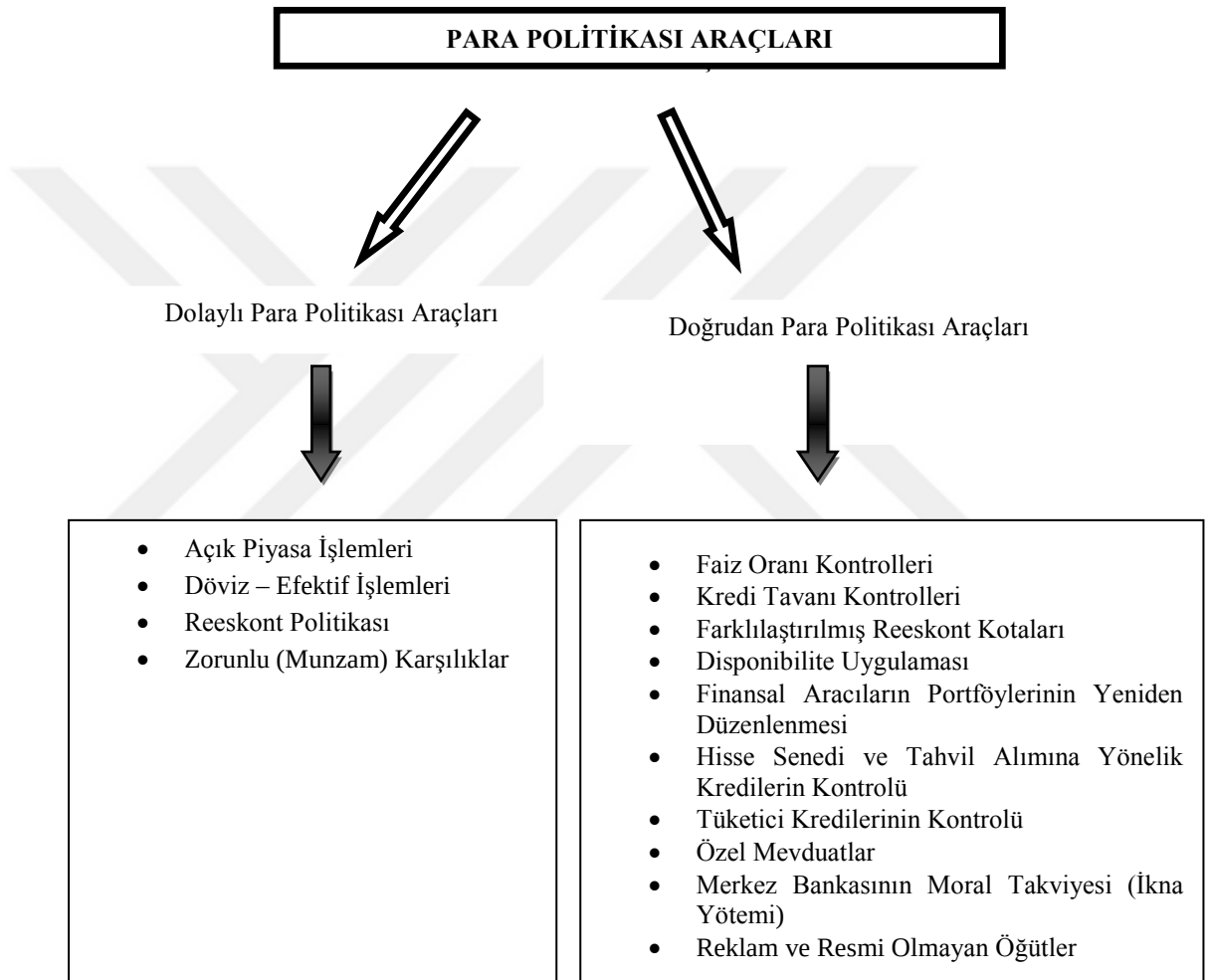
T.C. Merkez Bankası'nın görevleri arasında 1211 sayılı kanunda ifade edildiği gibi büyüme ve istihdam arttırıcı, ödemeler bilançosu dengesini ve fiyat istikrarını sağlayıcı para politikalarını uygulamak yer alır. Bu para politikalarının uygulanabilmesi için de para politikası araçlarından yararlanılır. Ancak uygulanacak olan politikalar bu politikaların uygulama yöntemleri her döneme ve her ülkeye göre farklılıklar gösterir (Özdemir, 2010, 10).

Para otoritelerinin davranışlarının ve politika uygulamalarının para arzı, faiz oranları, döviz kurları, krediler gibi değişkenler üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır (Çoban ve Şahin, 2011, 336).

Para politikası araçları, dolaylı ve doğrudan para politikası araçları olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir (Önder, 2005, 55). Literatürde sıkça kullanılan dolaylı para politikası araçları; açık piyasa işlemleri, döviz-efektif

işlemleri, reeskont politikası ve zorunlu karşılıklar olurken doğrudan para politikası araçları ise; faiz oranı kontrolleri, kredi tavanı kontrolleri, farklılaştırılmış reeskont kotaları, disponibilite uygulaması, finansal araçların portföylerinin yeniden düzenlenmesi, hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü, tüketici kredilerinin kontrolü, özel mevduatlar, merkez bankasının moral takviyesi (ikna yöntemi), reklam ve resmi olmayan öğütlerdir.

Şekil 1. Para Politikası Araçları



2. 1. 1. 2. 1. Dolaylı Para Politikası Araçları

1970’li yılların sonunda finansal liberalizasyon uygulamalarının genel kabul görmesi ve ekonomik büyümenin bu şekilde daha hızlı sağlanacağı görüşünün kabul edilmesi ülkeleri para politikası uygulamalarında değişikliğe yöneltmiştir. 1980 yılı sonrasında finansal piyasalara doğrudan müdahalede bulunan para politikası araçlarının yerini, dolaylı para politikası araçları almıştır (B. Aslan, 2008, 49).

Dolaylı para politikası araçlarının amacı finansal aracılığı etkinleştirmek ve ekonomide kaynakların etkin dağılımını sağlamak olmuştur (Özdemir, 2010, 10).

Dolaylı para politikası araçları, piyasadaki arz ve talep koşullarından etkilenecek yürütülen ve etkin parasal kontrol sistemi için uygulanan araçlardır (Kapız, 2010, 25). Dolaylı para politikası araçları, merkez bankalarının piyasalarda aracı rolünde bulunarak işlem yapmasına imkan veren ve sorumluluğu piyasaya bırakan araçlardır. Bir ülkede bu araçların merkez bankasıyla etkin bir şekilde uygulanabilmesi için gelişmiş bir finansal piyasanın olması, sürdürülebilir bir mali disiplin anlayışının benimsenmiş olması, ekonomik istikrarın sağlanmış olması, kırılgan bir siyasi yapının olmaması gibi unsurların bulunması gerekir. Bu şekildeki bir ekonomik ortamın oluşması halinde dolaylı para politikasının bazı avantajları ortaya çıkmaktadır. Bu avantajları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Gaygılı, 2007, 90):

- Mali aracılık hizmetlerinin aktif bir şekilde uygulanabilmesini sağlar.
- Para politikasının esnek bir şekilde uygulanmasına yardımcı olur.
- Finansal piyasaların gelişiminde önemli rol oynar.
- Siyasi baskıların azaltılmasında katkıda bulunur.
- Finansal tasarruflardaki artışa bağlı olarak yatırımların etkin bir şekilde yapılmasını sağlar.
- Merkez bankasının parasal tabanı daha kolay kontrol etmesine yardımcı olur.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları para politikalarını en iyi şekilde yürütmek amacıyla dolaylı para politikası araçlarının bir karışımını kullanmaktadırlar (Gül, 2006, 35). Merkez bankalarının yalnızca bir tane dolaylı para politikasına bağlı kalmasını beklemek doğru olmaz. Çünkü dolaylı para politikaları daha esnek ve piyasa koşullarına uyum sağlayan bir rol üstlenmektedir. Açık piyasa işlemleri, reeskont işlemleri, döviz efektif işlemleri ve zorunlu karşılıklar gibi para politikaları mali yılın her döneminde kullanılarak piyasa canlı tutulabilmektedir (Sezer, 2013, 58).

2. 1. 1. 2. 1. 1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemlerinin (APİ) tüm dünya ekonomilerinde para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanması 1920'lere dayanmaktadır. 1920'li yıllarda Amerika'da kamu kesimine fon sağlamak amacıyla gerçekleştirilen bono ve tahvil satışlarının ekonomideki para miktarı üzerinde etkili bir araç olduğu anlaşıncı, uygulamadaki reeskont politikaları ikinci plana itilerek APİ bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır (Paya, 2013, 182). APİ, Türkiye'de 1987'den sonra uygulanmaya başlayan bir para politikası aracıdır (İ. Demirhan, 2007, 18).

APİ, finansal enstrümanların açık piyasada merkez bankası aracılığıyla ya birincil piyasada ya da ikincil piyasada alım ve satım işlemleri sonucunda ülkenin para arzını kontrol etme işlemi olarak ifade edilebilir (Özdemir, 2010, 11).

Açık piyasa işlemleri defansif (savunmaya yönelik) ve ofansif (dinamik) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Defansif APİ, bankaların rezervlerini belirli bir düzeyde tutmaya yönelik yapılan faaliyetleri kapsamaktadır. Ekonomide beklenen veya beklenmeyen etkilere dayalı olarak toplam rezerv düzeyinde ya da para miktarında geçici değişimlerin görülmesi olasıdır. Defansif APİ ile bu tür sapmalar giderilmeye çalışılmaktadır. Dinamik APİ ise piyasadaki para miktarında değişimlere yol açarak mevduat kurumlarının toplam rezerv düzeylerini etkilemeye yönelik işlemlerdir (Orhan ve Erdoğan, 2003, 72).

APİ, merkez bankalarının en çok başvurduğu para politikası aracı olup kısa vadede etkili sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankasının piyasaya bono ve tahvil sürmesi merkez bankasının parasal tabanında artışa yol açarken, diğer bankaların rezervlerini azalttığından, ekonomide daraltıcı etki ortaya çıkarmaktadır. Diğer yandan bono ve tahvillerin merkez bankası tarafından satın alınması demek piyasaya para sürülmesi ve ekonominin genişlemesi anlamına gelmektedir. Bunun sonucunda merkez bankasının rezervleri azalırken diğer banka rezervlerinde ise artış meydana gelmektedir (Doğru, 2012, 55).

APİ, tahvil fiyatlarına ve buna bağlı olarak da faiz hadlerine etkide bulunur. Merkez bankalarının açık piyasada tahvil satın almaları ekonomideki para arzını arttırırken faiz haddini düşürür. Merkez bankası piyasadan tahvil satın aldığı anda tahvil fiyatları yükselme eğilimi gösterir. Tahvillerin getirisi sabit olduğundan dolayı tahvil fiyatlarının yükselmesi, faiz hadlerinin düşmesine yol açar. Faiz hadlerinin

düşmesi yatırımlar üzerinde olumlu etki oluşturur (Dinler, 2006, 446). Bunun yanında faiz hadlerinin düşmesi ve tüketimin artması, halkın likidite eğilimini kısacak, iş hacmini arttıracak ve gelir düzeyini yükseltecektir. Diğer yandan merkez bankalarının tahvil satmaları halinde ise piyasadaki para miktarındaki azalmaya bağlı olarak faiz hadleri yükselecektir (M. Güngör, 2009, 8).

Bir ülke ekonomisinde açık piyasa işlemlerinin daha etkili bir şekilde uygulanabilmesi için bazı koşulların gerçekleştirilmiş olması gerekmektedir. Bu koşullar; ülkenin yeterli seviyede kaynaklara sahip olması, ülkede gelişmiş bir sermaye ve para piyasasının bulunması, bu piyasalarda yeterli düzeyde finansal varlığın serbestçe alınıp satılabilmesi şeklinde sıralanmaktadır (Gadirli, 2009, 14).

API'nin sahip olduğu avantajları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Onaran, 1995, 77):

- API, merkez bankasının denetimindedir. Merkez bankası, piyasadaki işlem hacminin tamamını API ile kontrol etmektedir.
- API, esnek bir özelliğe sahip olması nedeniyle merkez bankası işlem hacmini dilediği şekilde ayarlayabilmektedir.
- API'de sonuç hemen kendini gösterdiğinden dolayı ortaya çıkan hatalardan geri dönülebilir. Örneğin; API'de aşırı derecede alım yapılması para arzı şişkinliğine yol açıyorsa hemen satım işlemleri gerçekleştirilerek bu sorun giderilebilir.
- API, kolaylıkla uygulanabilen ve bürokrasi gerektirmeyen işlemlerdir.

API'nin dezavantajı ise API'nin gerçekleşmesi sonucunda ilk etkinin ülkede sermaye piyasasının yoğun olduğu bölgelerde görülmesi ve bu ilk etkinin ülkenin tamamına yayılmasının zaman alacak olmasıdır (Gül, 2006, 36).

API, gelişmiş ülkelerde para politikası araçlarının en başında gelmektedir. API çok esnek bir para politikası aracı olması ve katılım için bir zorunluluk hali olmaması isteğe bağlı yönüyle diğer para politikası araçlarından ayrılmaktadır. API istenilen miktarda ve sıklıkta kullanılabilen ve bu yolla da kısa vadeli faizlerde ya da parasal tabanda istikrar sağlamayı hedefleyen çok avantajlı bir tekniktir. API bankalar üzerine vergi yükü oluşturmadığı gibi finansal piyasalarda rekabetin arttırılması ve oluşturulması için çok daha uygun bir yöntemdir (Issı, 2009, 19).

Merkez bankası, para politikasının amaçları doğrultusunda para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi için Türk Lirası karşılığında menkul kıymetlerin kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satımı, geri satım vaadi ile alımı ve Türk Lirası depo alınması ve verilmesi gibi açık piyasa işlemlerini yapabilmekte ve bu işlemlere aracılık edebilmektedir (TCMB, 2015d).

API; depo, repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım, merkez bankası likidite senedi ihraçları şeklinde çeşitlere ayrılmaktadır (TCMB, 2015e).

Depo: Merkez bankaları genellikle para piyasası gecelik vade faiz oranlarının belirli bir aralıkta dalgalanmasını amaçlamaktadırlar. Bu doğrultuda merkez bankaları, gecelik vadede para piyasasında faizlerin üst sınıra çıktığı dönemlerde API çerçevesinde bankalara teminat karşılığında likidite verirler. Faizlerin düştüğü dönemlerde ise bankalardan mevduat olarak faizlerdeki aşırı dalgalanmaları önlemeye çalışmaktadırlar. Mevduat alım satımı şeklinde işleyen bu süreç depo işlemi olarak adlandırılmaktadır (Önder, 2005, 72).

Repo (Geri Satım Vaadiyle Alım): Genel olarak repo işlemi, borç verilen para karşılığında vade sonunda anaparanın ve faizin alınması olarak ifade edilse de, aslında repo, sermaye piyasası araçlarının belli bir vadede geri alma taahhüdüyle satımıdır. Ülkemizde repo işlemleri, hazine bonosu ve devlet tahvilleri ile özel sektör borçlanma senetleri üzerinden yapılmaktadır. Getirisi sabitlenmiş olan repo işlemleri para piyasalarındaki en likit yatırım araçlarındandır (Budak ve Fıkırkoca, 2011, 10).

Repo işlemi, piyasada geçici likidite sıkışıklığı olduğu dönemlerde bu sıkışıklığın giderilmesi amacıyla Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) belirli bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden yeniden geri satılmak üzere TCMB’ce bankalardan satın alınması işlemini ifade etmektedir (Parasız, 1999, 70). Bu işlemde, Merkez bankası API uygulamaya yetkili kuruluşlardan, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet satın alır. Geri satım fiyatı, alış işleminin valör tarihinde belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde repo işlemine konu olan kıymeti satın almayı taahhüt eder (Aygün, 2011, 36).

Ters Repo (Geri Alım Vaadiyle Satım): Piyasada geçici likidite bolluğunun yaşandığı dönemlerde örneğin; zorunlu döviz devirlerinin yoğunlaştığı günler, bankalararası para piyasası dönüşlerinin yüksek olduğu günler, DİBS itfa günleri ve

TCMB'nin döviz alım müdahaleleri gibi, TCMB portföyünde likidite düzeyinin normale döndüğü tarihlerde tekrar belli bir fiyattan geri almak üzere menkul değer satılması işlemidir (Parasız, 2012, 80). Kısacası, menkul kıymetlerin ileride belirlenen bir tarihte belirli bir fiyattan geri satın almak taahhüdüyle satışının yapılmasını ifade etmektedir (Öztürk, 2011, 21).

Doğrudan Alım: Çoğunlukla piyasada likidite sıkışıklığının kalıcı olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Doğrudan alım işlemleri, merkez bankası tarafından dolaşımdaki kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe açık piyasa işlemi uygulamaya yetkili kuruluşlardan satın alınması olarak ifade edilmektedir (TCMB, 2015e). Piyasada kalıcı bir likidite sıkışıklığı varsa, piyasaya kalıcı olarak likidite verilir (Şahin, 2011, 36).

Doğrudan Satım: Çoğunlukla piyasada likidite fazlasının kalıcı olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Doğrudan satım işlemleri, merkez bankası tarafından açık piyasa işlemleri portföyünde bulunan kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden, işlem valöründe açık piyasa işlemleri uygulamaya yetkili kuruluşlara satılması olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2015e).

Piyasada kalıcı likidite fazlası varsa kalıcı olarak çekilir (Şahin, 2011, 36). Merkez bankası, piyasadaki likiditenin sürekli olarak fazla olacağına inanıyorsa, söz konusu fazla likiditeyi çekmek için, API portföyündeki kıymetleri bankalara/aracı kurumlara satar ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devrederler. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azaltılır (Önder, 2005, 70).

Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları: Merkez bankaları, piyasada oluşan likidite fazlasını kendi ihraç edecekleri kısa vadeli “likidite senetleri” ile de çekebilmektedir. Likidite senetleri açık piyasa işlemlerinin etkinliğini arttırmak amacıyla kullanılan bir para politikası aracıdır. 91 günü aşmayan vadelerde ve iskontolu olarak ihraç edilmektedir (Sözer, 2013, 6).

Likidite senedi ihraçları, para politikasının daha etkin uygulanması için piyasadaki fazla likiditenin eritilmesine yönelik olarak kullanılan bir araçtır. Merkez Bankası, Kanunu'nun 52. maddesine göre, “kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü geçmeyen likidite senetleri ihraç edebilir”. İkincil piyasalarda da alınıp satılabilen likidite senetleri merkez bankası tarafından erken itfa edilebilmektedir. Likidite

senetlerinin ihraç edilmesi işlemi açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılmasının gerekli olduğu dönemelerde yapıldığı için alternatif bir yatırım aracı olarak görülmemelidir (TCMB, 2015e).

API, repo ya da ters repo şeklinde geçici bir müdahale olabileceği gibi, doğrudan alım veya satım araçları kullanılarak kalıcı bir müdahale şeklinde de olabilir. Eğer merkez bankası piyasadaki dengesizliğin geçici olduğunu düşünüyorsa müdahalesi de geçici bir özelliğe sahip olacaktır (Issı, 2009, 19).

2. 1. 1. 2. 1. 2. Döviz – Efektif İşlemleri

Merkez bankaları tarafından tam dalgalı kur politikasının uygulanmadığı piyasalarda kur politikaları döviz ve efektif alış ve satışları ile gerçekleştirilir. Merkez bankasının döviz ve efektif alım ve satımlarının kurlar üzerinde etkisi görüldüğü gibi piyasadaki ulusal para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi görülmektedir (Akbaş, 2007, 46).

Merkez bankası döviz satım işlemi yaparak piyasaya döviz enjekte ederken piyasadan yerli para likiditesini çeker ya da tam tersi durumda döviz alım işlemi yaparak piyasaya yerli para enjekte ederken piyasadan döviz çeker. Merkez bankası döviz satım işlemi ile döviz likiditesini arttırırken ulusal para likiditesini azaltmaktadır. Tersisi durumunda ise döviz alım işlemiyle döviz likiditesini azaltırken ulusal para likiditesini arttırmaktadır (Sözer, 2013, 37).

Merkez bankaları döviz ve efektif alış-satışlarını asıl olarak piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar. Bundan dolayı, likidite üzerinde etkileri görülmesine rağmen, çoğu kez döviz ve efektif alış-satışları standart para politikası araçları arasında sayılmaz (Önder, 2005, 80).

2. 1. 1. 2. 1. 3. Reeskont Politikası

TCMB, İkinci Dünya Savaşı'ndan günümüze reeskont uygulamasıyla orta ve uzun vadeli kredi imkanı sağlayarak kalkınma için gerekli fon ihtiyacının tedarik edilmesinde önemli bir görev üstlenmiştir. Fakat 1989 yılı sonundan itibaren TCMB'nin reeskont uygulamaları ile orta ve uzun vadeli kredi açması işlemine son verilmiştir. Reeskont aracı, sadece para politikasının uygulanabilmesi için

TCMB'nin kısa vadeli senetleri reeskont karşılığı kredi verdiği bir sistem haline dönüşmüştür (Keyder ve Ertunga, 2012, 88).

Merkez bankalarının diğer bankalara ödünç para verme işlemlerinde uyguladığı faiz oranına reeskont oranı denir. Bankaların ellerindeki ticari senetleri merkez bankasına getirmeleri ve karşılığında merkez bankası tarafından kısa vadeli kaynak gereksinimini gidermeleri şeklinde reeskont politikası işlemi gerçekleşmektedir. Bankalar bu yolla ellerinde bulunan ticari senetleri, vadelerinden önce merkez bankasına kırdırarak fon ihtiyaçlarını tedarik ederler (Aydöner, 2008, 20).

Bankalar ellerindeki vadeleri dolmamış ticari senetleri merkez bankasına kırdırarak rezervlerini çoğaltma olanağına sahip olduklarından dolayı merkez bankası reeskont faizlerinde değişikliğe giderek bankaların rezervlerini ve kaydi para yaratma olanaklarını sınırlandırabilmekte veya bankaların rezervlerini arttırmasına ve kaydi para yaratmasına imkan tanıyabilmektedir. Merkez bankası reeskont faiz oranlarını düşürme politikası izlerse, ödünç alma işleminin maliyeti azalacağından bankaların reeskonta getirecekleri ticari senet miktarında artış olurken bankaların rezervleri artacak buna bağlı olarak bankaların kredi verme ve kaydi para yaratma imkanları artacaktır. Merkez bankasının reeskont faiz oranlarını yükseltme politikası izlemesi halinde ise ödünç alma işleminin maliyetleri artacağından bankaların reeskonta getirecekleri ticari senet miktarında azalma görülecek ve rezervlerini arttırma olanaklarının azalmasına bağlı olarak kaydi para yaratma olanakları azalacaktır. Bankaların rezervlerine gerekli fonun sağlanamaması durumunda bankaların vereceği kredi faiz oranlarında yükselme olacak bu da kredi talebinin azalmasına neden olacaktır (B. Aslan, 2008, 56-57).

Merkez bankaları, ekonomideki enflasyonist veya deflasyonist eğilimler karşısında reeskont oranlarını düzenleyerek ekonomiye müdahalede bulunur. Reeskont oranlarını azaltarak ya da arttırarak faiz oranlarını ve para arzını etkilemeye çalışır. Merkez bankaları bankaların kredi hacmini ayarlamak için reeskont oranlarında değişikliğe gidebilmektedir (İ. Demirhan, 2007, 15). Reeskont politikasının enflasyonist dönemdeki etkinliği kısıtlıdır. Çünkü yüksek bir reeskont oranının uygulanması sonucu bankaların iskonto oranını arttırması, fiyatlar genel düzeyinin sürekli arttığı bir ekonomide müteşebbislerin banka kredilerine olan taleplerine yeteri kadar teşvik oluşturmayabilir. Ayrıca reeskont politikası belirli bir

zaman diliminden sonra etkisini gösterebilmektedir. Bundan dolayı reeskont politikalarının enflasyonist süreçte diğer para politikası araçlarıyla desteklenmesi gerekir (Dileyici, 2001, 39).

Reeskont işlemleri, reeskont kredileri ve avanslar olmak üzere genellikle iki şekilde gerçekleştirilir. Reeskont kredi işlemi, bankaların ellerinde bulunan vadesi dolmamış iskonto edilmiş ticari senetleri merkez bankasına getirerek iskonto ettirmesidir. Bu işlem gerçekleştirilirken merkez bankasının cari faiz oranları uygulanır. Diğer bir ifade ile kredi karşılığı olan faizler düşürüldükten sonra, geriye kalan meblağ ilgili bankaya ödenir. Avans işleminde ise iskonto işleminden önce belirli bir faiz karşılığında ilgili bankaya kredi sağlanır. Uygulamada maddi bir varlığın rehin ve ipoteği karşılığında verilen krediler avans sayılır (Gürsoy, 2013, 52).

Reeskont politikasının temel amacı, nakit ihtiyacı olan bankaların ihtiyaçlarını gidermek, bankalarda ortaya çıkabilecek nakit sıkışıklığının, bankanın mali yapısını bozmasını ve büyük finansal krizlere dönüşmesini önlemektir. Bununla birlikte, reeskont kredileri, selektif kredi mekanizmasının ve sübvansiyon mekanizmasının etkili bir aracı olarak da uygulanabilir. Hükümetler, bazı sektörleri canlandırmak bu sektörlerle yönelmeyi teşvik etmek için bankalara merkez bankası kaynaklarını düşük faizli olarak reeskont kredisi şeklinde kullanılabılır. Böylece rezervleri için gerekli kaynakları merkez bankasından düşük maliyetlerle temin eden bankalar, teşviki öngörülen sektörlerle düşük maliyetli kredi imkanı sağlayabilir ve bunun için ihtiyaç duyulan kaynağı yine düşük maliyetlerle merkez bankasından giderebilir (Paya, 2013, 184).

Merkez bankaları iki tür reeskont politikası uygulayabilmektedir. İlk uygulamada, son borç verme mercii fonksiyonu doğrultusunda hareket eden merkez bankası iskonto oranını piyasa faiz oranlarından yüksek bir düzeyde belirlerken ikinci uygulamada ise merkez bankası ilk borç verme fonksiyonu doğrultusunda hareket ederek iskonto oranını piyasa faiz oranlarından düşük bir düzeyde belirlemektedir. Az gelişmiş ülkelerin çoğunda merkez bankalarının ilk borç verme fonksiyonundan hareketle reeskont oranlarını belirlediği görülmektedir. Merkez bankası ilk borç verme fonksiyonu doğrultusunda hareket ederken para talebini doğrudan belirleme gücüne sahiptir. Mesela, merkez bankası reeskont oranını piyasa faiz oranının üzerinde bir seviyeye ulaştırdığında bankaların reeskonta olan

talebi de azalacaktır. Reeskont kredisindeki azalış, borçlanma maliyetini artırırken tahvil fiyatlarının düşmesine sebep olmaktadır. Tahvil fiyatlarının düşmesi sonucunda tahvil talebi artmakta ve para talebi azalmaktadır (Koçyiğit, 2009, 32-33).

Reeskont oranlarında yapılan değişikliklerin sıklaştırılması piyasadaki belirsizlikleri artıracaktır. Çünkü sık sık değişen oranlar geleceğe yönelik endişelerin, farklı beklentilerin oluşmasına ve spekülasyonların artmasına neden olacaktır. Reeskont oranındaki artış ve azalışlara bağlı olarak ortaya çıkan değişimler, piyasada borçlanma maliyetini etkileyerek maliyet etkisi, değişimin yönüne göre piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme veya reeskont kredisi talebinin artmasına sebep olarak ikame etkisi, değişikliğin para politikasında bir hareketliliğin oluşacağına dair bir uyarı olarak algılanmasıyla beyan etkisi, reeskont oranındaki değişmeden sonra para politikasında yapılan değişiklik ve bu değişikliğin algılanmasından dolayı politika etkisi yaratır (Gadirli, 2009, 15-16).

2. 1. 1. 2. 1. 4. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılık oranı, mevduat kabul eden finansal kuruluşların sahip oldukları mevduatlar karşılığında merkez bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları parasal tutarı ifade etmektedir. Zorunlu karşılık oranlarında yapılan bir değişiklik para arzını etkilediğinden zorunlu karşılık oranları merkez bankaları tarafından bir para politikası aracı olarak uygulanabilmektedir (Talışlı, 2012, 3). Zorunlu karşılıklar tarihsel süreçte uygulanma nedenleri zamana göre farklılık gösterebilir genel olarak ihtiyat, parasal kontrol ve likidite yönetimi olmak üzere üç amaç için kullanılmaktadır (Gray, 2011, 5).

- Zorunlu karşılıklar, likidite ve ödeme gücü risklerine karşı ihtiyati bir koruma sağlayabilmektedir.
- Zorunlu karşılıklar ile bankaların mevcut rezervleri, parasal büyüklükler ve mevduatlar ile faiz oranları etki altına alınarak parasal kontrol sağlanmaktadır.
- Zorunlu karşılıklar, likidite yönetiminde önemli rol oynayarak kısa vadeli faiz oranlarında istikrarın sağlanmasına yardımcı olmaktadır.

Zorunlu karşılık politikası bankaların mevduatlarında oluşacak ani ve aşırı çekilişleri önleyerek bir taraftan mudilerin sisteme olan güvenini arttırırken diğer

tafaftan para arzını kontrolde önemli bir araç olmuştur. Merkez bankası, zorunlu karşılık oranlarını değiştirek, bankaların mevcut rezervlerini etkileyebilmektedir. Bunun sonucunda bankaların kaydi para yaratma olanaklarının genişlemesine etki edebilmektedir. Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi sonucunda bankaların verecekleri kredi arzında azalmalar meydana gelecek, dolayısıyla para arzı daralacaktır. Zorunlu karşılık oranları arttırıldığında nakitleri olmayan bankalar portföylerindeki menkul kıymetleri satarak nakit ihtiyaçlarını karşılamak isteyeceklerdir. Bu durum menkul kıymet piyasasında arz-talep dengesini etkilerken, menkul kıymetlerin satımı faiz oranlarında dalgalanmaların yaşanmasına neden olabilmektedir. Zorunlu karşılıklar uygulaması sonucunda bankaların yükümlölüklerini yerine getirmek amacıyla sahip oldukları menkul kıymetleri satmaları fiyat etkisi, zorunlu karşılıkların faizsiz olması ve bankaların fonlama maliyetini arttırması ise maliyet etkisi yaratmaktadır (Akçay, 1998, 39-40).

Zorunlu karşılık oranlarında artış veya azalışlar yatırımlar üzerinde de etkisini göstermektedir. Örneğin; merkez bankaları karşılık oranlarını arttırarak para arzını azaltmakta bu da banka sisteminin kredi verme ve kaydi para yaratma imkanını yavaşlatmaktadır. Bunun sonucunda yatırım harcamaları azalacaktır. Zorunlu karşılık oranlarındaki bir azalış ise para arzını genişletecek ve bankaların kredi verme ve kaydi para yaratma imkanlarını çoğaltırken yatırım harcamalarıda artacaktır. Zorunlu karşılık oranlarındaki artışlar ekonomide daraltıcı etki gösterirken azalışlar ise genişletici etki göstermektedir (Serin, 1987, 21).

Zorunlu karşılıklar, kredi arzını belirlemede önemli rol oynamaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde bankalar verecekleri krediler için gerekli fon ihtiyaçlarını karşıladıklarından dolayı kredi arzında bir gevşeklik görülürken faiz oranlarındaki düşüşle birlikte kredi büyümesi hızlanacak bu durum makro finansal riskleri tetikleyecektir. Zorunlu karşılık oranlarının arttırılması ile kredi arzı sınırlanabilir ve risk ortamının oluşması engellenebilir. Sermaye girişlerinin aniden yavaşladığı ya da risk algısının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürölmesi kredilerde ani duruş riskini azaltabilecektir (Kara, 2012, 12).

Zorunlu karşılıklar; bankalara, mudilere veya kredi alanlara yüklenen bir vergi olarakda algılanmaktadır. Zorunlu karşılık uygulaması yapan ölkelerin çoğunda merkez bankası yatırılan zorunlu karşılıklar için faiz ödemesinde bulunmamaktadır. Bu durum bankaların merkez bankasına karşılıksız kredi veriyor şeklinde

yorumlanmasına neden olmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarındaki bir artış, bankaların kredi verme kapasitesini azaltacak ve para piyasasındaki aracılık hizmetlerini olumsuz etkileyecektir. Aracılık hizmetlerinin etkin bir şekilde yapılamaması bankaların karlılığını azaltabilecektir (Barışık ve Çetintaş, 2008, 118). Zorunlu karşılık oranı bir vergi olarak algılandığına göre, bu verginin kime yansıtılacağı talep ve arz esnekliği ile piyasa gücü koşullarına göre belirlenmekte ve bu vergi üç farklı şekilde yansıtılmaktadır (Türker, 2001, 5; Hein ve Stewart, 2002, 44).

- Vergi, mudilere yansıtılırsa, bankalar mudileri kaybetmemek için daha yüksek mevduat faizleri ödeyebilirler.
- Vergi, bankadan kredi alanlara yansıtılırsa, bankalar kredi sağlamada sorun yaşamaz ve kredi maliyetlerinin azalması kredi faizlerinin düşmesine neden olur.
- Banka fonlarında artış sağlayarak piyasada banka karlarında bir artış olacağı algısı oluşmaktadır. Karlılığın artacağına dair oluşan beklentilerle birlikte ekonomik birimlerin banka hisse senetlerine talebi artacaktır. Talep artışına bağlı olarak banka hisse senedi fiyatlarında da bir artış görülecektir. Bunun sonucunda banka hissedarları karlı çıkacaktır.

Zorunlu karşılıklar uygulandığı ülkelerde farklı amaç ve koşullarda kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir (Meulendyke, 1992, 26-29).

- Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması: Bankalardan ani ve aşırı para çekilişini önleyerek bankacılık sisteminde oluşabilecek riskler azaltılmaktadır. Böylece hem mevduat sahipleri korunmakta hem de bankacılık sistemine olan güven artırılmaktadır.
- Para arzını ayarlamak: Merkez bankaları zorunlu karşılık olarak elde ettiği rezervi piyasaya sürerek para arzını ayarlayabilmektedir. Piyasadaki mevcut rezerv ile merkez bankasının piyasaya enjekte ettiği rezerv arasındaki bağlantı para çarpanı yoluyla yapılmaktadır.
- Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak: Zorunlu karşılık oranında yapılan değişiklik ile hem piyasadaki likidite kontrol edilmekte hem de gecelik faiz oranlarında düzenleme yapılmış olmaktadır. Ticari

bankalar merkez bankasının yönetmeliğine göre mevduatlarının bir kısmını zorunlu karşılık olarak belirli bir ortalama ile merkez bankasına yatırmak zorundadırlar. Bu uygulamanın gecelik faiz oranlarının istikrarına katkısı büyüktür.

- Likiditeyi kontrol etmek: Merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yaparak likidite üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankaları likidite fazlalığı olduğu durumlarda fazla likiditeyi sterilize ederken likidite sıkışıklığında ise piyasaya rezerv sürerek likiditeyi kontrol altında tutmaya çalışır.
- Örtülü vergi yoluyla gelir sağlamak (senyoraj geliri): Merkez bankaları, bankaların yatırdıkları zorunlu karşılıklar için faiz ödemeyerek gelir elde eder. Bu durum bankacılık sisteminde uygulanan örtülü vergi olarak yorumlanmaktadır.

2. 1. 1. 2. 2. Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları, merkez bankasının para politikası uygulamalarını piyasaların inisiyatifi yerine yasal düzenlemeler yoluyla gerçekleştirmesidir (Şahin, 2011, 38). Diğer bir ifadeyle doğrudan para politikası araçları, merkez bankası tarafından ticari bankalar ve aracı kurumlardaki kredi ve mevduatın fiyatının veya miktarının kontrol edilmesine imkan sağlayan araçların tümüdür (Öztürk, 2012, 18). Doğrudan para politikası araçları, faiz oranlarına, mevduat ve kredi miktarına etkide bulunarak sınırlamalar koymakta ve finansal kurumların bilançolarını hedef almaktadır (İ. Demirhan, 2007, 18). En çok kullanılan doğrudan para politikası araçları; faiz kontrolleri, kredi tavanları ve kredi kontrolleridir (Alexander, Balino ve Enoch, 1996, 14).

Doğrudan para politikası araçlarında ana hedef piyasa için bir hareket alanı belirlemek ve piyasanın bu alanın dışına çıkmamasını sağlamaktır. Mutlaka bu hareket alanı oluşturulmadan önce para otoriteleri piyasa ve kamuoyunun beklentilerinin de göz önünde bulundurur. Doğrudan para politikası araçları genelde hedeflere yönelik ortaya konduğundan mali yıl öncesinde belirlenir ve çok büyük bir gelişme yaşanmadığı sürece politikanın istikrarı açısından kullanılırken dünyada yaşanan gelişmeler paralelinde kimi zaman revize edilebilmektedir. Doğrudan para

politikası araçları, dönem içerisinde piyasalarla bir ilişki içerisinde ve sık sık uygulanmaktadır (Sezer, 2013, 55).

Doğrudan para politikası araçlarının uygulandığı bir parasal kontrolde, kredinin dağıtımı ve maliyeti hem keyfi hem de ekonomideki bazı sektörlerin teşviki gibi parasal hedeflerle çokta ilgili olmayan nedenlerle ilişkili olabilir. Bundan dolayı rekabetin bozulmasına neden olmaktadır (Gül, 2006, 26).

Doğrudan para politikası araçlarının avantajlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Önder, 2005, 60):

- Özellikle geçici kriz dönemlerinde, merkez bankasının mevduat-kredi miktarını ya da fiyatları kontrol altında tutmasında etkili olabilmektedir.
- Finansal piyasaların tam olarak gelişmediği ya da merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını uygulamada teknik olarak yetersiz kaldığı durumlarda, doğrudan para politikası araçlarının kullanımı yararlı olabilmektedir.

Doğrudan para politikası araçlarının dezavantajları şunlardır (Önder, 2005, 60):

- Tek tek banka kontrolleri, finansal sistem içinde ekonomik birimlere faydalı olacak rekabetçi bir yapının oluşumunu olumsuz etkilemektedir. Rekabet ortamı mevduat faiz oranlarının yüksek kredi faiz oranlarının ise düşük olmasına imkan tanımaktadır.
- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri piyasaları olumsuz etkilemekte ve bu kontrollerin ekonomiye yüklediği maliyetler hesaplanamamaktadır.
- Direkt kontroller, yurtdışı ya da denetimsiz piyasalarda işlem yapmayı özendirir. Küresel finansal sistemle bütünleşen ve gittikçe açık veren ekonomilerde ekonomik birimler yurtiçindeki engellemelerle karşı karşıya kalmamak amacıyla yurtdışından borçlanma yoluna gitmektedirler.

Doğrudan para politikası araçlarının 1980'li yılların ortalarına kadar etkin olarak uygulanmasının nedenleri; bu araçların kamuoyuna ve politikacılara açıklanmasının ve yürütülmesinin kolay olması, kredi büyüklüklerinin kontrol

edilebilmesinde ya da dağıtılabilmesinde güvenilir bir yol olması, mali yükünün düşük olması, parasal program haline dönüştürülebilmesi olarak sıralanabilir (Atay, 2010, 20).

2. 1. 1. 2. 2. 1. Faiz Oranı Kontrolleri

Faiz oranları, ekonomideki en önemli makroekonomik değişkenlerden biridir. Faiz oranları ekonomide bir iletim kanalı ve etkisi yaratma görevi üstlenerek varlık fiyatlandırmalarında temel rol oynamaktadır (Edwards, 1998, 1). Merkez bankaları, bankalara karşı yetkisini kullanarak faiz oranlarına müdahale ederek ekonomiyi etkilemeye çalışmaktadır.

Merkez bankası, bankaların ve banka dışı finansal kuruluşların mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkı belirleyerek faiz oranlarına sınırlamalar getirebilmektedir. Bu çerçevede farklı sektörlerde farklı faiz oranları uygulanmaktadır. Böylece bazı sektörlerde yatırımı arttırmak için düşük faiz oranlarıyla krediler verilerek teşvik edilen sektörlerde kaynak aktarımı sağlanmış olacaktır. Faiz oranı kontrolleri bankacılık sisteminde gerekli denetim ve gözetimin yapılmadığı ve kredi alanlarıyla ilgili yeterli bilgi olmadığında uygulanabilecek etkin bir politika aracıdır. Ancak taban veya taban uygulamaları bankacılık dışı sektörlerin gelişmesini teşvik edebilmektedir. Faiz oranlarına konulan tavan borçlanma maliyetini kullanıcılar lehine azaltırken aşırı miktarda sermaye kullanılmasına neden olacaktır (Koçyiğit, 2009, 11).

Merkez bankaları, bankalara hem topladıkları mevduata verecekleri faiz oranlarına hem de bankaların verdikleri kredilere uygulayacakları faiz oranları üzerinde oransal olarak sınırlılıklar getirebilir. Bankaların topladıkları mevduat faiz oranı ile kullandıkları kredi faiz oranı arasındaki fark bankaların karlılıklarını göstermektedir. Mevduatların toplanırken ve kredi olarak verilirken uygulanacak faiz oranının merkez bankası tarafından belirlenmesi bankalar üzerindeki para otoritesinin etkisini ve baskısını göstermektedir. Faiz oranı kontrolleri, serbest piyasa ekonomisi kapsamında örtüşmediği için günümüz merkez bankalarının para politikası araçları arasında çok uygulanmaz. Ancak bir ekonomik daralma veya kriz ortamında merkez bankası böyle bir uygulamaya gidebilir (Sezer, 2013, 55).

2. 1. 1. 2. 2. 2. Kredi Tavanı Kontrolleri

Merkez bankası, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerini gerçekleştirmeleri için açacakları kredi miktarına sınırlama getirmek için kredi tavanı politikasını uygulamaktadır. Merkez bankası bu uygulama ile ticari bankalara açacakları krediler için bir üst sınır belirleyerek bankaların kaydı para yaratma imkanlarını kısıtlayabilmektedir. Kredi tavanının en önemli özelliği banka bazında da uygulanabilmesidir. Kredi tavanlarının bankaların varlıkları, kredi durumu ve kredi verdikleri müşteri profili göz önünde bulundurularak belirlenmesi sonucunda ticari banka fonlarının spekülâtif amaçlı kullanılacak alanlara aktarılması önlenmeye çalışılır. Ayrıca kredi tavanları sirkülasyondaki paranın miktarını ve maliyetini de belirleyerek faiz oranlarının istenilen seviyede oluşmasına yardımcı olmaktadır (Öztürk, 2012, 19). Kredi kontrolleri ile para arzının kontrol altında tutulması sonucu faiz oranları belirli seviyelerde seyrederken enflasyon ortamının oluşması engellenmektedir (Allen, 2004, 39).

2. 1. 1. 2. 2. 3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Merkez bankası, bankaların amaçlarına, risk durumuna ve likidite ihtiyacına göre bankaların getirecekleri kıymetlere farklı reeskont kotaları belirleyebilmektedir. Uygulanan reeskont kotalarından bazı bankaların daha fazla yararlanması dolayısıyla belirlenen bazı sektörler desteklenirken ve teşvik edilirken bazı sektörler olan destek azaltılmıştır. Örneğin; turizm sektörü için daha çok fon sağlamak amacıyla turizmi destekleme kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmektedir (Koçyiğit, 2009, 13).

2. 1. 1. 2. 2. 4. Disponibilite Uygulaması

Bankaların taahhütlerine karşı vadesiz mevduatlar gibi kasalarında bulundurmaları gereken nakit veya kolaylıkla nakde dönüştürülebilen değerler oranına disponibilite oranı denir. Merkez bankası disponibilite oranını azaltarak veya arttırarak ekonomideki para arzı üzerinde etkili olmaktadır (Ertek, 2010, 253).

Disponibilite oranının yükseltilmesi para arzını azaltacaktır. Enflasyonist bir ortamda para miktarının azaltılması dolayısıyla daraltıcı para politikası uygulanması gerekir. Bu durumda da disponibilite oranı yükseltilir. Deflasyonist bir ortamda ise

para miktarının arttırılması yani genişletici para politikası uygulaması gerekmektedir. Bunun için de disponibilite oranı azaltılır. Disponibilite uygulaması hem bankaların nakit düzenini hem de piyasadaki para arzını kontrol etmede yardımcı bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Disponibilite uygulaması, hem doğrudan hem de dolaylı para politikası aracı özelliğine sahiptir. Örneğin; bankalarda tutulan tüm pasiflere yönelik olarak uygulanıyor ise doğrudan, bankalarda tutulan pasiflerin bir bölümüne uygulanıyor ise dolaylı bir araç özelliği göstermektedir. Disponibilite uygulamasının dezavantajlarını şu şekilde sıralayabiliriz (Koçyiğit, 2009, 13):

- Bankaların varlık yönetimleri üzerinde olumsuz etkiler gösterebilmektedir.
- Finansal piyasalarda devlet borçlanma senetlerinin fiyatlamasını olumsuz etkileyebilmektedir.
- Aracılık faaliyetlerinin bozulmasına neden olabilmektedir.
- Parasal kontrolün etkinliğini olumsuz etkileyebilmektedir.
- İkincil piyasaların oluşumunu olumsuz etkileyebilmektedir.

2. 1. 1. 2. 2. 5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı finansal kurumların portföyünde hangi kıymetlerin ne miktarda bulunacağına müdahale edebilir. Söz konusu kurumların alım ya da satım yapacakları tahvil, hisse senedi veya bono gibi kıymetlerin hangi sektörlere ait olacağını belirleyebilmektedir. Böylece merkez bankalarınca gelişmesi istenilen veya ekonomik büyüme ve kalkınma için en fazla katkıyı sağlayacağı düşünülen sektör teşvik edilerek o sektöre ait menkul kıymetlerin finansal kurumların portföyünde bulundurulması zorunlu hale getirilebilmektedir. Finansal kurumların portföylerinde bulundurdıkları menkul kıymetlerin bileşimi ekonomik büyümenin ölçüsünün ve yönünün denetimini kolaylaştıracaktır (Öztürk, 2012, 20).

2. 1. 1. 2. 2. 6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Para otoriteleri dayanıklı tüketim mallarının taksitle alımında olduğu gibi bireylerin hisse senedi ve tahvil alımında da bu menkul kıymetlerin ne kadarlık kısmını peşin ödeneceğine müdahale edebilir. Bireyler borçlarının geri kalan kısmını ilgili finansal kurumlardan tedarik ederek ödemektedirler. Merkez bankaları çeşitli sektörlerin hisse senedi ve tahvilleri için peşin olarak ödenecek miktarları arttırarak ya da azaltarak kişisel tasarrufların ilgili sektörlerle aktarılmasını teşvik etmekte veya kısıtlamaktadır (Parasız, 2012, 86).

2. 1. 1. 2. 2. 7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez bankaları veya hükümetler, konut ve otomobil gibi çeşitli dayanıklı tüketim mallarının taksitli alımlarında müşterilerin peşin olarak ödeyecekleri kısmın minimum düzeyi ile ekonomik birimlerin bankalardan çektikleri kredilerin vadesini değiştirerek söz konusu olan mallara talebi azaltabilmektedir. Bu uygulama daha çok taksitli satışın yaygınlaştığı ve gelişmiş ülkelerde geçici bir süre için yapılmaktadır. Uzun süre devam ederse söz konusu sanayi sektörlerinde olumsuz sonuçlar meydana getirebilmektedir (Parasız, 2012, 86).

2. 1. 1. 2. 2. 8. Özel Mevduatlar

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından açılması zorunlu olan mevduatların yapılan düzenlemelerle merkez bankasında tutulması ile para arzında kontrolü sağlayacak özellikteki araçlara denir. Bu işlemlere ithalat teminatları örnek olarak verilebilir (Önder, 2005, 65).

2. 1. 1. 2. 2. 9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi (İkna Yöntemi)

Merkez bankasının, ticari bankaların açacağı kredilere sınır koydurması veya hangi sektörlerle daha fazla hangi sektörlerle daha az kredi verilmesi konusunda önerilerini bankalara bildirerek kredilerin miktar ve sektörel dağılımında ticari bankalar üzerinde etkisini kullanmasına ikna yolu denilmektedir. Bankalar bu önerilere uymak zorunda değildir. Fakat bu öneriler resmi emirlere dönüştürülebilir. İkna yöntemi İngiltere ve Kanada gibi çok az sayıda büyük bankaların bulunduğu ve

merkez bankasının güçlü bir yasal güce sahip olduğu ülkelerde iyi işlemektedir (H. Aslan, 2009, 543).

2. 1. 1. 2. 2. 10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler

Merkez bankaları görüşlerini kamuoyuna bildirmek için birçok yol kullanabilmektedir. Bu yollardan en çok tercih ettiği basın yoluyla duyurulardır. Örneğin; enflasyon raporu, finansal istikrar raporu, yıllık rapor, ödemeler dengesi raporu, ...vb raporlar düzenli aralıklarla yapılan basın toplantılarıyla açıklanmaktadır (Gaygılı, 2007, 89).

2. 1. 1. 3. Para Politikası İle İlgili Teorik Yaklaşımlar

Para, ekonomide uygulanan politikalarla olan ilişkisi ve ekonomi üzerindeki etkisi ile iktisat literatüründe önemli bir yere sahiptir. Ekonomik faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde önemli rol oynayan para aynı zamanda bir politika aracı olarakda kullanılmaktadır (Bilir, 2006, 78). Para politikası, klasik iktisatçılardan başlayarak günümüz iktisatçılarına kadar bütün iktisadi okulların üzerinde durduğu temel konulardan biri olmuştur. Gelişen ve değişen ekonomik yapıya bağlı olarak para politikasının ekonomi üzerindeki etkisine yönelik düşünce ayrılıkları olmuştur (Gaygılı, 2007, 115). Para politikasına yönelik teorik yaklaşımlar aşağıda özetlenmiştir.

2. 1. 1. 3. 1. Klasik Yaklaşım

1930'lu yıllardan önceki döneme egemen olan iktisadi anlayış Klasik iktisadi düşünce olarak adlandırılmıştır. Klasik iktisadi düşüncenin temelleri 1776 yılında Adam Smith' in (1723-1790) yazdığı "Milletlerin Zenginliği" adlı eseriyle atılmıştır. Klasik iktisadi düşünce ileriki dönemlerde diğer iktisatçıların görüş ve düşünceleriyle genişlemiş ve zenginleşmiştir (Özdemir, 2010, 36).

Adam Smith tarafından 1776 yılında yayınlanan "Milletlerin Zenginliği" adlı eser ile iktisat bilimine ilk teorik bakışın temelleri de atılmıştır. Adam Smith (1723-1790), David Ricardo (1772-1823), David Hume (1711-1790), John Stuart Mill (1806-1873) ve Thomas Malthus (1766-1834) Klasik iktisadi düşüncüyü savunan başlıca Klasik iktisatçılar olarak bilinmektedir (Öztürk, 2012, 33).

Modern iktisat bilimine dayanak oluşturan Klasik iktisat teorisi arz ağırlıklı bir teoridir. Klasik iktisadi görüşü savunanlar kendisinden önceki teorilerin tersine bireycilik ve bireysel girişimcilik üzerinde durmuşlar ve bundan dolayı bireyin eylemlerini sınırlayıcı olarak kabul ettikleri devlete çok az görev yüklemişlerdir (K. Güngör, 1998, 5). Klasik iktisadi düşünceye göre devlet ekonomiye en alt seviyede müdahale etmelidir. Devletin sadece güvenlik, sağlık ve altyapı gibi temel hizmetleri gerçekleştirdiğı tam rekabet şartlarının geçerli olduğı bir ekonomi tam istihdam seviyesinde dengeye gelecektir. (Bakan, 2009, 119).

Klasik iktisadi ekol, devletin ekonomik hayata müdahale etmemesi gerektiğini fakat bazı geçici sorunların giderilmesi için müdahale etmesi gerekli ise devletin para politikası araçlarından yararlanması gerektiğine vurgu yapmaktadır. Klasikler rekabetin ekonomiyi dengeye getirmede en önemli koşul olduğunu ileri sürmektedirler. Tam rekabet koşullarının geçerli olduğı bir ekonomide serbest piyasa mekanizmasının işleyişine bağılı olarak denge kendiliğinden sağlanacaktır. Bu nedenle “Bırakınız Yapsınlar-Bırakınız Geçsinler” felsefesi geçerlidir. Klasik iktisadi görüş bireysel çıkarıcılığa ve rasyonel davranışa dayanır. Bireysel çıkarlar toplumun çıkarları ile aynı doğrultudadır (Özgüven, 1997, 91). Dolayısıyla kişisel çıkarlar ekonomideki faaliyetlerin lokomotifi olma görevini üstlenmiştir. Bireyler kişisel çıkarları peşinde koşarken görünmeyen bir el bireyleri toplumsal çıkarları da sağlama yoluna götürür. Para ve fiyat mekanizması bunun bir örneğidir (Dikmen, 2006, 90).

Klasik iktisatçılara göre para, iktisat teorisinin dışında dışsal bir faktördür. J. B. Say’ın “para, bizden iktisadi gerçekleri saklayan bir peçedir, gerçek para malların kendisidir” ve J. S. Mill’in “paradan daha az önemli olan hiçbir şey yoktur” ifadeleriyle para ile ilgili görüşlerini dile getirmişlerdir (Şahin, 2011, 52).

Paranın miktar kuramına göre para ekonomide bir örtü rolü oynayarak fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Para arzındaki bir artış mal ve hizmetlerin fiyatlarını arttırmakta ancak üretimi, istihdamı ve faiz oranlarını değıştirmemektedir. Dolayısıyla paranın ekonominin reel kesimi üzerindeki etkisi nötrdür. Klasik iktisadi ekolde para politikasının genel olarak etkisiz olduğı ifade edilmekle birlikte etkin bir para politikasının tam istihdamın sağlanmasında ücret-fiyat mekanizmasının yükünü hafifleteceğide dile getirilmiştir. Bu da Klasik iktisadi düşünceye göre para politikasının ekonomi üzerinde az da olsa bir etkisinin olduğı göstermektedir (Arıcan ve Okay, 2014, 6).

Tam istihdamın sağlanması için gerekli koşul faiz oranının bir fonksiyonu olan tasarruflar ile yatırımlar arasındaki denkliğin oluşmasıdır. Faiz oranları, uzun dönemde hane halklarının tasarrufları ile müteşebbislerin sermaye yatırımlarından etkilenmekte ve hanehalkını tasarruf yapmaya müteşebbisleri ise yatırım yapmaya yönlendirmektedir. Klasik iktisadi sistemde para; üretim, istihdam ve faiz oranları üzerinde kısa dönemde etkili değildir. İşgücü, sermaye arzı ve mevcut teknoloji, mal ve hizmet üretimi ile istihdamı belirlerken, faiz oranları halkın bekleyişleri ile sermayenin verimliliğine bağlı olarak uzun dönemde etkili olmaktadır (Gürsoy, 2013, 17).

Klasik iktisatçılar, bireylerin kazandıkları gelirlerin tamamını harcadıklarını varsaymakla birlikte bireylerin gelirlerinin bir kısmını harcamayıp bir kısmını ise tasarruf ettiklerini de kabul etmektedirler. Burada dikkat edilecek konu tüketicilerin harcamayarak tasarruf yaptıkları paranın faiz karşılığında yatırım yapacak girişimcilere verilmesidir. Böylece bireylerin harcamayıp tasarruf yaptıkları gelir girişimciler tarafından harcandığı için ekonomideki toplam harcamalarda bir azalma görülmeyecektir. Klasik iktisadi görüşü savunanlara göre faiz oranları planlanan tasarruflarla planlanan yatırımları eşitlemektedir. Başka bir ifadeyle faizi etkileyen faktörler reel tasarruf arzı ve reel sermaye talebidir. Para miktarının artması veya azalması gibi parasal etkenler faizler üzerinde etkili değildir (Bilir, 2006, 79).

Klasik iktisadi görüş, Say Kanunu ve Paranın Miktar Kuramı olmak üzere iki temel üzerine oturtulmuştur. Klasik görüşün işgücü ve gelir kuramı “her arz kendi talebini yaratır” şeklinde ifade edilen Say Kanunu’na dayanmaktadır. Buna göre, ekonomide az tüketim veya işsizlik gibi sorunlar meydana gelmeyecektir. Teoriye göre teknolojinin veri olarak alındığı bir durumda, ekonomideki potansiyel çıktı miktarı mevcut işgücü hacmi ile sermaye malları stokuna bağlıdır. Bu üretim fonksiyonu üretilebilecek mal ve hizmet miktarını belirlemektedir. Say, üretilen mal ve hizmetlerin tamamına yetecek kadar talep oluşacağı için, ekonominin tam istihdam seviyesinde olacağını savunmuştur. Piyasa güçleri tarafından gerçekleştirilecek olan bu duruma Adam Smith, “Görünmez El” adını vermektedir. Ücretlerin ve fiyatların esnek oluşu piyasada oluşabilecek dengesizlikleri önleyecektir. Klasik görüşteki ikinci temel kuram “Paranın Miktar Teorisi” dir. Bu teori paranın fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisini açıklamaktadır. Paranın miktar

kuramına göre para arzındaki bir artış veya azalış fiyat düzeyinde aynı oranda bir artış veya azalışa neden olacaktır (Akçay, 1997, 4-5).

Klasiklerin miktar teorisi, Irving Fisher'in Miktar Teorisi ile geliştirilmiş daha sonraki yıllarda da Cambridge Yaklaşımı ile bu teoriye katkı sağlanmıştır (Atay, 2010, 38).

i) Irving Fisher'in Miktar Teorisi:

Paranın miktar teorisi para arzında yapılan dışsal bir değişimin reel değişkenler üzerinde kalıcı bir etki meydana getirmeyeceğini fakat mal fiyatlarında eşit orantılı bir değişmeye neden olacağını ifade eden bir önerme olarak bilinir. Daha basit bir ifadeyle paranın miktar teorisi, diğer şartlar sabitken satın alma gücünün veya paranın değerinin onun miktarıyla ters orantılı olarak değiştiğini açıklar (Humprey, 1997, 71).

Geleneksel iktisatçılara göre para sadece mübadele amaçlı talep edilir. Çünkü elde atıl olarak tutulan paranın faiz kaybı şeklinde alternatif maliyeti olduğunu ileri sürerler. Klasik iktisatçılar tarafından 19. yüzyıl boyunca ve 20. yüzyılın başlarında geliştirilen paranın miktar teorisi, milli gelirin nominal değerinin nasıl belirlendiğine yönelik bir teoridir. Miktar teorisi, belirli bir gelir seviyesinde paranın ne kadarının elde tutulduğunu da ifade etmesinden dolayı ayrıca bir para talebi teorisidir. Paranın miktar teorisinin en dikkat çekici yönü, faiz oranlarının para talebi üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını ifade etmesidir (Atay, 2010, 38).

Fisher, miktar teorisinde parayı sadece değişim aracı olarak ele almış ve paranın insana doğrudan bir yarar sağlamadığını ileri sürmüştür. Para, sadece malların satın alınmasını kolaylaştırarak insanlara dolaylı bir şekilde fayda sağlamaktadır. İnsanlar sadece mübadele amacı ile para tutarlar. Buna göre mübadele denklemi $MV=PT$ şeklindedir. Bu denklemde M ekonomideki para miktarını, P ise fiyatlar genel düzeyini ifade etmektedir. Para miktarı kaydi ve nakdi para miktarlarının toplamına eşittir. Paranın dolanım hızı, yani ekonomideki para miktarının el değiştirme sayısı V ile bir dönem içerisinde ticarete konu olan tüm malların miktarı, yani işlem hacmi T ile gösterilmektedir. Bu denklemde V ve T sabit kabul edilmektedir. Dolanım hızının V sabit kabul edilmesi, kurumsal nedenlerle ve ödeme alışkanlıkları ile ilişkilendirilir. Bir ekonomide çek, senet, vb. araçların kullanımının yaygınlaşması, elektronik bankacılık sisteminin ve hizmetlerinin

gelişmesi para talebini azaltacaktır. Ayrıca ödeme alışkanlıkları değişmediği sürece paranın dolanım hızında değişmez. İşlem hacmi ise ekonomide ticarete konu olan mal ve hizmetlerin reel miktarının sadece cari teknolojik düzey, çalışma arzusu ve ülkenin sahip olduğu kaynak hacmi tarafından belirlendiği takdirde sabit kabul edilmiştir (Atay, 2010, 41-42).

Denge halindeki bir ekonomide, para arzı M_s ve para talebi M_d eşit olduğundan;

$$M_s = M_d; \quad MV = PT \quad (2.1)$$

yazılabilir. Buna göre elde tutulan para miktarı denklemi (2.2) nolu denklemde gösterilmiştir.

$$M_d = \frac{1}{V} * PT \quad (2.2)$$

Fisher denkleminde dolanım hızı V sabit kabul edildiği için nominal olarak tutulan para miktarı, fiyatlar genel düzeyi P ve işlem hacminin reel düzeyi T tarafından belirlenmektedir. Daha sonraları, ekonomideki işlem miktarının hesaplanmasına ilişkin sorunlar dikkate alındığında işlem hacmi T yerine, reel milli gelir Y kullanılmıştır. Fisher'in miktar teorisi, makro perspektiflidir (Paya, 2013, 79).

ii) Cambridge Yaklaşımı

Fisher'in miktar kuramında kişiler parayı sadece işlem amaçlı talep ederlerken, Cambridge yaklaşımında ise bireyler parayı hem işlem amaçlı hem de paranın bir servet biriktirme aracı olması yönüyle talep etmektedirler. Cambridge yaklaşımına göre insanlar servetleri çoğaldıkça daha fazla varlık bulundurlar ve bu varlıklardan biriside paradır. Nominal servet nominal gelirle doğru orantılıdır. Dolayısıyla para talebi fonksiyonu nominal gelir cinsinden yazılabilir (Göktaş, 2010, 9).

$$M_d = k * PY \quad (2.3)$$

Cambridge denklemi, bir davranışsal denklem ve bir para talebi fonksiyonudur. Burada M , para talebi M_d olarak yorumlanır ve “Cambridge sabiti” diye adlandırılan k katsayısı, bireylerin gelirlerinin ne kadarını nakit olarak tuttuklarını ifade eder (Çiçek, 2011, 98).

A. Marshall Cambridge denklemini Fisher'in mübadele denkleminde türetmiştir. Fisher tipi denklem, reel ticaret hacmi T yerine, yatırım, tüketim ve dış ticaret alanlarından oluşan toplam reel gelir Y ile ifade edildiğinde mübadele denklemi: $MV=PY$ şeklinde ifade edilir. Bu denklemde $1/V$ yerine Cambridge k 'sı olarak bilinen k kullanıldığında yeni denklem $M=kPY$ şeklinde ifade edilir. (Paya, 2013, 79).

İşlem amaçlı para talebi hem Cambridge yaklaşımında hem de Fisher yaklaşımında gelire bağlıdır. Gelir düzeyi, servetin seviyesini belirleyen bir faktördür. Her iki yaklaşımda da para talebi gelir tarafından belirlenmektedir. Ancak Fisher para talebini etkileyen teknolojik ve kurumsal faktörler üzerinde durmuş ve faiz oranlarının para talebi üzerindeki olası etkilerini incelemiştir; Marshall Cambridge yaklaşımında ekonomik birimlerin tercihleri üzerinde durmakta ve faiz oranlarının para talebi üzerindeki etkilerini yok saymaktadır (Atay, 2010, 42).

2. 1. 1. 3. 2. Keynesyen Yaklaşım

1929 yılında meydana gelen Büyük Dünya Buhranı ile Klasiklerin savunduğu “her arz kendi talebini yaratır” düşüncesine olan güven yıkılmaya başlamıştır. Büyük Buhran, üretilen her malın talep edilemeyeceğini ve “görünmez el mekanizmasının” işlemeyeceğini ortaya çıkarmıştır. Keynesyen devrim ekonominin bunalım içinde olduğu böyle bir ortamda ortaya çıkarak ekonomi teori ve politikasına yeni bakış açısı getirmiştir. Keynes 1936 yılında yazdığı “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eserinde Klasiklerin görüşlerini eleştirmiş ve bazı yeni düşünceleri ortaya atmıştır (Gaygılı, 2007, 117). 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nın meydana geldiği bir dönemde Keynes'in düşüncelerine göre, ekonomide dengenin sağlanması için ekonominin daima tam istihdamda olmasına gerek yoktur. Keynes, ekonomide gayri iradi işsizliğin ve eksik istihdamın olabileceğine ve tam istihdamın sağlanmasında devletin bir iktisat politikası uygulaması gerektiğini dile getirmiştir. Ayrıca Keynesyen iktisatçılar tam istihdam sağlandığında, para arzında meydana gelecek bir artışın sadece fiyatları artıracığı, reel faktörleri etkilemeyeceği fikrini benimsemektedir. Keynes, tam istihdam durumunda Klasiklerle aynı görüşü savunmasına rağmen analizinde ekonominin eksik istihdam durumunda olduğunu varsaymaktadır (Şahin, 2011, 53). Keynesyen analizde denge tam istihdam düzeyine bağlı değildir. Ekonomi eksik istihdam düzeyinde de dengeye gelebilmektedir.

Keynes, maliye politikalarının uygulanması ile tam istihdamın sağlanabileceğini savunmuştur. Keynesyenlere göre ekonomideki dalgalanmalar toplam talep ile bağlantılı olduğundan ve toplam talebi belirleyen unsurlar vergiler ve kamu harcamaları olması sebebiyle gelirlere ve harcamalara dikkat edilmelidir (Korkmaz, Güney ve Alacahan, 2012, 2-3).

Büyük Buhran ile toplam talebin ekonomi üzerindeki etkisinin öneminin anlaşılmasıyla her arz kendi talebini yaratır şeklinde tanımlanan Say Kanunu'nun geçerli olmadığı görülmüştür. Bundan dolayı Keynesyen iktisat, toplam talebi toplam arzın bir fonksiyonu olarak görmek yerine toplam arzı toplam talebin bir fonksiyonu olduğunu ve toplam arzın toplam talep tarafından yönlendirildiğini söyleyerek ekonomiye farklı bir görüş getirmiştir. Keynes ancak etkin üretim ve istihdam seviyesinde toplam talep fiyatları toplam arza eşit olduğunda arzın kendi talebini yaratacağını dile getirmiştir (Öztürk, 2012, 37).

Efektif talep, Keynes'in istihdam teorisinin hareket noktasıdır. Keynes efektif talebi, toplam talebin toplam arz ile kesiştiği noktadaki değeri olarak tanımlamaktadır (Keynes, 1936, 31). Farklı bir tanımlama ile efektif talep, kullanılabilecek bir satın alma gücüyle desteklenmiş taleptir ve belirli bir dönemdeki harcamaların tamamına eşittir (K. Güngör, 1998, 11). Keynes'e göre efektif talep istihdam düzeyini belirlerken üretimde efektif talebi belirlemektedir. Keynes, ekonomik modelini efektif talepten yola çıkarak oluşturmuştur. Toplumdaki yatırım ve tüketimlerin toplamı efektif talebi meydana getirmektedir. Keynes'e göre tüketim ve yatırımın yüksek olması sonucunda efektif talepde yüksek olacaktır. Ayrıca Keynes'e göre gelir dağılımında eşitsizliğin olduğu toplumlarda efektif talep düzeyi düşük olacaktır (Eser, Memişoğlu ve Özdamar, 2011, 205).

Keynesyen görüşte, para kuramının temelini Klasik miktar kuramına yapılan eleştiri oluşturmaktadır. Klasik miktar kuramında fiyat düzeyinin belirlenmesine öncelik verilirken Keynesyen görüşte istihdam ve üretim seviyesinin belirlenmesi ön planda tutulmuştur. Keynes, efektif para talebinin esas olduğunu gösterirken, toplam harcamalar ile para arzı arasında önceden belirlenebilir ve basit bir bağlantının olmadığını vurgulamaktadır. Kararlı ve önceden tespit edilebilir bir davranış değişkeni olarak, tüketim harcamaları paranın dolaşım hızı yerine kullanılmaktadır. Böylece, para kuramının anahtar kavramı olan dolaşım hızının yerini gelir-harcama çoğaltanı almaktadır. Keynesyen görüşte, tam istihdama ulaşılmasında maliye

politikası temel politika olarak kabul edilirken, para politikasının ve bu politikanın toplam talebin kontrolünde etkisinin zayıf olduğu Klasiklere benzer şekilde ifade edilmektedir (Gül, 2006, 20).

Keynes'e göre para talebini belirleyen üç faktör vardır. Birincisi faiz oranıdır. Buna göre faiz oranlarında bir artış para talebini azaltırken faiz oranlarında bir azalış ise para talebini arttıracaktır. İkincisi reel gelirdir. Reel gelirden meydana gelecek artış para talebini arttırırken reel gelirdeki azalış para talebini azaltacaktır. Üçüncüsü ise fiyatlardır. Fiyatlardaki bir artış para talebini arttırırken fiyatlardaki azalış ise para talebini azaltır. Keynes'in para talebi teorisinde para talebinin ve dolayısıyla paranın dolanım hızının değişken olması önemli bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre faizlerdeki değişimle birlikte para talebi ve paranın dolanım hızında faizlerdeki değişime karşı ters yönde hareketlilik göstererek tepki verecektir. Keynes'e göre para arzı ile dolaşım hızı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Buna göre para arzında meydana gelecek bir artışın nominal gelir seviyesi üzerindeki etkisi Klasik analizin öngördüğünden düşük olmaktadır. Keynes, Klasiklerin para talebine yönelik fikirlerini çürütmüş ve faiz oranlarının önemine dikkat çeken bir para talebi yaklaşımı geliştirmiştir. Keynes'in likidite tercihi teorisi olarak adlandırdığı bu teoriye göre ekonomik birimlerin ellerinde neden para tuttukları üzerinde durulmuştur (Atay, 2010, 43). Keynes'e göre ekonomik birimler üç ayrı güdü için para talep ederler (Keynes, 1936, 111).

İşlem güdüsü: Ekonomik birimlerin kişisel ve iş ile ilgili faaliyetlerini gerçekleştirebilmeleri için para talep etmesidir.

İhtiyat güdüsü: Ekonomik birimlerin varlıklarının bir kısmını gelecekteki güvenliklerini sağlamak amacıyla saklamak istemeleri sonucu para talep etmesidir.

Spekülasyon güdüsü: Ekonomik birimlerin gelecekle ilgili olumlu beklentileri sonucunda karlı faaliyetler yapmak için para talep etmesidir.

Keynes'e göre likidite tercihinden vazgeçmenin bedeli faiz haddidir. Faiz haddi bir diğer ifadeyle para sahiplerine servetlerini para haricinde tutmaya özendirmek için ödenilen prim şeklinde tanımlanmaktadır. Keynes'e göre tahvil faizleri kişilerin elde tutmak istedikleri para miktarını etkilemektedir. Ekonomik birimler, faiz hadlerinin yüksek olduğu zamanlarda ellerindeki parayla tahvil satın alarak tahvil talebini arttırırken faiz hadlerinin düşük olduğu zamanlarda ise parayı

elde tutarlar. Keynes'e göre faiz, tasarrufun bedeli değil, likiditeden vazgeçmenin bedelidir. Keynes tasarrufu yatırıma eşitleyen faktörün faiz haddi değil milli gelir düzeyindeki dalgalanmalar olduğunu dile getirmiştir (Tokel, 2011, 19).

Keynesyen görüşe göre para arzındaki değişimin faiz oranlarına olan etkisi ölçüsünde para politikasının milli gelir üzerinde etkisi olacaktır. Keynes'e göre, faiz oranlarındaki değişimler, yatırımları etkileyerek milli gelirden artış ve azalışlara neden olmaktadır. Keynes, ekonomide istikrarın sağlanmasında faiz oranlarının her zaman etkili olamayacağını belirtmiştir. Likidite tuzağı adı verilen duruma göre para talebi belli bir faiz oranında faiz oranlarındaki değişimlere karşı tepkisiz kalarak ekonomide beklenen hareketi gerçekleştiremeyecektir (Krugman, 2008, 1). Keynesyen yaklaşımda politika etkinliği açısından likidite tuzağı, üzerinde durulması gerekli olan önemli bir durumdur. Böyle bir durumda eğer reel faiz oranlarında aşırı düşme görülürse para arzındaki bir artış, çıktıyı ve büyümeyi arttırmayacaktır. Faiz oranının minimum seviyelere düşmesinin sonucunda para arzındaki artış faiz oranlarını daha fazla düşürmeyecektir. Diğer yandan para arzındaki artışın etkili olamayışında yatırımların faize duyarsız olmasında etkisi büyüktür (Düzgün, 2010, 231).

Klasik iktisatçılar para arzı ve talebinin sadece fiyat seviyesini belirlediğini savunurken; Keynesyen görüş, faiz oranlarının para arzı ve talebi tarafından belirlendiğini savunmakta ve bu noktada Klasik görüşten ayrılmaktadır. Keynesyen ekonomistler para arzında meydana gelebilecek bir değişimin faiz oranlarını etkilediğini, paranın mübadele, ihtiyat ve spekülasyon güdülleri ile talep edildiğini ve bu nedenle para talebinin faiz oranlarına karşı duyarlı hale geldiğini savunmuşlardır. Böylece para politikası aracılığıyla ekonomi üzerinde etkili olunabileceği öngörülmüştür (Arıcan ve Okay, 2014, 7). Keynes'e göre para, Klasik iktisatçıların ifade ettiği gibi bir peçe değildir. Para arzında meydana gelecek değişimlerin ekonomide istihdam, milli gelir gibi değişkenler üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Ayrıca, para bir değişim aracı olma özelliğinin yanında ekonomide önemli etkileri olan bir politika aracıdır (Özdemir, 2010, 39).

2. 1. 1. 3. 3. Monetarist Yaklaşım

Keynesyen görüş 1950 ve 1960'lı yıllarda bir ekonomi politikası olarak genel kabul görerek uygulanmıştır. Fakat 1970'li yılların başında yaşanan petrol krizi ve Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla global ekonomi stagflasyon krizi ile karşı karşıya kalmıştır. Stagflasyon, durgunluk içinde enflasyon veya bir başka ifadeyle işsizlik ve enflasyonun bir arada yaşanması anlamına gelmektedir. Bu olay Keynesyen politikalar doğrultusunda ekonomide karşı karşıya kalınılacak bir sorun değildi. Keynesyen görüşün bu sorunu görememesi ve sorunu giderememesi üzerine ekonomi literatüründe yeni bir görüş olan Monetarizm (parasalcı görüş) ortaya çıkmıştır. Bu görüşün temsilcisi Milton Friedman'dır. Friedman 1940'lı yılların sonlarından günümüze kadar ele aldığı çalışmalarında Keynesyen'in müdahaleci maliye politikalarını eleştirmiştir. Friedman'a göre ekonomide ortaya çıkan enflasyon, işsizlik ve bütçe açıkları gibi makroekonomik sorunların temelinde para politikaları vardır (Gaygılı, 2007, 118).

1950'li ve 1960'lı yıllar boyunca Keynesyenlerin düşünceleri hüküm sürmekteydi. Keynesyen düşüncede tüketim fonksiyonunda paranın yeri yoktu ve fiyatlar ile fiyatlar genel seviyesi dikkate alınmamıştı. Keynes modelinde para arzı ile fiyatlar genel seviyesini göz ardı etmesinden dolayı Monetaristler tarafından sıkça eleştirilmiştir (Landreth ve Colander, 2002, 440). Monetarist görüşe göre bütçenin açık vermesi durumunda bu açığın para basma yöntemiyle kapatılması para arzında bir artışa neden olacaktır. Para arzındaki artışa bağlı olarak fiyatlar genel seviyesinde bir artış meydana gelecektir (Serban, 2002, 4-5).

1960'lı yılların sonunda ortaya çıkan stagflasyon krizine bağlı olarak Keynesyen görüşün savunduğu toplam talebi arttırmaya yönelik politikaların yetersizliği maliye politikasının uygulanmasına yönelik eleştirileri arttırmış bunun sonucunda monetarist görüş daha ön plana çıkmıştır. Monetaristler, Keynesyenlerin savunduğu maliye çarpanına karşı çıkarak, artışın ancak paranın dolanım hızına ve para stoklarına bağlı olduğunu dile getirmişlerdir (Şeker, 2006, 79).

Keynesyenlere yönelik Monetaristler tarafından yapılan kurumsal eleştirilerle makro analizde para teorisi yeniden oluşturulmuştur. Monetaristler ve Keynesyenler aralarındaki tartışmalarda iki temel konu üzerinde durmuşlardır. Bunlardan birincisi

makroekonomik istikrar politikalarının ekonomideki rolü ikincisi ise nominal faiz oranları, fiyatlar genel düzeyi ve hasıla arasındaki ilişkidir (İslatince, 2007, 206).

Para arzının makro değişkenler üzerindeki etkisi yıllardan beri tartışılmaktadır. Bu tartışmaların temeli Keynesyen ve Monetarist iktisatçıların görüşlerine dayanmaktadır. Monetaristler, 1929 krizinin para arzındaki azalma sonucu ortaya çıktığını söylemişlerdir. Keynesyenler ise GSMH'nin düşmesini ve ekonomide yaşanan durgunluğun nedenini para arzındaki azalmaya bağlamamaktadırlar (Ekinci, 2003, 2). Monetaristlere göre, para arzı makro ekonomi üzerinde kritik bir öneme sahiptir. Para arzında meydana gelecek değişiklikler kısa dönemde hasıla ve işsizlik üzerinde uzun dönemde ise sadece fiyatlar üzerinde etkisini gösterecektir. Friedman'a göre "nominal gelir üzerinde her zaman etkili olan para, reel gelir üzerinde etkisini kısa dönemde göstermektedir" (Friedman, 1970, 217).

Monetaristlere göre para arzının ekonominin durgunluk döneminde arttırılması harcamaları arttıracaktır. Harcamaların artması da ilk olarak reel üretimi ve istihdamı arttıracaktır. Tam istihdam düzeyinde faaliyette bulunan bir ekonomide para arzında meydana gelecek bir artış GSMH'de artışa yol açacaktır. Fakat GSMH'de ki bu artış sadece fiyatlar genel seviyesini etkileyecek bir artıştır. Bireyler ellerine geçecek olan parayı para arzının para talebine eşit olacağı ana kadar harcayacaktır. Para arzı artışı sonucu oluşan fazla para artan işlem talebiyle emilinceye kadar gelir artmaya devam edecektir. Keynesyenlere göre para GSMH'yi çok farklı yollardan etkilemektedir. Çünkü hem kısa hem de uzun dönemde paranın dolaşım hızı istikrarlı değildir (Ekinci, 2003, 3). Keynesyen iktisatçılara göre paranın dolaşım hızının istikrarlı olmayışı para arzının bir değişken olarak doğrudan kontrol edilmesini güçleştirmektedir. Monetaristlere göre ise para arzı, paranın dolaşım hızının sabit olmasından dolayı kolaylıkla kontrol edilebilir (Güneş, 1990, 5). Monetaristler para arzının, para otoritelerinin kontrolünde olduğunu söyleyerek para arzını dışsal bir değişken olarak görmektedirler (Togay, 1994, 47).

Monetaristlere göre para arzında meydana gelecek bir değişiklik faiz oranlarını da etkilemektedir. Para arzının arttırılması faiz oranlarında geçici düşüşe neden olurken toplam talebi arttırmaktadır. Toplam talebin artması da fiyat düzeyini ve nominal GSMH'yi arttırır. Fiyat düzeyinde meydana gelecek artışın enflasyon beklentisini arttırması sonucu borç paranın enflasyon primi ve dolayısıyla piyasadaki

nominal faiz oranı artmaktadır. Artan enflasyon beklentisi sonucu harcamalar artacak bu da paranın dolaşım hızını arttırarak ekonomide istikrarın bozulmasına neden olacaktır. Faiz oranlarının yüksek olduğu ve enflasyonla mücadele edilen bir ekonomide yatırımlar ve ekonomik büyüme azalır (Ertek, 2010, 256).

Parasalcı görüşe göre piyasalarda rekabet koşulları geçerli olduğu için ücret ve fiyatlar esnektir. Piyasa tam istihdamda dengedir. Piyasada tam istihdam sözü konusu iken denge durumundan uzaklaşılması halinde denge kendiliğinden sağlanacaktır (Lipsey, Steiner ve Purvis, 1984, 264). Monetaristler ve Klasikler ekonominin tam istihdamda dengede olduğuna yönelik görüş bildirmişlerdir. Tam istihdam düzeyinden geçici olarak sapılırsa daha etkin bir ekonomik faaliyet için daha fazla sermaye, teknoloji ve iş gücüne ihtiyaç duyulurken devletin ekonomiye müdahaleleri enflasyon yaratacaktır. Dengenin doğal olarak kendiliğinden sağlanması için beklenilmelidir. Aksi halde devletin müdahalesi gereksiz ve zararlı olacaktır. (Gül, 2006, 11). Çünkü devlet müdahaleleri sonucunda enflasyon ortamı oluşabilmekte buna bağlı olarak da tüketim ve yatırımdaki azalmalar ekonomide durgunluğa sebep olabilmektedir (Saad-Filho ve Johnston, 2005, 34).

Monetarizmin teorik yapısı temel olarak dört nokta etrafında toplanmaktadır (Savaş, 2007, 100).

- Ekonomik faaliyetleri etkileyen faktörler, parasal etkenlerdir. Buna göre toplam talebi, dolayısıyla üretimi, istihdamı ve fiyatlar genel düzeyini belirleyen temel faktör parasal şoklardır.
- Para arzındaki değişikliklerin ekonomiye etkisi genellikle mikro özellikte olup varlıkların fiyatlarını ve getirilerini etkilemektedir.
- Ekonomide istikrarsızlığa neden olan etkenler hükümetlerin uyguladığı gereksiz maliye politikaları ile para otoritelerinin kişiler ve firmalar arasında farklılık oluşturacak uygulamalarıdır. Ekonomi dengede olup istikrarlı bir seyir izlemekte ve kendi haline bırakıldığında genel bir işsizlik ve enflasyon gibi istikrarsızlıklarla karşılaşmaz. Ekonomide bu türden durumlar dışsal ve uygulanan mali ve parasal politikalar sonucu oluşmaktadır.

- Amaç değişkenlerle uygulanan politika araçları arasındaki temel bağlantıyı kurmada küçük ölçekli modellerin hatta tek denklem şeklinde belirlenen modellerin kullanılması ekonomik ve güvenilir olacaktır.

Friedman'a göre Monetarist yaklaşımın bulguları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Paya 2013, 357-358):

- Para miktarının büyüme oranı ile nominal milli gelirin büyüme oranları arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır.
- Bu ilişki, para miktarının gelirleri etkilemesi bunun da belirli bir süre gerektirdiği ve bu sürenin değişebilecek olması nedeniyle hemen anlaşılacak özellikte değildir.
- Parasal büyümenin parasal geliri arttırması ortalama olarak 6 ile 9 ayı bulmaktadır.
- Para arzındaki artış sonucu ilk etki üretim düzeyi üzerinde görülürken ilk aşamada fiyat üzerindeki etkisi çok fazla görülmemektedir.
- Fiyatlar üzerindeki parasal etki, gelir ve üretim etkilerinin ortaya çıkmasından ortalama olarak 6 ile 9 ay sonra görülmektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki artışlar, para arzındaki artışı takip eden 12 ile 18 ay arasında meydana gelmektedir.
- Bu zamansal ilişkiler genel bir kategori oluşturmaktadır. Para arzı ile gelir arasında değişebilen ilişkiler görülebilmektedir.
- Parasal değişimler 5 ile 10 sene gibi kısa vadede üretim düzeyi üzerinde etkili iken, uzun vadede fiyatlar üzerinde etkilidir.
- Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgu olup para arzının üretimden daha hızlı büyümesi sonucu ortaya çıkmaktadır.
- Kamu harcamaları enflasyonist etki oluşturabilir ya da oluşturamayabilir. Kamu harcamaları emisyon veya banka parası ile finanse edildiğinde enflasyonist etki oluştururken vergilerle ya da kamu borçlanması ile finanse edildiğinde enflasyonist etki oluşturmaz.
- Para arzındaki artış nakit para miktarını artırır. Nakit para miktarındaki artış harcamaları artırır. Kişiler ellerindeki nakit ile finansal varlık alımına

yönelirler. Finansal varlık talebinin artması sonucu finansal varlıkların fiyatı yükselir. Faizlerin düşmesi ile harcamalar artarken nominal milli gelirde artacaktır. Monetaristleri Keynesyenlerden ayıran nokta varlıkların türüyle ilgilidir. Keynesyenler sınırlı sayıda finansal varlığı ve bunların faizlerini göz önüne alırken; Monetaristler daha fazla varlığın parasal değişmeden etkilediğini savunmaktadırlar.

- Para arzının arttırılması sonucu önce geçici olarak faizler düşmektedir. Parasal genişleme sonucu artan harcamalara ve enflasyonist eğilimlere bağlı olarak kredi talebi artar. Bunun sonucunda geçici olarak düşen faizler tekrardan yükselir.

Monetaristlere göre, uygulanacak rasyonel bir para politikası ekonomideki istikrarsızlıkların giderilmesinde uygulanan maliye politikalarına göre daha etkili olmaktadır. Monetaristler, kısa dönem için para politikasının çok başarılı sonuçlar vermeyeceğine inanmaktadırlar. Önerilen çözüm yolu ise, devlet ani politika değişiklikleri yapmamalı ve para arzı ekonomik büyüme oranına eşit olacak bir şekilde her yıl sürekli arttırılmalıdır (Bilir, 2006, 85).

2. 1. 1. 3. 4. Yeni Klasik Yaklaşım ve Rasyonel Beklentiler Teorisi

Yeni Klasik görüş, Keynesyen iktisadın 1970’li yılların başında karşı karşıya kaldığı stagflasyon krizine tepki olarak ortaya çıkmıştır. Bu görüşü savunanlara göre stagflasyon krizinin etkisi altında kalınmasının nedeni devletin ekonomiye müdahaleleridir. Dolayısıyla Yeni Klasik görüş devletin ekonomiye müdahale etmesini eleştirerek ve ekonominin kendi haline bırakılması gerektiğini savunarak 19. yüzyıl Klasiklerinin görüşlerini yeniden ortaya çıkarmıştır (Eraslan, 2003, 26). Yeni Klasik görüşün varsayımlarına göre bireyler ekonomik karar alırken sadece reel faktörleri esas alırlar ve rasyonel beklentilere sahip oldukları için sistematik hata yapmazlar (İslatince, 2002, 17).

Yeni Klasikler, Klasik ve Monetarist iktisatçılar gibi kamu harcamaları için gerekli fonun vergi ya da halktan borçlanma yoluyla finanse edilmesinin, özel tüketim ve yatırım harcamalarında veya ithalatta oluşabilecek bir düşüş ile karşılanacağını kabul etmektedirler. Kamu harcamalarındaki artış için gerekli fon vergilerle veya borçlanma yoluyla finanse edilirse özel sektör harcamaları dışlanmış

olacaktır. Dolayısıyla, kamu harcamalarındaki bir artış istihdam ve milli gelir düzeyi üzerinde herhangi bir etki oluşturmaz (Taban ve Kara, 2006, 15).

Yeni Klasik düşüncenin Monetarizmin içerisinde ortaya çıkmaya başlamış olmasına rağmen önemli derecede düşünce farklılıkları nedeniyle Monetarizmin dışında geliştiği söylenmektedir. Yeni Klasik görüş ile Monetarizm arasındaki en belirgin düşünce ayrılığı, bekleyişlerin oluşturulma şekli ve aktif para politikasının istihdam ve çıktı üzerindeki kısa dönemli etkisinin büyüklüğü ile ilgilidir. Yeni Klasik görüşü savunan ekonomistler uygulanacak para politikasının öngörülen kısmını kurala dayalı politikalara bağlamaktadırlar. Ekonomideki karar vericilerin hareket tarzlarının ve bekleyişlerinin para politikasının oluşturulmasında önemli bir etken olmasından dolayı Friedmancı sabit kural geçerli olmamaktadır. Politika etkinsizliğinin olduğu durumda sistematik olarak uygulanacak hiçbir kural istihdam ve çıktı üzerinde etkili olmayacaktır (Göklemmez, 2011, 14).

Bir ekonomide parayla ilgili bir etkenden dolayı sorun yaşıyorsa cari fiyatlar para arzındaki değişimlerle orantılı olarak ayarlanacaktır ve klasik anlamda para arzı kısa dönemde nötr olacaktır. Bu durumda para arzında beklenmeyen değişimler olsa dahi reel nakit miktarında, istihdam ve tüketim düzeyinde bir değişiklik olmayacaktır (Lucas, 1972, 114). Para arzında görülebilecek herhangi bir değişimin reel değişkenleri etkilememesi reel kesim ile parasal kesim arasında bir ilişkinin olmadığını göstermektedir (Minsky, 1993, 77).

Yeni Klasik iktisadi görüşün en temel önerisi “Politika Etkinsizliği” önerisidir. Friedman’ın para politikası kısa dönemde reel üretimi (ve istihdamı) etkilerken uzun dönemde bu etkinin ortadan kalkacağına ilişkin önerisi Yeni Klasik iktisatta politika etkinsizliği olarak adlandırılmaktadır. Yeni Klasikler, para arzında öngörülebilir bir artışın kısa dönemde dahi reel üretim üzerinde sistematik olarak etkisinin olmayacağını yani politikanın etkisiz olacağını belirtmektedirler. Politika etkinsizliği önerisinin altında yatan iki temel etken; Lucas’ın Arz Fonksiyonu ve Rasyonel Beklentiler Teorisidir (Yay, 1996).

i) Lucas’ın Arz Fonksiyonu:

Lucas’ın arz fonksiyonuna göre, üretimin doğal düzeyinden sapması ancak beklentisel hatalardan kaynaklanabilir. Rasyonel beklenti içerisinde bulunan insanlar gelecekteki fiyatlara ilişkin bekleyişlerini şekillendirirken iktisadi aktörlerin politika

kurallarına ilişkin bilgilerini kullanacaklar ve iktisadi aktörlerin seçtiği para stoku büyüme oranı ne olursa olsun, iktisadi ajanlar fiyatları tahminde hataya düşmeyeceklerdir. İktisadi aktörler para stokunu rastlantısal ve ani şekilde değiştirerek toplumu yanıltabilirler. Bunun sonucunda beklentilerdeki bir değişim üretimi daha değişken hale getirebilir. Ancak iktisadi aktörler para arzına yapılan şokları yineleyerek üretim miktarını sistematik olarak daha fazla etkileyemezler. Çünkü bireyler, ilk şokun ardından beklentilerini çok hızlı şekilde yeniden düzenleyecektir (Yay, 1996).

ii) Rasyonel Beklentiler Teorisi

Rasyonel beklentiler teorisi ilk olarak J. Muth'un 1961 yılında yayınlamış olduğu "Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" adlı eser ile ortaya çıkmıştır (Muth, 1961, 315-335). Bu teori ortaya atılana kadar gelecekle ilgili beklentiler geçmiş dönemde yaşananlar baz alınarak şekilleniyordu. Yani "uyarlayıcı bekleyişler" söz konusuydu. Muth'un "Rasyonel Bekleyişler Teoremi" ile bireyler sadece geçmiş deneyimlere değil bu deneyimlere dayanarak gelecekle ilgili tahminde bulunurlar ve beklentilerine yön verirler. Rasyonel beklentilerin Muth'tan sonraki savunucuları Robert LUCAS, Thomas SARGENT, Neal WALLACE ve Robert BARRO olmuştur. Bu teoriye göre bireyler geçmiş enflasyon oranı % 20 ise gelecek yıl enflasyon oranını sadece % 20'yi göz önüne alarak belirlemeyecekler bunun yanında gelecekle ilgili rasyonel düşünceleride göz önünde bulunduracaklardır. Rasyonel bekleyişler teorisine göre, bireyler devletin uygulayacağı ekonomi politikalarına karşı daha etkin eylemlerde bulunacaklardır. Örneğin; para arzının arttırılması beklendiği gibi üretimi arttırmayacak ve enflasyona neden olacaktır. Çünkü bireyler rasyonel hareket ederek sistematik hataya düşmeyecekler, artan para arzının enflasyona sebep olacağını bilerek davranışlarını ona göre şekillendireceklerdir. Sonuç olarak bireyler sistematik hata yapmadıkları için uygulanacak politikaları iyi analiz ederek ve gelecekle ilgili karar verirken geçmiş dönemlerdeki tecrübelerden yardım alacağından müdahaleci politikalar ekonominin genel dengesi üzerinde etkisini gösteremeyecektir. Bu nedenle devlet ekonomiye müdahale etmemeli ve sadece istikrarlı politikalar uygulamalıdır (Gaygılı, 2007, 120-121).

Rasyonel beklentiler teorisine göre, bireyler ekonomi politikaları karşısında çıkarları doğrultusunda hareket edebilmektedirler. Böylece ekonomik birimler

merkez bankası uygulamalarına karşı davranışlarını değiştirerek söz konusu politikaların etkilerinden korunabilirler. Diğer bir ifadeyle ekonomik birimler, merkez bankasının amacı ve politikaları hakkında tam bilgiye sahip olurlarsa para politikalarının kısa ve uzun dönemdeki etkilerini ortadan kaldıracabilecek şekilde davranabilirler (Karahan, 2006, 155).

Kısacası, rasyonel beklentiler teorisine göre fertlerin rasyonel beklentiler içinde oldukları ve hataya düşmediği bir durumda müdahaleci politikalarla beklenen amaçlara ulaşmak mümkün değildir. Bundan dolayı devlet ekonomiye müdahalede bulunmamalı ve ekonomiye yönelik politika uygulamalarında istikrarı sağlayarak ekonominin doğal işleyişini bozmamalıdır. Devlet kamu harcamalarını arttırma, vergileri azaltma, para arzını yükseltme ya da bütçe açığını değiştirme ve ekonomik büyümeyi hızlandırma gibi aktif politikalardan kaçınmalıdır. Aktif politikalardan çok istikrarlı politikalara yönelmelidir. Devlet, genel olarak uygulayacağı politika ve düzenlemeleri ortaya koymalı ve fertler de kendileri için hangi imkanların uygun olup olmadığına karar verip olası sonuçları öngörebilmelilerdir. Politika uygulamalarında değişiklik zorunlu olmadıkça yapılmamalı, zorunlu olduğu dönemlerde ise oldukça yavaş yapılmalıdır. Politika uygulamalarındaki değişiklikler keyfi kriterlere göre değil, refah artışı gibi genel amaçlar göz önüne alınarak yapılmalıdır (Bilir, 2006, 87).

2. 1. 1. 3. 5. Neo-Klasik Yaklaşım

1870'lerden itibaren, Klasik görüşün revizyonu olarak nitelenebilecek olan marjinalist görüş ortaya atıldı. Neo-Klasik akım olarak da adlandırılan bu kuram, Klasik düşüncenin ekonomi biliminde üzerinde durduğu üretim, arz ve maliyet konularını ikinci plana atarak, tüketim, talep ve fayda kavramlarını ön plana çıkarmıştır. Neo-Klasikler tüketici ve üretici gibi küçük ekonomik birimlerin faaliyetleri üzerine incelemelerde bulunmuşlardır. Böylece, Klasiklerin ortaya koyduğu makroekonomik politikalar korunmakla birlikte, mikro ekonomik konular ön planda tutulmuştur (Dikmen, 2006, 90).

Neo-Klasik iktisada göre, faiz oranları para politikaları uygulamalarının reel sektöre etkilerinde önemli yere sahiptir. Uygulanan para politikaları ile ödünç verilebilir fonlar arzı azaltılarak veya arttırılarak faiz oranları değiştirilmekte ve bunun sonucunda da reel sektör etkilenmektedir (Akdiş, 2001, 190).

Reel konjonktür kuramları Neo-Klasik iktisadın varsayımlarını kabul etmektedir. Neo-Klasik yaklaşımda fiyat ve ücret esnekliği, rasyonel beklentiler ve piyasa temizliği benimsenmektedir. Ayrıca ekonomi tam istihdam düzeyinde dengededir ve para nötrdür. Asimetrik bilgi olmadığı için bireyler piyasadaki bilgilerden haberdardır. Üretim teknolojisi (teknolojik şoklar, petrol fiyatlarındaki artış, kötü hava koşulları) ve maliye politikasındaki değişiklikler ekonomide dalgalanmalara neden olmaktadır (Nur, 2012, 13).

2. 1. 1. 3. 6. Yeni Keynesyen Yaklaşım

Yeni Keynesyen görüş, 1970’li yılların sonlarıyla 1980’li yılların başlarında, Yeni Klasik görüşe karşı olarak ortaya çıkmış bir yaklaşımdır. Bu görüşü savunan başlıca ekonomistler şunlardır: Edmund Phelps, Stanley Fischer, Joseph Stiglitz, Oliver Blanchard, R.J. Gordon, John Taylor, Ben Bernanke, Robert Hall, George Akerlof, Janet Yellen, Gregory Mankiw (Artar, 2010, 29).

Keynesyen ve Yeni Keynesyen iktisatçılar üç önermeyi kabul etmektedirler (Greenwald ve Stiglitz, 1993, 23).

- Bazı dönemlerde, cari ücret düzeyinde istihdam edilemeyenlerden dolayı işsizlik mevcut olacaktır.
- Ekonomik faaliyetlerde dalgalanmalar görülmektedir.
- Para, çoğu dönemlerde önemli olmasına rağmen para politikası bazı dönemlerde (Büyük Buhran gibi) etkili bir politika aracı olmayabilmektedir.

Keynesyen ve Yeni Keynesyen iktisatçılar bu önermelerden yola çıkarak ekonomiye müdahale edilmesi gerektiği görüşünü savunmaktadırlar (Büyükkın, 2007, 26).

Yeni Keynesyen iktisatçılar, Keynesyen akımda mevcut olmasına rağmen yeterince açıklanmamış ücret ve nominal fiyat katılıklarını bazı mikro ekonomik kavramları kullanarak açıklamaya çalışmışlardır. Ücret ve fiyat ataleti, etkin ücret kuramı, çakışan ücret sözleşmeleri, fiyat listeleri (menü maliyetleri) gibi temel mikro kavramlara atıfta bulunarak kısa dönemdeki aktif para politikası uygulamalarının reel çıktı ve istihdam üzerinde etkili olabileceğini savunmuşlardır. (Göklemmez, 2011, 15).

Yeni Keynesyen kuramda, ekonomik birimlerin karar verme aşamasında var olan bütün bilgiyi kullanacakları kabul edilmektedir. Dolayısıyla, para arzında bir azalma beklentisi beklenen fiyat seviyesinde bir düşmeye neden olacaktır. Ekonomide birçok fiyat beklentilerdeki değişime hemen tepki vererek uyum sağlayamayacağı için para arzında beklenen bir azalma karşısında fiyatlar ilk etapta yavaş yavaş düşmesine rağmen zaman içerisinde uyum gösterebilecektir (Çağlav, 2014, 8).

Yeni Keynesyen ekonomistlere göre konjonktür dalgalanmalar piyasa aksaklıklarının, bireylerin ve firmaların rasyonel davranışları sonucunda toplum refahını azaltıcı yönde olacaktır. Yeni Keynesyen ekonomistler, genel olarak toplam talebi etkileyen reel ve nominal şokların kısa dönemde ekonomiyi etkileyeceğini ifade etmektedirler. Parasal şoklar da bu şoklardan biridir. Yeni Keynesyenlere göre para arzındaki beklenmeyen şokların reel etkileri olabileceği gibi, ekonomideki fiyat ve ücret katılıklarına bağlı olarakda beklenen şokların reel etkileri olacaktır. Yeni Keynesyenler nominal ücret ve fiyat katılıklarını liste maliyetleri, uzun dönemli ücret ve fiyat sözleşmeleri ile açıklarken; reel katılıkları ise temel olarak etkin ücret teorisi ve örtülü sözleşmelerle açıklamaktadırlar. Yeni Keynesyenler, ekonominin uzun dönemde tam istihdam düzeyine ulaşacağını kabul etmekle birlikte bu sürecin zaman alacağını ve toplumsal refahı düşüreceğini dile getirerek, toplam talebi arttırıcı politikaların uygulanması gerekliliğine vurgu yapmışlardır (Atay, 2010, 66-67).

Yeni Keynesyen iktisadi görüşe göre para arzında meydana gelen değişimler faiz oranları üzerinden toplam talep bileşenlerini etkilemektedir. Nominal para arzındaki bir artış fiyatların yapışkan olması sebebiyle kısa dönemde reel para dengesini artırır. Ekonomik birimler daha yüksek reel para dengesine sahip olduğu için denge reel faiz oranı düşer. Nominal para arzında meydana gelecek bir azalış kısa dönemde reel para dengesini düşürür. Denge şartının sağlanması için reel faiz oranları yükselmelidir. Reel faiz oranlarında değişiklikler toplam talebin unsurları olan tüketim, yatırım ve net ihracatı değiştirir (Göktaş, 2010, 21).

Yeni Keynesyen ekonomistler çıktı ve istihdamdaki değişikliklerin açıklanmasında ücret ve fiyat yapışkanlıklarına yükledikleri önem doğrultusunda para politikasının ekonomide istikrarı sağlamadaki önemi üzerinde durarak duruma göre aktif para politikasını savunmakla birlikte, uygulanacak politika konusunda net bir görüş birliğine varamamışlardır. Bundan dolayı politika uygulamaları sonucunda

bazı belirsizliklerin büyüklüğü ile uzun dönemli ve değişken nitelikteki gecikmeleri kabul ederek konuya ihtiyatlı yaklaşmaktadırlar. Bu nedenle politika otoritelerinin gelecek dönemlerdeki politika uygulamalarındaki değişimin etkisini iyi tahmin etmeleri büyük önem arz etmektedir (Göklemmez, 2011, 16).

2. 1. 1. 3. 7. Post Keynesyen Yaklaşım

Post Keynesyen iktisat, J. M. Keynes'in 1936 yılında yazdığı "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eserinin yeniden yorumlanması ile ortaya çıkarılmış bir akımdır. Post Keynesyenler, Keynes'in görüşlerinin Neo-Klasik iktisadın görüşlerinden kesin olarak ayrıldığına inanmaktadırlar. Post Keynesyenler, Neo-Klasiklerin iktisadi görüşlerine karşı çıkarken Keynes'in görüşlerini savunmakta ve daha realist birey ve firma davranışları üzerinde durmaktadırlar. Bu çerçevede tam bilgi, rasyonel beklentiler, marjinal maliyetlere dayalı fiyatlandırma gibi varsayımları reddetmektedirler (Fontana ve Gerrard, 2004, 620).

Post Keynesyen yaklaşımda gelecekle ilgili belirsizliklerden yola çıkarak yatırımların istikrarsız bir seyir izleyebileceği üzerinde durulmuştur. Böyle bir ortamda, finansal olarak dışa açılmanın getireceği spekülative yapı beklentileri değiştirerek yatırımları olumsuz etkileyecektir. Çünkü finansal olarak dışa açılma sonucu yükselen faiz oranları spekülative beklentileri arttıracaktır. Beklentilerde meydana gelecek değişiklik kredi verenleri fazla getiri ve risk ortamına yönlendirerek düşük kalitede ve istikrarsız bir yatırım ortamının oluşmasına neden olacaktır (Atamtürk, 2007, 78-79).

Post Keynesyenler paranın nötr olmadığı ekonomi üzerinde reel etkilerinin olduğunu savunmuşlardır. Gelecek dönemlerdeki belirsizlik ekonomik birimleri kendilerini güvende hissettirecek olan para ve likit varlıklara yönlendirmiştir. Likidite talebinin artması faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Artan faiz oranları yatırımları azaltacak ve üretim miktarı düşecektir. Bunun sonucunda da işsizlik artacak ve bu durum ekonomiyi genel olarak etkileyecektir (Yavuz ve Tokucu, 2006, 157).

Post Keynesyen görüşe göre, bireyler ellerindeki bilgilere dayanarak gelecekle ilgili tahminlerde bulunabilirler. Fakat öngörülemeyen değişimler sonucu bireylerin tahminleri tutmayabileceği için gelecek hesap edilmez. Bu gibi

belirsizliğin olduğu ortamlarda rasyonel beklentiler teorisi geçersiz olmaktadır. Belirsizliğin olduğu bir ekonomide iktisadi aktörlerin beklentileri ekonomik birimlerin kararlarını etkileyecektir. Bu beklentiler iktisadi aktörlerin geçmiş deneyimlerine ve sahip oldukları bilgiye göre şekillenmektedir. Post Keynesyen yaklaşımda beklentiler heterojen bir yapıya sahiptir. Çünkü farklı birey ve topluluklar aynı ekonomik olaylara farklı açılardan yaklaştığı için kararlar ve beklentiler farklılık göstermektedir. Beklentilerin bu heterojen özelliği gelecekteki olayların tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır (Davidson, 1991, 130-132).

2. 1. 1. 3. 8. Arz Yönlü Yaklaşım

Keynes ekonomik sorunların talep yetersizliğinden kaynaklandığını ve ekonomik dengesizliklerin giderilmesi için talep yönlü politikalar uygulanması gerektiğini savunmuştur. Ancak Keynes'in bu düşünceleri 1970'li yıllarda küresel ekonomide meydana gelen sorunların çözülmesinde yetersiz kalması sonucu ortaya yeni düşünceler atılmıştır. Bu akımlardan biride 1980'li yılların başında Arthur Laffer tarafından ortaya atılan Arz Yönlü iktisat teorisidir. Bu teoriyi savunan iktisatçılara göre iktisadi sorunların temel kaynağı arz yetersizliğidir. Bundan dolayı ekonomide işsizliği azaltmanın, milli geliri arttırmanın yolu üretimi arttırmak yani arzı arttırmaktır. Bu amaçlada uygulanacak en etkili politika aracı vergi oranlarıdır. Amerikalı iktisatçı Arthur Laffer ekonomideki sorunları gidermek için vergi indirimleri politikasının uygulanmasının gerekli olduğunu söylemiştir. Arthur, vergi indirimleri ile vergi gelirleri arasındaki ilişkiyi "Laffer Eğrisi" adını verdiği çalışmayla açıklamıştır (Bilir, 2006, 87-88).

Arthur, vergi oranlarının düşürülmesi ile ekonominin hareketleneceğini ileri sürmüş ve % 100'lük bir vergi oranı uygulandığında bireylerin vergi ödeyemez hale geldiğini bunun sonucunda da bireylerin kazanma ve gelir elde etme isteklerinin kırıldığını söylemiştir. Arz yönlü iktisat politikaları, ücret ve maaşlarda yapılacak vergi indiriminin çalışma isteğini arttırmasını, ticaret alanındaki vergi teşviklerinin sermaye birikimini arttırmasını, yatırım gelirlerindeki vergi indiriminin özel tasarrufları arttırmayı özendirmeyi ve bu politikalarla birlikte kamu harcamalarının azaltılması ile yasal, kurumsal serbestleşme politikalarını kapsamaktadır. Arz yönlü iktisat politikalarının ekonomide olumlu sonuçlar doğurabilmesi için kişi ve işletmelerden alınan vergi oranlarında yapılacak indirim ile kamu harcamalarındaki

kısıtlamalar birlikte yapılmalıdır. Arz Yönlü iktisatçılara göre gelir vergisinde yapılacak bir indirim çalışma isteğini ve gayretini arttıracak ve bunun sonucunda da emek arzı artacaktır. Üretim miktarında artış mal ve hizmet ihracatını arttıracığından yerli paranın değeri yükselecek buna bağlı olarakda ithalat ucuzlayacak ve enflasyonun hızı düşecektir. Ayrıca gelir vergisi oranlarının düşürülmesi toplu sözleşmelerde istenilen ücret artışlarındaki azaltır. Enflasyon hızının düşmesi sonucunda tüketim, yatırım, gelir ve istihdam artarak ekonomide istikrar sağlanır. Arz Yönlü iktisatçılar devletin temel görevinin piyasa ekonomisinde etkinliği ve istikrarı artırıcı politikalar uygulamak ve ekonomiyi büyüme hızına ulaştırmak olduğu üzerinde durmuşlardır (Özdemir, 2010, 44-45).

2. 1. 2. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Bu bölümde parasal aktarım mekanizmasının tanımı ve parasal aktarım mekanizmalarına ilişkin teorik yaklaşımlar üzerinde durulduktan sonra parasal aktarım mekanizmaları açıklanacaktır.

2. 1. 2. 1. Parasal Aktarım Mekanizması Tanımı

Para politikası; üretim, istihdam ve fiyat değişimlerini kapsayan iktisadi faaliyetlerin gelişimini ve yönünü etkilemek için kullanılan ekonomi politikasının alt dallarından birini oluşturan temel araçlardan biridir. Para politikasının ekonomi üzerinde arz yönlü doğrudan etkisi az olduğundan dolayı para politikası ekonomik faaliyetleri genellikle toplam talep üzerinden etkilemektedir. Bu nedenle para politikasının uzun vadede fiyatlar genel düzeyi üzerinde, kısa ve orta vadede ise ekonomik faaliyetler üzerinde etkisi bulunmaktadır (Topçu, 2008, 3).

Literatürde parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili birçok tanım yapılmıştır. Parasal aktarım mekanizması, para politikasındaki değişimlerin ekonomik faaliyetleri ne şekilde etkilediğini ifade etmektedir (Lensink ve Sterken, 2002, 2066). Parasal aktarım mekanizması, para politikasındaki değişimler sonucu para arzında veya faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin toplam üretim ve istihdam gibi reel değişkenleri nasıl etkilediğini açıklamaktadır (Ireland, 2005, 1). Aktarım mekanizması, para politikasındaki değişiklikler sonucu toplam talebin etkilenmesi ve toplam talepte meydana gelen değişime bağlı olarak da üretim, istihdamın ve

fiyatların üzerinde etkili olunan iki aşamalı bir süreçtir (Bain ve Howels, 2009, 171). Parasal aktarım mekanizması, uygulanan para politikası ile reel üretim ve enflasyon üzerinde etkili olma çabalarıdır (Taylor, 1995, 11).

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üç aşamadan oluşmaktadır (Berk, 1998, 148-149; ECB, 2000, 43). Birinci aşamada, para politikasında meydana gelen değişikliklerin faizlere, döviz kuruna, varlık fiyatlarına, kredi koşullarına ve genel likidite koşullarına yansması sonucunda finansal piyasaları etkilemesi ile finansman maliyetlerinde değişmelere yol açmaktadır. İkinci aşamada, finansman maliyetlerindeki değişiklikler hanehalkının ve firmaların nominal harcamalarına yansmaktadır. Üçüncü aşamada ise harcamalarda görülen değişmelerin fiyat düzeyini ve üretim miktarını etkilemesi görülmektedir.

2. 1. 2. 2. Parasal Aktarım Mekanizmalarıyla İlgili Teorik Yaklaşımlar

Parasal aktarım mekanizması, para politikası uygulamaları ile ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiyi ifade etmesinden dolayı ekonomi politikasının temel konuları arasında yer almaktadır. Parasal aktarım mekanizması ile ilgili teorik yaklaşımlara bakıldığında mekanizmanın en azından kısa dönem için ekonomi üzerinde etkisinin olduğu konusunda fikir birliği olmasına rağmen, bu etkilerin hangi kanallar yoluyla ve ne şekilde gerçekleşeceği hususunda ekonomistler farklı görüşlere sahiptir (De Bondt, 1997, 1). Para politikaları farklı aktarım kanalları üzerinden ekonomiyi etkilemektedir. Bu aktarım kanallarını açıklamadan önce, farklı teorik yaklaşımların para politikalarının ekonomideki rolü ile ilgili görüşleri üzerinde durulacaktır. Parasal aktarım mekanizmaları, akademik araştırmaların önemli konularındandır. Genellikle Keynesyen ve Monetarist ekonomistlerin görüşleri doğrultusunda para politikalarının ekonomi üzerindeki etkileri analiz edilmiştir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, 110). Keynesyen iktisatçılar paranın ekonomiye olan etkisini incelerken yapısal kanıt modellerini, Monetaristler indirgenmiş form kanıtlarını kullanmaktadırlar (Mishkin, 2000, 265).

2. 1. 2. 2. 1. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması (Yapısalcı Kanıt Modeli)

Keynes'e göre ekonomik sistem; tüketim, yatırım, tasarruf ve kamu harcamaları gibi değişkenleri içeren reel sektör ile ödünç verme ve borçlardan oluşan finansal varlıkları içeren finansal sektörden meydana gelmektedir. Bu iki sektörün birbiri ile bağlantılı olmasından dolayı ekonomik faaliyetler, para arzı ve finansal varlıklardaki değişimlere bağlı olarak dolaylı ve karmaşık şekilde etkilenmektedir (Variçli, 2011, 9).

Keynesyen iktisatçılar paranın ekonomi üzerindeki etkisini incelerken yapısal bir model kullanmaktadırlar. Söz konusu model ekonominin nasıl işlediğini açıklarken özellikle toplam talep üzerinde etkisi yüksek olan çeşitli piyasalardaki tüketicilerin ve firmaların davranışlarını ifade eden eşitliklerin birlikte kullanılmasından yararlanmaktadır. Bu eşitlikler para ve maliye politikalarının toplam hasılayı ve harcamaları etkileyeceği kanalları göstermektedir (Mishkin, 2000, 265). Keynesyenlerin yapısalcı kanıt modeline göre para politikası ekonomiyi aşağıdaki şekilde etkilemektedir (Topçu, 2008, 5).

$$PPA \rightarrow H \rightarrow M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$$

PPA : Para Politikası Araçları

H : Parasal Taban

M : Para Arzı

r : Faiz oranı

I : Yatırımlar

Y : Hasıla

Yukarıda da görüldüğü gibi uygulanan para politikası sonucunda para politikası araçları öncelikle parasal tabanı etkilemektedir. Parasal tabanın etkilenmesi para arzında bir değişime neden olurken, para arzındaki değişikliklerde faiz oranlarında değişime neden olacaktır. Faiz oranlarının değişmesi yatırımları etkilerken yatırımların değişmeside hasıla üzerinde etkisini göstermektedir (Seyrek, Duman ve Sarıkaya, 2004, 203).

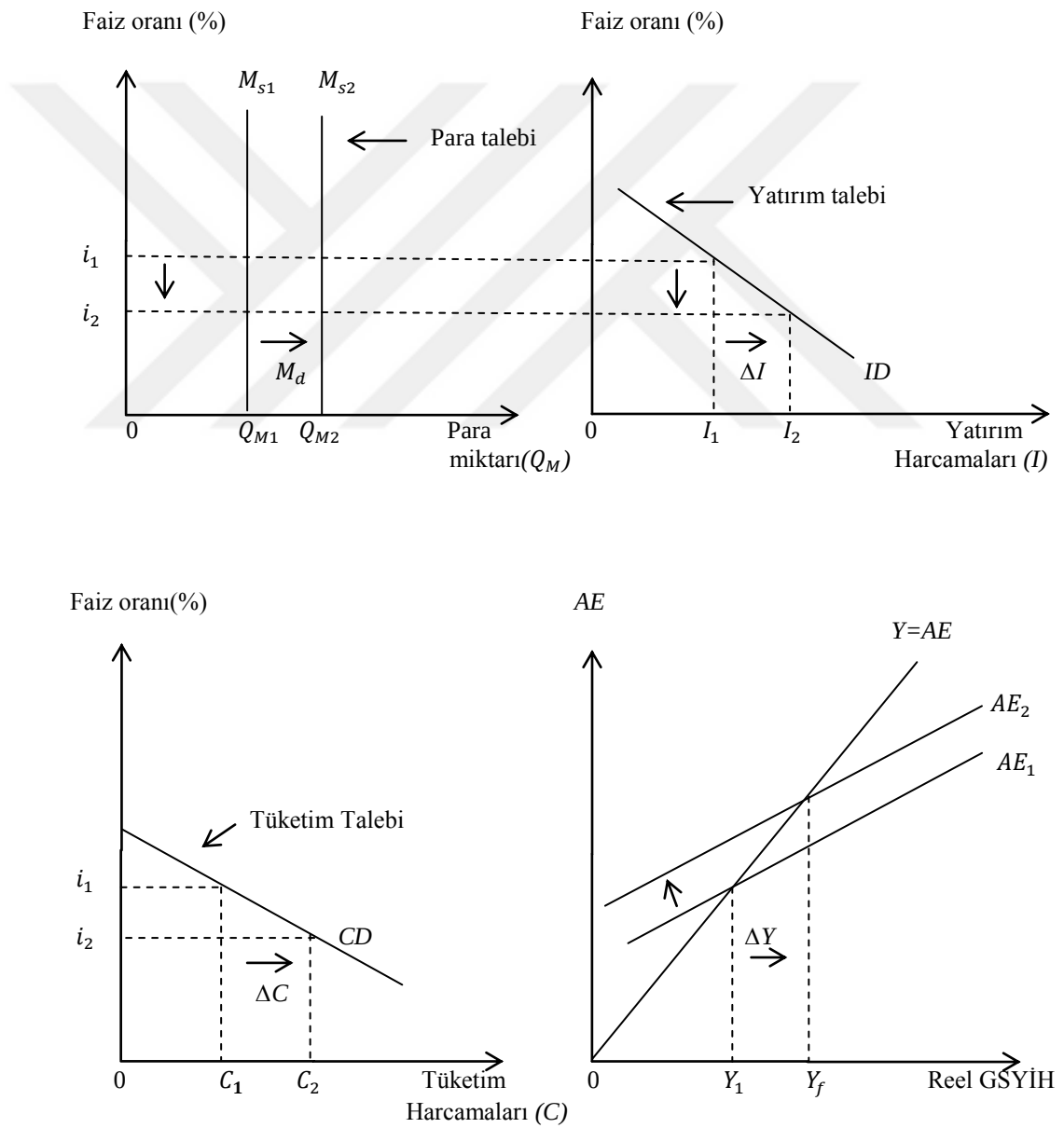
Keynesyen iktisatçılar tarafından kullanılan yapısal kanıt modelleri, ekonominin çalışma düzenini anlamamıza yardımcı olduğundan dolayı önem arz etmektedir. Fakat yapısal kanıt modellerinin ekonominin işleyişi ile ilgili doğru bilgi vermesi için para ve maliye politikalarının ekonomiyi etkileyen aktarım kanallarının tamamının modele dahil olması gerekmektedir. Eğer modellere dahil edilen aktarım kanalları tam ve doğru olarak tanımlanamaz ise paranın ekonomi üzerindeki etkisi tam olarak saptanamayabilir. Yapısalcı model, para ve maliye politikasının ekonomiyi etkileyebileceği tüm aktarım mekanizmalarını içeriyorsa yapısal model yaklaşımı indirgenmiş form yaklaşımına göre üç önemli avantaja sahip olmaktadır. Bu avantajlar şunlardır (Mishkin, 2004, 605):

- Aktarım mekanizmalarının tamamı ayrı ayrı değerlendirildiği için paranın ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olup olmadığı ile ilgili daha fazla kanıt elde edilebilecektir.
- Uygulanan para politikası sonucunda para arzındaki değişmelerin ekonomik faaliyetleri nasıl etkilediğinin bilinmesi, para arzının hasıla üzerindeki etkisini tahmin etmemize yardımcı olacaktır. Örneğin; faiz oranları düşük seviyedeysen para arzının arttırılmasının ekonomi üzerinde fazla etkisi olmazken, faiz oranlarının yüksek olduğu bir dönemde para arzının arttırılması hasıla üzerinde büyük bir etki gösterecektir.
- Ekonominin nasıl işlediğinin bilinmesi, ekonomideki kurumsal değişmelerin para arzı ve hasıla arasındaki bağı nasıl etkileyeceğinin bilinmesini sağlar.

Keynesyen analiz, faiz oranlarının para arzı ve talebinin fonksiyonu olduğunu açıklamasının yanında para arzında meydana gelebilecek bir artış sonucu faiz oranlarının belirli bir minimum düzeye kadar düşebileceği fakat bu noktadan sonra düşmeyeceğini söylemektedir. Faiz oranları minimum seviyeye indiğinde bireyler faiz oranlarında görülebilecek bir yükseliş karşısında uğrayacakları sermaye kaybının, ellerinde tahvil bulundurmakla kazanacağı faiz gelirinden fazla olacağını düşünerek elde para tutmayı tercih edecektir. Likidite tuzağı denilen bu durumda para otoritelerinin faiz oranlarını belirli bir seviyenin altına indirme çabaları sonuç vermeyecektir (Parasız, 2012, 167).

Keynes'e göre, tam istihdam gelir düzeyine ulaşıncaya kadar para arzının artırılması fiyatları etkilemez sadece gelir artışına neden olur. Para arzının orantılı olarak artırılması fiyat düzeyinde bir yükselişe neden olmadan tam istihdam gelir düzeyine ulaşılmasını sağlayabilir. Para arzının artırılmasının faiz oranını düşüreceği, faiz oranının düşmesinin yatırım ve tüketim harcamalarını dolayısıyla da toplam harcamaları artıracacağı ve bununda hasılda artışlara neden olacağı görüşü Keynesyen parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılır. Keynesyen parasal aktarım mekanizması şekil 2'de gösterilmiştir (Ertek, 2010, 254).

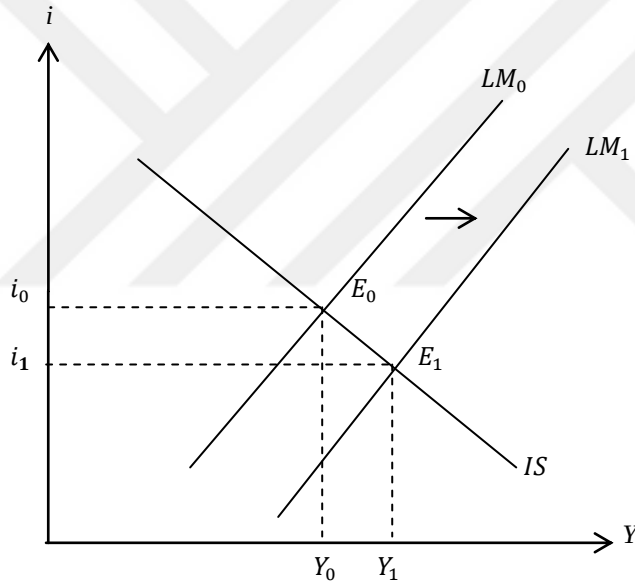
Şekil 2. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: (Ertek, 2010, 254)

Keynesyen görüşte aktarım mekanizmasının gösterilmesinde IS-LM analizi kullanılmaktadır. IS-LM modelinde üretim ve faiz oranı arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Bu ilişkilerden ilki mal piyasası ile ilgilidir. Veri bir gelir düzeyinde daha yüksek bir faiz oranı toplam talebi azaltacak ve buna bağlı olarakda üretim düzeyi düşecektir. Üretim ve faiz oranı arasındaki bu ters yönlü ilişki IS eğrisi olarak bilinmektedir. Üretim ve faiz oranı arasındaki ilişkilerden ikincisi para piyasası ile ilgilidir. Para talebi ile para otoriteleri tarafından belirlenen para arzı eğrilerinin kesiştiği nokta para piyasasında dengeyi göstermektedir. Para arzı sabitken gelir seviyesindeki bir artış likidite talebini artırarak, para talebinin para arzına eşit olduğu faiz oranını yükseltmektedir. Üretim ve faiz oranı arasındaki bu pozitif ilişki LM eğrisi olarak bilinmektedir (Romer, 2000, 150-151).

Şekil 3. IS-LM Modelinde Genişlemeci Para Politikası



Kaynak: (Cengiz, 2008, 117)

Şekil 3'te görüldüğü gibi IS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktada ekonomi dengeye gelmektedir. Mal ve para piyasalarının dengede olduğu üretim ve faiz bileşenlerinin eşit olduğu denge noktası yukarıdaki şekilde E_0 ile gösterilmektedir. E_0 noktasında, denge faiz oranının i_0 ve denge gelir düzeyinde Y_0 olduğu görülmektedir. Ekonomi dengede iken genişlemeci bir para politikası uygulandığını düşünelim. Örneğin; merkez bankasının piyasadan tahvil satın almak istemesi sonucunda piyasaya tahvil karşılığı para sürecektir. Buna bağlı olarak da para arzı artacaktır (LM_0 'ın LM_1 'e kayması). Bu durumda tahvil fiyatları yükselirken faiz oranları düşecektir. Faiz oranlarındaki düşüş yatırımları arttıracak ve bunun

sonucunda gelir artarak piyasadaki yeni denge noktası E_1 olacaktır (Cengiz, 2008, 117).

Keynesyen yaklaşımda para talebi ve yatırım talebi fonksiyonlarının faize karşı duyarlılık derecesi para arzındaki değişikliğin ekonomi üzerindeki etkisini belirlemektedir. Para talebinin faiz esnekliğinin düşük olması, para stokundaki bir artışın spekülasyon fonlarca çok fazla tüketilmeyerek faiz oranını aşırı derecede düşüreceğini göstermektedir. Yatırım talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması ise faiz oranlarındaki düşüşün yatırımları önemli ölçüde arttıracaklarını göstermektedir (Keyder ve Ertunga, 2012, 364). Ayrıca Keynesyen teoride para arzı değişikliklerinin ekonomik faaliyetler ve reel faiz oranları üzerinde etkili olabilmesi için likidite tuzağının olmaması gerekmektedir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, 110).

2. 1. 2. 2. 2. Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması (İndirgenmiş Kanıt Modeli)

Keynesyenlerin 1960'lı yıllardaki genel kabul gören ekonomi ile ilgili görüşleri, Milton Friedman'ın öncülüğünü yaptığı Monetarist akımın ortaya çıkması ile önemini kaybetmeye başlamıştır. Monetaristler, para politikasının etkin olmadığını savunan Keynesyen görüşü eleştirmiştir (Gür, 2003, 4).

Monetaristler para arzının toplam harcamalar üzerinde etkisini belirli bir kanal üzerinden tanımlamamaktadırlar. Monetaristler paranın ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini, toplam harcamalardaki değişimin para arzında görülen hareketle ilişkili olup olmadığından yola çıkarak incelemektedirler. Monetaristler, paranın harcamalar üzerindeki etkisini incelerken ekonomiyi nasıl işlediği görülmeyen bir karanlık kutuya benzetmektedirler. Monetaristlerin bu görüşü şu şekilde gösterilmektedir (Mishkin, 2004, 604).

$$M \rightarrow \boxed{?} \rightarrow Y$$

Monetaristlerin kullandığı indirgenmiş form kanıtları, para politikasının ekonomiyi etkileme yolunda herhangi bir kısıtlama getirmemesi nedeniyle yapısal kanıt modellerine göre daha avantajlıdır. Parasal aktarım mekanizmalarının tamamının modele dahil edildiğinden emin olunmadığında doğrudan gelirdeki değişimlerin para arzında görülen değişimle ilgisini araştırmak kaydıyla paranın toplam gelir üzerindeki etkisini tanımlayabiliriz. Para arzındaki hareketliliğin toplam

geliri etkileme kanallarının çeşitli ve devamlı değişen olması sebebiyle Monetaristler indirgenmiş form kanıtlarının kullanılmasını savunmuşlardır. Monetaristler para politikasıyla ilişkili olan aktarım mekanizmalarının tamamının belirlenmesinin çok zor olacağını dile getirmişlerdir (Mishkin, 2004, 606).

Monetarist yaklaşımın öncüsü Friedman’a göre tüketim sadece gelire değil, aynı zamanda servetede bağlıdır. Friedman’a göre servet; para, tahvil, hisse senetleri, reel varlıklar ve beşeri sermayeden oluşmaktadır. Friedman bireylerin para talebini açıklarken servet kavramı yerine “sürekli gelir” kavramını kullanmıştır. Ayrıca Friedman para talebi fonksiyonuna servetide (sürekli gelir) dahil ederek yeni reel para dengesi fonksiyonunu aşağıdaki gibi oluşturmuştur (Stone, 2007, 575).

$$M_d/P = f(W, r, p_e, u) \quad (2.4)$$

Reel para dengesi denkleminde M_d nominal para talebini, P fiyatlar genel düzeyini, W sürekli geliri, r finansal varlıkların getirisini (hisse senedi, tahvil vb.), p_e beklenen enflasyon oranını ve u ’da bireysel zevk ve tercihleri göstermektedir. Denklemin sol tarafı M_d/p reel para talebini ifade etmektedir (Stone, 2007, 577).

Monetaristler parayı; tahvil, hisse senedi, bono, reel varlıklar ve dayanıklı tüketim mallarını içeren genelleştirilmiş varlıklar portföyü içerisine eklemişlerdir. Bundan dolayı para, sadece varlıklardan biri olarak değerlendirilmektedir. Portföy içerisindeki varlıkların marjinal getiri oranları eşitleninceye kadar bireyler tasarruflarını bu varlıklar arasında paylaştırmaktadırlar. Keynesyen teoride sadece paranın ve tahvilin birbirlerini ikame edebileceği vurgulanmıştır (Stone, 2007, 577). Friedman ise Keynes’in aksine para ve malların birbirlerini ikame ettiklerini kabul etmektedir (Mishkin, 2000, 183).

Monetarist yaklaşımda bireyler ellerinde sadece işlem amaçlı para bulundurmaktadırlar. Bunun için bireyler ellerinde fazla parayı hisse senedi, tahvil, altın, gayrimenkul gibi varlıkların alımında kullanacaklardır. Bu da yatırım yapılan varlıkların fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır (Slavin, 2009, 370).

Monetaristlere göre, para politikasında görülen değişimler hem para stokunu diğer yerli ve yabancı aktif stoklarına oranla değiştirmekte hem de paranın marjinal faydasını diğer finansal aktiflerin ve tüketimin marjinal faydasına oranla değiştirmektedir. Varlık sahipleri, tüm varlıkları ile cari dönem üretim ve tüketimlerinin marjinal faydalarını nispi fiyat oranlarıyla eşitleyerek, dengeyi

yeniden oluşturmaya çalışmaktadırlar. Bu durum harcama ve aktif portföylerinde çok sayıda nispi fiyat değişikliğini içermektedir (Meltzer, 1995, 52).

Monetarist ekonomistler nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, ekonomik birimlerin borçlanma veya yatırım kararı alırken reel faiz oranlarının etkili olacağını ve bu nedenle nominal faiz oranlarının reel faiz oranları için belirleyici olamayacağını dile getirmişlerdir (Kasapoğlu, 2007, 5).

Monetaristler, para arzındaki değişikliklerin ekonomi üzerinde etkilerinin kısa ve uzun dönemde farklı olacağını savunmuşlardır (Cuningham, 2008, 6). Monetaristler, uzun vadeli faiz oranlarındaki değişimin büyük bir oranının enflasyon oranını yansıttığı düşüncesiyle para politikalarının ekonomik faaliyetlere aktarımında faiz oranlarının önemli bir etkisinin olmadığını düşünmektedirler. (Goodfriend ve King, 1997, 238-239). Para arzında yapılacak bir değişiklik, kısa dönemde fiyatlar genel düzeyini veya çıktı miktarını değiştirebilirken uzun dönemde sadece fiyatları etkilemektedir. Monetaristlere göre, para arzındaki bir artışın ekonomi üzerindeki etkisinin şematik gösterimi aşağıdaki gibidir (Stone, 2007, 577).

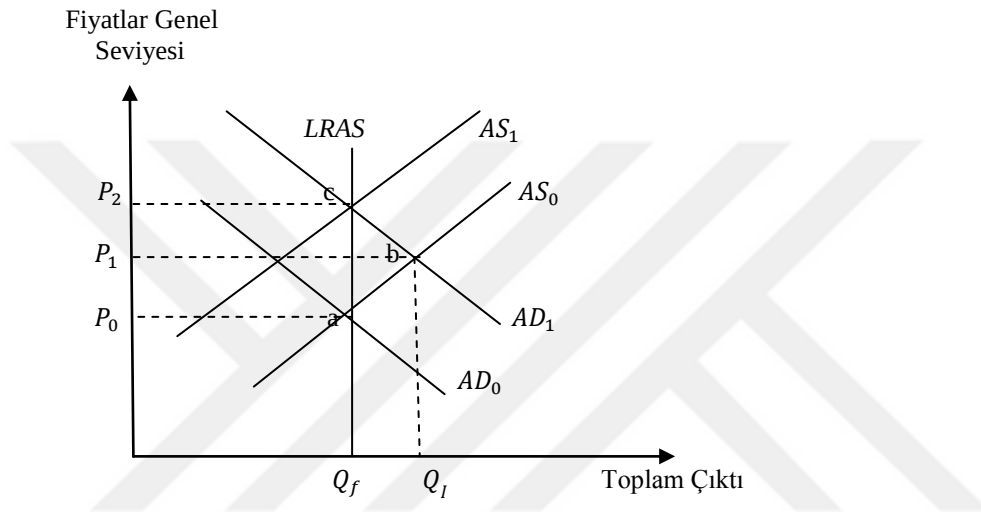
$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \text{ ve/veya } C \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow Y \uparrow \text{ ve/veya } P \uparrow$$

Yukarıdaki şemada, M para arzını, i faiz oranlarını, I yatırımı, C tüketimi, AD toplam talebi, Y geliri ve P de fiyatlar genel düzeyini göstermektedir. Para arzındaki bir artış ($M \uparrow$) faiz oranını düşürmektedir ($i \downarrow$). Para arzındaki artış paranın getirisinde azalışa neden olduğu için hem tüketici hem de yatırımcı eline geçecek olan fazla parayı elinde tutmak isteyecektir. Ekonomik birimler fazla olan parayı diğer varlıkların (tahvil, hisse senedi, reel varlıklar ve dayanıklı tüketim malları vb.) alımında kullanacaktır. Bu durum tüketim ve yatırım harcamalarında olan artışı göstermektedir ($C \uparrow$ ve $I \uparrow$). Bunun sonucunda da toplam talep ($AD \uparrow$) ve finansal varlık miktarındaki artış, çıktı düzeyini ve geliri arttıracak ($Y \uparrow$) ve buna bağlı olarak da fiyatlar genel düzeyi artacaktır ($P \uparrow$). Başka bir ifadeyle, paranın gelir dolaşım hızının sabit olduğu varsayıldığından para arzındaki artış, kısa vadede fiyatları veya çıktıyı ya da her ikisini de arttırmaktadır (Stone, 2007, 577).

Monetaristler para arzında yapılan değişimin kısa ve uzun dönem etkilerini şekil 4'te göstermişlerdir. Başlangıçta, P_0 fiyat düzeyi ile Q_f (uzun dönem doğal çıktı miktarı) çıktı miktarının kesiştiği a noktasında ekonomi dengededir. Genişletici bir

para politikası uygulamasıyla para arzındaki bir artış sonucu toplam talep eğrisi AD_0 'dan AD_1 'e kayacaktır. Bunun sonucunda, fiyat düzeyi P_0 'dan P_1 'e ve toplam çıktı miktarı ise Q_f 'den Q_1 'e yükselmektedir. Bu durumda ekonomide yeni denge a noktasından kayarak b noktasında sağlanmaktadır. Uzun dönemde ise toplam çıktı miktarı yeniden Q_f düzeyine dönecek ve fiyatlarda P_2 'ye yükselecektir. Bu sebeplede uzun dönem arz eğrisi LRAS klasik teoride olduğu gibi dikey şeklidedir (Stone, 2007, 578).

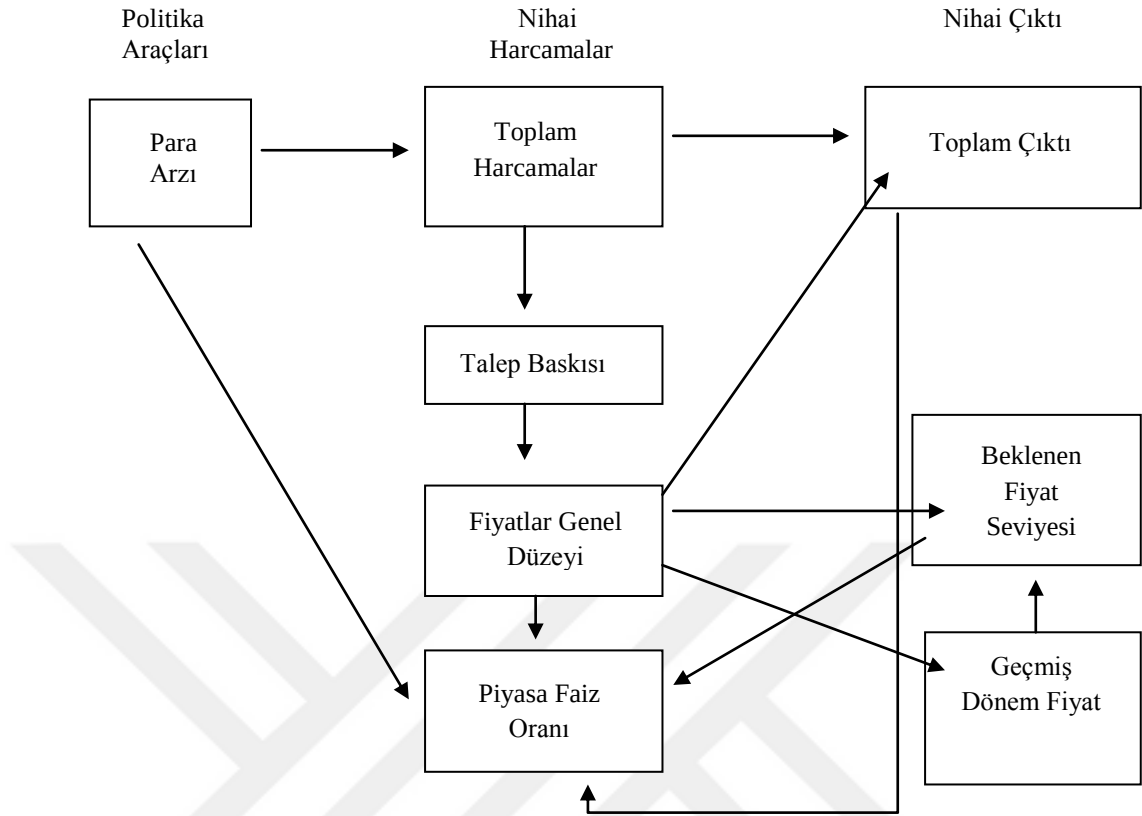
Şekil 4. Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: (Stone 2007, 578)

Monetaristler, şekil 5'te St. Louis Modelini kullanarak aktarım mekanizmasını açıklamaktadırlar. St. Louis Modeli'ne göre, para politikası araçları kullanılarak para arzının değiştirilmesi ile toplam harcamalar doğrudan etkilenmektedir. Talep baskısı ve çıktı miktarına bağlı olarak cari ve beklenen fiyatlar genel düzeyi değişmektedir. Bu değişim sonucunda da piyasa faiz oranı belirlenmektedir. Fakat harcama, toplam çıktı ve fiyatlar genel düzeyinin belirlenmesinde piyasa faiz oranları doğrudan bir aracı olarak kullanılmamaktadır (Jain ve Tomic, 1995, 147).

Şekil 5. Para Politikası Etkilerinin St. Louis Modeli ile Gösterilmesi



Kaynak: (Jain ve Tomic, 1995).

2. 1. 2. 3. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Ekonomik faaliyetler ve fiyatlar, uygulanan para politikası ile çeşitli kanallar üzerinden genellikle uzun, farklı ve önceden tahmin edilemeyen bir gecikmeyle etkilenmektedir (Cengiz, 2009, 227). Para politikası ekonomiyi beş farklı kanal üzerinden etkilemektedir. Bu kanallar literatürde; faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı olarak ifade edilmiştir (Mohanty ve Turner, 2008, 9).

2. 1. 2. 3. 1. Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarım mekanizması, para otoritelerinin uyguladığı para politikaları sonucunda finansal piyasaların etkilenmesi ile başlayarak harcamalardaki değişime bağlı olarak üretim ve fiyatlar üzerinde etki oluşturulmasıdır (Thiessen, 1996, 6). Buna göre parasal aktarım mekanizması para politikası uygulamalarının ekonomiyi etkileme kanalı ve şekli olarak ifade edilmektedir (Şıklar, 2004, 217). Bir başka

ifadeyle para politikasındaki düzenlemelerin, ekonomi üzerindeki etkisinin açıklanması parasal aktarım mekanizması olarak ifade edilmektedir (Pétursson, 2001, 2).

İktisatçılar para politikasının kısa dönemde çıktı üzerinde etkisinin olduğu konusunda fikir birliği sağlamışlardır. Bununla birlikte para politikasının hangi kanallar vasıtasıyla çıktı üzerinde etkili olmaya çalışacağı önemli bir araştırma ve tartışma konusu olmuştur. Bu nedenle parasal aktarım mekanizmaları iktisat literatüründe kara kutu olarak da adlandırılmaktadır. Faiz oranı kanalı, parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili yapılan çalışmaların başlangıç noktasını oluşturmaktadır (Çakmaklı, 2005, 24).

Faiz oranı kanalı, yarım asırdan fazla bir zamandır iktisat teorisinde temel bir yaklaşım olarak yer edinmiş bir parasal aktarım kanalıdır. Faiz oranı kanalı, parasal tabandaki bir değişime bağlı olarak faiz oranlarında görülecek olan değişikliğin yatırımları etkilemesiyle çıktı miktarının artırılması veya azaltılması olarak açıklanmaktadır (Mishkin, 1995, 4). Ayrıca faiz oranı kanalı, kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin fon arzı ve talebini etkilemesiyle çalışan parasal aktarım kanalı olarak da tanımlanabilir (İnan, 2001, 4). Faiz oranı kanalı, para politikasındaki değişikliklere ekonominin nasıl bir tepki vereceğini gösteren parasal aktarım mekanizmalarından biridir. Merkez bankası kısa dönem faiz oranlarını etkileyebilmek için banka rezerv arzlarını değiştirmektedir. Para arzında yapılmış olan bu değişiklikle para politikasında da değişiklikler başlamaktadır (Sellon, 2002, 6).

Faiz oranı yaklaşımında para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkileri incelenirken dört temel varsayım geçerlidir (Hubbard, 1995, 64).

- Merkez bankası para arzını kontrol edebilmelidir.
- Merkez bankası hem reel hem de nominal kısa dönem faiz oranını etkileyebilmelidir. Fiyatlar bu duruma anında karşılık veremediği için fiyat yapışkanlığı söz konusudur.
- Para otoritelerinin müdahalesi sonucu kısa vadeli faiz oranında meydana gelebilecek değişiklikler hanehalkının ve firmaların yatırımlarını belirleyen uzun vadeli faiz oranlarındaki etkilemektedir.

- Para politikasındaki değişikliklere bağlı olarak faize duyarlı harcamalarda makul bir değişiklik olması gerekmektedir. Yani faize duyarlı harcamalar ile çıktı arasındaki değişiklik politika değişikliğine karşı benzer olmalıdır.

Faiz oranı kanalı iki aşamalı bir süreçle çalışmaktadır. Birinci aşamada para otoritesi para politikası araçları aracılığıyla piyasa faiz oranlarında değişiklik yapmaktadır. İkinci aşamada ise faiz oranlarındaki değişiklik şirketlerin yatırım kararları ile tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını etkilemektedir. Ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararlarının etkilenmesi sonucunda da toplam üretim miktarında değişiklikler görülecektir. Buradaki birinci aşamanın dayanak noktası Keynes'in likidite tercihi teorisidir. Likidite tercihi teorisine göre, ekonomik birimler işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüleriyle para talebinde bulunmaktadır. Faiz oranlarındaki değişimlerden yararlanmak için spekülasyon güdüsüyle para talebi artmaktadır. Bu modelde para ve tahvil olmak üzere sadece iki tür aktif vardır. Bireyler belirli bir zamanda varlıklarının bir kısmını para bir kısmını da tahvil olarak tutmaktadır. Likidite tercihinde bir değişiklik yok iken para arzında yapılacak bir artış sonucunda iktisadi birimler ellerine geçen fazla para ile tahvil alacaklardır. Bunun sonucunda tahvile olan talep artacaktır. Tahvil talebinin artması, tahvil fiyatlarını arttıracaktır. Tahvil fiyatlarının artması ise faiz oranlarını düşürecekler. Faiz oranı kanalının ikinci aşamasını oluşturan faiz oranlarındaki düşüş sonucunda yatırımların arttırması ise sermaye maliyeti ile ilgilidir. Reel faiz oranlarının düşmesi sonucunda yatırım yapmak isteyen firmalar ihtiyacı olan fonu düşük faiz oranları karşılığında temin edeceklerdir. Bu da firmaların sermaye maliyetini azaltacak ve yeni yatırım projelerinden elde edecekleri karı arttıracaktır. Dolayısıyla bu durum firmaları yatırım yapmaya teşvik niteliğinde olup yatırım yapma arzularının artmasını sağlayacaktır (Karaca, 2010, 41-42).

Mishkin (1995), faiz oranı kanalının işleyiş mekanizmasını aşağıdaki gibi göstermektedir.

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

Bu ifade de M para arzını, i_r reel faiz oranını, I yatırım harcamalarını, Y çıktıyı ifade etmektedir. Merkez bankası daraltıcı bir para politikası uyguladığında para arzı azalacağı için ($M \downarrow$) reel faiz oranları artar ($i_r \uparrow$). Faiz oranlarının artması sermayenin maliyetini arttıracak ve bunun sonucunda da yatırımlar azalacaktır ($I \downarrow$).

Yatırımlardaki azalışa bağlı olarak toplam talep düşecek ve böylece çıktı miktarı azalacaktır ($Y \downarrow$) (Mishkin, 1995, 4).

Merkez bankası genişletici bir para politikası uyguladığında para arzı artacağı için ($M \uparrow$) reel faiz oranları düşecektir ($i_r \downarrow$). Faiz oranlarındaki bu düşüş sermayenin maliyetini azaltırken yatırımları arttıracaktır ($I \uparrow$). Yatırımlardaki artışa bağlı olarak toplam talep ve böylece çıktı miktarı artacaktır ($Y \uparrow$) (Mishkin, 1996, 2).

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

Keynes başlangıçta aktarım kanalının çalışmasını müteşebbislerin yatırım kararları doğrultusunda açıklamışsada daha sonraki çalışma ve araştırmalarda tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı satın alma kararlarında müteşebbislerin yatırım kararlarına benzer olduğu görülmüştür. Bu nedenle yukarıda şematik olarak gösterilen paranın ekonomiye aktarımındaki faiz oranı kanalı, konut ve dayanıklı tüketim harcamalarında kapsayan tüketim harcamalarına aynı şekilde uygulanabilir. Böylece yatırım harcamaları ile konut ve dayanıklı tüketim harcamaları tek bir başlık altında ele alınmaktadır. John Taylor faiz oranı kanalının, uygulanacak para politikasının ekonomi üzerinde nasıl bir etki oluşturacağını açıklama hususunda önemli rol oynayacağını dile getirmiştir (Mishkin, 1995, 4). Faiz oranı kanalının işleyişinde faiz oranları hem tüketicilerin hem de yatırımcıların kararlarını etkilemede temel faktördür. Harcama kararları üzerinde kısa vadeli faiz oranlarının büyük bir etkisi bulunmaktadır. Faiz oranlarında meydana gelecek bir düşüş müteşebbislerin stok ve sabit sermaye yatırımları ile bireylerin konut yatırımlarını ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını etkileyerek toplam çıktı miktarının artmasına yol açmaktadır (Mishkin, 1996, 2-3).

Reel faiz oranlarının tüketicilerin ve firmaların kararlarında etkili olması faiz oranı kanalının ayırt edici bir özelliğidir (Mishkin, 1996, 2). Bu durum parasal aktarım mekanizmasında reel ve nominal faiz ayırımının önemini göstermektedir. Bu iki faiz oranı arasındaki ilişkiyi açıklamada bekleyişler ve ücret yapışkanlıkları öne çıkmaktadır (Taylor, 1995, 13). Merkez bankası para politikasını uygularken kısa dönemli faiz oranını kullanmaktadır. Fakat şaşırtıcı görülebilmesine rağmen harcamalar üzerinde etkili olan temel faiz oranı uzun vadeli reel faiz oranıdır (Bernanke ve Gertler, 1995, 28). Bu durum şöyle açıklanabilir. Merkez bankasının uygulayacağı para politikası için kullanacağı kısa vadeli nominal faiz oranları yapışkan fiyatlar

vasıtasıyla kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarını etkilemektedir. Genişletici bir para politikası sonucu hem kısa vadeli nominal faiz oranları hem de kısa vadeli reel faiz oranları düşmektedir. Beklentiler teorisine göre de gelecekte beklenen kısa vadeli reel faiz oranlarının ortalaması uzun vadeli faiz oranını vermektedir. Bundan dolayı kısa vadeli faiz oranlarındaki bir düşüş uzun vadeli reel faiz oranlarında düşürmektedir (Mishkin, 1996, 3).

Merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulayarak kısa vadeli faiz oranlarını arttırması sonucunda fiyatların yapışkan olması ve bekleyişler teorisi varsayımıyla uzun vadeli faiz oranları yükselecektir. Bu da tüketicilerin dayanıklı tüketim harcamalarını azalttığı ve üreticilerin yatırım maliyetlerini arttırdığı için yatırım harcamalarının azalmasına yol açarak ekonomide toplam talebin azalmasına neden olacaktır. Toplam talepteki azalmaya bağlı olarakda çıktı miktarında ve fiyatlarda değişiklikler görülecektir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, 4; Ireland, 2005, 3). Faiz kanalının aktif bir şekilde işleyişinde fiyatların yapışkan olması etkilidir. Fiyat yapışkanlığının söz konusu olduğu modellerde para arzını arttırıcı ve faiz oranlarını düşürücü politikalar genişletici etkilere neden olmaktadır (Canbazoğlu ve Karaalp, 2012, 55).

Faiz kanalının çalışması için gerekli olan fiyat yapışkanlığının bazı nedenleri vardır. Birinci neden koordinasyon yetersizliğidir. Genişletici bir para politikası sonucunda para arzının artmış olduğu bir durumda üretimde bir değişiklik olmadan fiyatlar para arzındaki artış miktarı kadar yükselecektir. Fakat bir firma, diğer firmalar fiyat artırımına gitmeden para arzındaki artış oranı kadar kendi fiyatlarında artışa giderse müşterilerini diğer firmalara kaptırma riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Böyle bir durumla karşılaşılmasını için tüm firmaların birlikte hareket ederek fiyatları aynı zamanda ve aynı miktarda arttırması gerekmektedir. Ancak ekonomide birçok firmanın faaliyet göstermesi birlikte hareket etmeyi yani fiyat ayarlaması konusunda koordinasyonun sağlanmasını zorlaştırmaktadır. Koordinasyonun sağlanması için uzun bir süreye ihtiyaç vardır. İkinci neden menü maliyetleridir. Fiyatlardaki değişiklikler menü maliyetlerini de etkilemektedir. Müşterilerin fiyat değişikliklerinden haberdar olması gerekmektedir. Ancak firmalar için fiyatlardaki değişikliklerin fiyat listelerine ve kataloglara sürekli yansıtılması fiyat listeleri ve katalogların yeniden basılmasını gerektirdiğinden dolayı maliyetleri arttıracaktır. Fiyatların devamlı değiştirilmesi müşteriler tarafından hoş karşılanmamaktadır

(Yıldırım, Karaman ve Taşdemir 2008, 287-289). Bu nedenle firmalar açısından fiyatları devamlı değilde belirli aralıklarla değiştirme yoluna gitmek daha karlı olacaktır. Bazı ekonomistler menü maliyetlerinin ekonomi üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını dile getirmişler ve bu yöntemin önemsiz olduğunu savunmuşlardır. Firmalar için tek tek bakıldığında önemsiz görünen menü maliyetlerinin tamamı göz önünde bulundurulduğunda makroekonomi üzerinde gözle görülebilecek olumlu etkiler sağlayacaktır (Ball, Mankiw ve Romer, 1988; 18). Fiyat yapışkanlığının bir diğer nedeni ise fiyat ve ücret sözleşmelerinin aynı tarihte başlayıp aynı tarihte bitmemesidir. Farklı tarihlerde başlayan ve biten fiyat ve ücretlerle ilgili sözleşmeler genellikle aylık ve yıllık olarak belirlenmektedir. Bir ekonomide tüm sözleşmeler belirli bir tarihte yapılmadığı gibi bütün ücret ve fiyatlarda belirli tarihte düzenlenmemektedir (Taylor, 1979, 109).

Merkez bankası uyguladığı para politikaları sonucu faiz oranlarındaki değişiklikler aracılığıyla çeşitli yollarla ekonomik faaliyetleri etkilemektedir. Merkez bankasının belirlemiş olduğu faiz oranları, toplam talep içinde faize duyarlı bileşenlerin maliyetini ve toplam talep içinde faize duyarlı bileşenlerden talep edilen miktarı değiştirerek toplam çıktı miktarını etkilemesi “sermaye maliyeti etkisi” olarak adlandırılmaktadır. Sermayenin kullanım maliyeti, faiz kanalında belirli bir zaman içerisinde sermayenin kullanımı karşılığında ödenen fiyat olarak tanımlanmaktadır. Firmalar son sermaye birimiyle elde ettiği kazancın sermayenin kullanım maliyeti için harcanan miktarını karşılaması durumunda stoklarını arttırabilmektedir. Ayrıca faiz oranlarındaki değişiklikler tasarruflardan elde edilecek gelirin miktarında etkilemektedir. İkame etkisi olarak adlandırılan bu etki, hanehalkının tüketimdeki değişikliklerini açıklamaktadır. Örneğin; para otoritesinin uyguladığı daraltıcı para politikası sonucunda reel faiz oranları artacak ve buna bağlı olarakda tasarruf gelirleri artan bireyler tüketim harcamalarını erteleyeceklerdir. Dolayısıyla mevcut ekonomik faaliyet düzeyinde negatif değişme görülecektir. Bunlara ilave olarak faiz oranındaki değişimler hanehalkı ve firmaların nakit akışında etkilemektedir. Faiz oranlarında görülecek bir artış, borçluların maliyetlerini yükselterek nakit akışını olumsuz etkilemektedir. Bu değişiklikler tüketim ve yatırım harcamalarını etkileyerek ekonomi üzerinde etkisini gösterecektir (Cengiz, 2007, 71-73). Para politikasındaki değişimler sonucunda yeni faiz oranları ile karşı karşıya kalan tasarruf sahiplerinin ve borçluların harcanabilir gelirleri

değişmektedir. Faiz oranlarındaki artışın tüketim harcamalarını azaltacağı, faiz oranlarındaki düşüşün ise tüketim harcamalarını arttıracacağı genel kabul görmüş olmasına rağmen tüm bireyler için geçerli değildir. Örneğin; tasarruf mevduatlarından elde ettiği faizlerle geçimini sağlayan birey için faiz oranlarının yükselmesi daha fazla gelir elde etmesini sağlamaktadır. Geliri artan birey daha fazla harcama yapacak ve bunun sonucunda toplam talep ve üretim artacaktır (Kasapoğlu, 2007, 14-15). Sonuç olarak faiz oranlarındaki değişiklikler borçlanmanın marjinal maliyetini, yatırımları ve tasarrufları etkileyerek toplam talepte değişikliklere neden olur. Ayrıca faiz oranlarındaki ortalama değişiklikler borç alanlar ve verenler üzerinde nakit akımı etkisi oluşturacaktır (Kamin, Turner ve Dack, 1998, 8-9).

Para politikasının harcamalar üzerindeki etkilerini açıklamada faiz kanalının işleyişine yönelik bazı eleştiriler yapılmıştır. Bernanke ve Gertler, faiz oranı kanalında bazı eksikliklerin olduğunu dile getirmişlerdir. Onlara göre birinci eksiklik, faiz oranı kanalının dayandığı sermaye maliyeti etkisinin zayıf olmasıdır. İkinci eksiklik, zaman ile ilgili bir konudur. Ani bir parasal daralmanın faiz oranları üzerindeki etkisi büyük ölçüde 8-9 ay gibi geçici bir süreliğine olacaktır. Parasal şokların sabit işletme yatırımları üzerindeki etkisi ise 6-24 ay arasındaki zamanda görülmektedir. Daraltıcı para politikası uygulanmaya başlanmasının ardından stoklar, 3-4 ay boyunca artarken faiz oranlarının sert düşüşe geçtiği zamanlarda ise azalmaya başlamaktadır. Faiz oranlarının bazı harcama kalemlerini farklı zaman dilimlerinde etkilemesinden dolayı harcamalar üzerinde ne ölçüde etkili olacağının bilinmesini güçleştirmektedir. Üçüncü eksiklik ise harcama etkisinin kompozisyonudur. Uygulanan para politikasında yapılacak bir değişiklik kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkisini gösterecektir. Para politikasındaki değişiklikler kısa vadeli harcama ve tüketim malları gibi varlıklar üzerinde değişikliklere neden olmaktadır. Para politikasının en önemli ve hızlı etkisi kısa dönem faiz oranları vasıtasıyla konut yatırımları üzerinde görülmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995, 33-34).

Sonuçta faiz oranı kanalının etkin olarak işlemesi politika değişkeni olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin olmasına, faiz oranlarındaki değişikliğin tüketim harcamaları ile yatırım harcamalarını etkileyerek toplam talep üzerinden çıktı miktarını ve fiyatlar genel düzeyini değiştirmesine bağlıdır (Arabacı ve Baştürk, 2013a, 19).

2. 1. 2. 3. 2. Varlık Fiyatları Kanalı

Monetarist iktisatçılar, Keynesyenleri parasal aktarım mekanizması ile ilgili yaptıkları analizlerde sadece tek bir varlığın fiyatı olan faiz oranı üzerinde durmalarından diğer varlıkların fiyatlarını ele almadıklarından dolayı eleştirmişlerdir. Monetarist iktisatçılar, uygulanan para politikasının ekonomi üzerinde etkisini incelerken diğer varlıklara ait nispi fiyatları ve reel servetide kapsayan aktarım mekanizmaları üzerinde durmuşlardır (Mishkin, 2000, 283).

Varlık fiyatları kanalı, para otoritelerinin uyguladığı para politikalarının yurtiçi varlıkların fiyatlarını etkilemesi ile işleyen bir parasal aktarım mekanizması kanalıdır (İnan, 2001, 4). Ekonomide hisse senedi, gayrimenkul, bono ve döviz gibi çeşitli varlıklar bulunmaktadır. Para otoritesinin faiz oranlarına ilişkin uygulayacağı politikalar sonucu iktisadi birimlerin sahip oldukları varlıkların fiyatlarında değişiklikler olacaktır. Örneğin; faiz oranlarının yükseltilmesi diğer varlık fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Varlık fiyatlarında meydana gelecek bir düşüş tüketicilerin gelirinde ve üreticilerin borç alırken gösterdikleri teminatların değerinde bir azalış yaşanmasına neden olacaktır. Bunun sonucunda yatırım ve tüketim harcamalarındaki azalışa bağlı olarak toplam talep ve ekonomik faaliyetler azalırken enflasyon oranı düşecektir (Taş, Örnek ve Utlu, 2012, 58). Varlık fiyatları kanalı ile uygulanan para politikası sonucu hisse senedi fiyatlarının değişmesinin tüketim ve yatırım harcamalarına olan etkisi açıklanmaktadır. Varlık fiyatlarındaki değişiklik iktisadi birimlerin servetlerinde bir değişime yol açıyorsa varlık fiyatları kanalının tüketim üzerindeki etkisinden söz edilirken, firmaların piyasa değeri üzerinde bir değişime yol açıyorsa varlık fiyatları kanalının yatırım üzerindeki etkisinden söz edilmektedir (Bicil, 2009, 15).

Varlık fiyatları kanalı ekonomiyi hisse senedi fiyatları kanalı ile konut ve arazi fiyatları kanalı üzerinden etkilemektedir (Taş ve diğerleri, 2012, 58).

2. 1. 2. 3. 2. 1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı

Para politikasındaki değişikliklerin ekonomiye aktarımında hisse senedi fiyatları kanalı önemli bir etkiye sahiptir. Para otoritelerinin genişletici para politikası uygulaması sonucunda hisse senedi fiyatları yükselecektir. Yükselen hisse senedi fiyatları ekonomik birimleri daha fazla harcama yapmaya yönlendirirken

yatırımcıya da sermaye yatırımlarını arttırmaya teşvik edecektir. Bunun sonucunda da tüketim ve yatırımda meydana gelen değişiklikler ekonomiyi etkileyecektir (Akay ve Nargeleçekenler, 2009, 136).

Hisse senedi fiyatları kanalı Tobin'in q teorisi ve tüketim üzerindeki servet etkisi kanalı olmak üzere iki kanaldan işlemektedir (Katı, 2014, 54).

2. 1. 2. 3. 2. 1. 1. Tobin'in q Teorisi

James Tobin tarafından geliştirilen ve Tobin'in q 'su olarak adlandırılan teori hisse senedi fiyatları ile yatırım harcamaları arasında ilişkiyi açıklamaktadır (Mishkin, 1995, 6-7). Hisse senedi fiyatları kanalında yer alan Tobin'in q teorisi önemli bir parasal aktarım mekanizmasıdır. Tobin'in q teorisine göre hisse senedi fiyatlarındaki değişimler sonucu firmaların piyasa değerinde meydana gelen değişiklikler yatırımları etkilemektedir (Palley, 2001, 657).

Tobin (1969)'in çalışmasına göre, uygulanan para politikası hisse senedi fiyatları kanalı ile ekonomiyi etkilemektedir. Tobin (1969)'e göre, şirketlerin piyasa değerinin sermayenin yenileme maliyetine oranı q değerini vermektedir. q değerinin 1'den büyük olması yeni makine, teçhizat gibi demirbaşların satın alınmasının firmanın piyasa değerine göre daha ucuz olacağı anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda firmalar hisse senedi ihracı yolu ile gelirlerini arttırmırlar. Gelirleri artan firmalar makine ve teçhizat alarak yatırımlarını arttıracaktır. (Bedirhanoğlu, 2012, 17). q değerinin 1'den küçük olması durumunda ise firmanın varlıklarını yenileme maliyeti firmanın piyasa değerinden daha pahalı olacaktır. Bu durumda q değeri 1'den küçük olan işletmelerin mevcut varlıklarını kullanarak faaliyetlerine devam etmeleri ve yeni yatırıma gitmemeleri rasyonel olacaktır. Bunun sonucunda yatırım harcamaları azalacaktır (Sezer, 2013, 46).

Genişletici bir para politikası sonucunda varlık fiyatları kanalı Tobin'in q 'su aracılığıyla yatırımları özendirici ve toplam talebi arttırıcı daha yüksek varlık fiyatlarının oluşmasını sağlamaktadır. Varlık fiyatlarının yükselmesi tüketimi arttıracaktır. Monetaristler ve Keynesyenler genişlemeci politikalar ile artan varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi şu şekilde açıklamışlardır. Monetaristlere göre para arzındaki bir artış varlık fiyatlarını arttıracaktır. Keynesyenlere göre ise para arzındaki

artış faiz oranlarını düşürürken hisse senedi piyasasını daha çekici hale getirecektir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, 5).

Tobin'in q teorisi ile yatırım harcamaları arasındaki ilişkide asıl önemli olan nokta uygulanan para politikasının hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediğidir. Monetarist iktisatçılara göre, genişlemeci bir para politikası uygulaması sonucunda artan para arzı ($M \uparrow$) ile ekonomik birimlerin eline geçecek olan fazladan para harcanacaktır. Ekonomik birimler bu fazladan parayı hisse senedi alarakda harcayabilmektedirler. Hisse senedine olan talebin artması sonucunda hisse senetleri fiyatları da artacaktır ($P_e \uparrow$). Hisse senedi fiyatlarının artması q değerini yükseltecektir ($q \uparrow$). Bunun sonucunda da yatırımlar artacak ($I \uparrow$) ve yatırımlara bağlı olarakda toplam çıktı miktarı artacaktır ($Y \uparrow$) (Mishkin, 1996, 6-7).

$$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Sonuç olarak q değerinin 1'den yüksek olması, yeni fabrika ve teçhizat gibi yatırım malı satın almanın maliyetinin firmanın piyasa değerinden daha ucuz olduğunu göstermektedir. Böyle bir ortamda firmalar daha az miktarda hisse senedi ihraç ederek daha fazla yeni yatırım malı satın alabilmektedir. Bu da yatırım harcamalarının artmasını sağlamaktadır. Ters bir durumda yani q değerinin 1'den düşük olması sermayenin yenileme maliyetinin firmanın piyasa değerine göre daha yüksek olduğunu göstermektedir. Böyle bir ortamda firmaların yeni yatırım malları satın almak yerine var olan başka bir firmayı satın alması daha rasyonel olacaktır. Yatırım mallarına olan talebin azalması sonucunda yatırımlar azalacaktır (Mishkin, 1996, 6; De Bondt, 1997, 3). Örneğin; genişlemeci bir para politikası sonucunda hisse senedi değeri yenileme maliyetinden yüksek olacağı için firma yeni yatırımlara yönelerek kapasite artırımına gidecek, tersi durumda ise yatırım maliyetleri yüksek olacağından dolayı firmaların kapasite artırımına gitmek istemesi rasyonel olmayacaktır (Higgins ve Osler, 1997, 122).

2. 1. 2. 3. 2. 1. 2. Tüketim Üzerindeki Servet Etkisi

Tüketicilerin dayanıksız mal ve hizmetler için yapmış olduğu harcamalara tüketim denir. Tüketim, dayanıklı tüketim malı harcamalarını kapsamadığından dolayı tüketim harcamalarından ayrılmaktadır. Araştırmacılar parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili yaptıkları yeni çalışmalarında tüketici bilançolarının harcama

kararları üzerindeki etkisine yönelik konuları ele almışlardır. Bu konuda öncü rolü yaşam boyu gelir hipotezini ortaya atan Franco Modigliani üstlenmiştir. Modigliani'nin hipotezine göre, tüketiciler tüketimlerini zamana yaymaktadırlar. Bu nedenle tüketiciler sadece bugünün gelirine göre değil yaşam boyu gelirlerine göre harcama yaparlar. Tüketicilerin yaşam boyu gelirlerinde hisse senetlerine dayalı finansal servetleri önemli bir paya sahiptir (Bedirhanoğlu, 2012, 18).

Tüketim üzerindeki servet etkisi, hisse senedi fiyatları aracılığıyla işleyen bir parasal aktarım mekanizmasıdır. Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezi tüketim üzerindeki servet etkisi kanalının dayanak noktasını oluşturmaktadır. Bu hipoteze göre, tüketim harcamalarını belirleyen yaşam boyu kaynaklar; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servettir. Hisse senetleri bu kaynaklar arasında yer alan finansal servet içerisinde önemli bir paya sahiptir. Para politikasında yapılan bir değişiklik sonucunda hisse senedi fiyatlarında görülecek bir değişim aracılığıyla tüketim harcamaları etkilenecektir. Şöyle ki, genişletici bir politikası sonucunda hisse senedi fiyatlarındaki yükselişe ($P_e \uparrow$) bağlı olarak finansal servetin değeri artacaktır (servet $\uparrow$). Tüketicilerin servetlerinde yani yaşam boyu gelirlerinde meydana gelen artış tüketim harcamalarının da arttıracaktır ($C \uparrow$). Tüketimdeki artışta toplam çıktı miktarını arttıracaktır ($Y \uparrow$) (Mishkin, 1996, 7).

$$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow \text{servet} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Servet miktarında meydana gelen bir değişiklik faiz oranlarında bir değişim olmadan doğrudan bireylerin harcamalarını etkileyerek ekonomik faaliyetler üzerinde etki oluşturabilmektedir. Para arzında yapılan değişiklikler servet miktarını iki şekilde etkilemektedir (Keyder ve Ertunga, 2012, 439).

- Kişilerin servetinin reel nakit bölümü fiyat değişikliklerinden etkilenmektedir.
- Para arzındaki değişimlere bağlı olarak ortaya çıkan faiz oranı değişiklikleri ikincil piyasadaki menkul kıymetlerin piyasa değerlerini etkileyerek sahip olunan servetinde piyasa değerini etkilemiş olacaktır. Bu durum literatürde *tahvil-servet etkisi* olarak bilinmektedir.

Modigliani'ye göre, kısa dönemde servetin tüketimi etkilemesiyle para politikası değişiklikleri sonucunda geleneksel faiz oranı kanalı kullanılmadan varlıkların piyasa değeri ve tüketim üzerinde etkili olunması aracılığıyla toplam talep

etkilenmektedir. Bu kanal para politikasının etkin çalışmasında önemli role sahip bir parasal aktarım mekanizması kanalıdır (Akkılıç, 2007, 15).

2. 1. 2. 3. 2. 2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı

Konut ve araziler serveti oluşturan önemli bileşenlerdir. Genişletici bir para politikası konut ve arazi fiyatlarının artmasına neden olacaktır. Artan konut ve arazi fiyatları hanehalkının servetinde artıracak bunun sonucunda da tüketim harcamaları artacaktır (Mishkin, 1996, 8).

Tobin'in q teorisi konut ve arazi piyasasında uyarlanabilmektedir. Daha önce belirttiğimiz gibi Tobin'in q değeri firmanın piyasa değerinin sermayenin yenileme maliyetine bölünmesiyle elde edilmekteydi. Konut ve arazi piyasasında ise q değeri konutun piyasa değerinin konut yenileme maliyetine bölünmesiyle elde edilmektedir. Konut fiyatlarında yaşanan bir artış sonucunda konut yenileme ve inşaa maliyetleri azalırken konut piyasası için Tobin'in q değeri yükselecektir. Bunun sonucunda da konut yapımı artacaktır. Genişletici bir para politikası sonucunda artan para arzı ($M \uparrow$) konut ve arazi fiyatlarını arttıracaktır ($P_h \uparrow$). Konut ve arazi fiyatlarının artması Tobin' in konut piyasası için q değerini ($q \uparrow$) ve hanehalkının servetinin değerini yükseltecektir (servet $\uparrow$). Bunun sonucunda da tüketim harcamaları artacak ($C \uparrow$) ve çıktı miktarı yükselecektir ($Y \uparrow$) (Cambazoğlu, 2010, 24).

$$M \uparrow \rightarrow P_h \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow \text{servet} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

2. 1. 2. 3. 3. Döviz Kuru Kanalı

Bretton Woods sisteminin yıkılması ve 1990'lı yıllarda meydana gelen finansal kriz tecrübelerinden sonra, sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle yaşanan küreselleşme süreci ve sabit döviz kurları yerine esnek döviz kurları rejimine geçilmesi ile uygulanan para politikası döviz kuru kanalı üzerinden ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerini arttırmıştır. Bu süreçte döviz kuru kanalının önemi ortaya çıkmıştır (Göklemmez, 2011, 66).

Döviz kuru kanalı, uluslararası ekonomik faaliyetlerin ve esnek döviz kurunun geçerli olduğu ekonomilerde uygulanan para politikasına bağlı olarak döviz kurunda meydana gelebilecek artış veya azalışlar sonucu milli para ile yabancı para birimleri arasında ortaya çıkabilecek değer farklılıklarının dış ticaret hadleri

üzerinden net ihracatı, enflasyonu, firmaların ve hanehalkının bilançolarını dolayısıyla da ekonomiyi etkilemesi şeklinde tanımlanmaktadır (Boughrara, 2009, 5-6). Ekonomilerin açıklık derecesi, ekonomik faaliyetlerdeki ithalatın payı ve ekonomilerdeki yapısal özellikler gibi etkenler döviz kuru kanalının etkin çalışmasında önemli rol oynamaktadır. Parasal aktarım mekanizması içerisinde döviz kuru kanalının etkinliği ekonominin finansal ve ticari açıklık derecesinin büyüklüğü oranında olmaktadır (Mishkin, 2001, 7; Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, 9). Ayrıca, ekonomik faaliyetlerde ithalat payındaki artışlar döviz kuru kanalının aktarım düzeyini hızlandırırken, ekonominin durgunluk içerisinde olduğu dönemlerde ise döviz kuru kanalının aktarım düzeyi yavaşlamaktadır (Horvarth ve Maino, 2006, 4). Parasal aktarım mekanizması içerisinde döviz kurunun önemli bir rolünün olduğunun anlaşılması önemlidir. Çünkü uygulanan para politikasına bağlı olarak döviz kurunda meydana gelen bir değişikliğin çıktı ve enflasyon üzerindeki etkisi zaman boyutu ve büyüklüğü açısından diğer kanallardan farklı olacaktır. Bundan dolayı da para politikasının optimallliği üzerinde döviz kuru büyük etkiye sahiptir. Bazı merkez bankaları para politikasının pozisyonunu değerlendirirken kısa dönem faiz oranları ve döviz kurunun ağırlıklı ortalaması olarak tanımlanan parasal durum endeksinden yararlanmaktadırlar. Bu endeksin para otoritelerince kullanılması açık ekonomilerde uygulanacak para politikası üzerinde döviz kurunun önemine işaret etmektedir. Döviz kuru toplam talep üzerindeki etkisinden dolayı parasal durum endeksi üzerinde nispi ağırlığa sahiptir (Smets ve Wouters, 1999, 1).

Parasal aktarım kanallarından döviz kuru kanalının etkin olarak çalışmasında en önemli etken uygulanan döviz kuru rejimidir. Döviz kuru kanalı, esnek döviz kuru rejimi uygulanırken etkin olarak çalışmaktadır. Sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı sistemlerde ise faiz ile döviz kuru arasında bir ilişkinin söz konusu olamayacağından dolayı döviz kuru kanalı işlememektedir (Aygün, 2011, 22) Özetle, döviz kuru kanalı küçük açık ekonomilerde ve esnek döviz kuru rejimi altında daha sağlıklı işlemektedir (Boivin, Kiley ve Mishkin, 2010, 15). Bu durumun bazı nedenleri bulunmaktadır. Birinci neden döviz kurunun küçük açık ekonomilerde talep üzerinde önemli bir etkiye sahip olmasıdır. İkinci neden küçük açık ekonomilerde döviz kurunun ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken göz önünde bulundurduğu temel değişkenlerden birinin olmasıdır. Söz konusu ekonomilerde yaşanan krizler ekonomik birimleri döviz kuru değişikliklerine

odaklanmalarını gerekli kılmıştır. Çünkü ekonomik birimler yatırımlarını ve enflasyonla ilgili tahminlerini milli paralarına göre yaptıklarında önemli kayıplarla karşılaşabilirler. Üçüncü neden yine meydana gelen krizlerle ilgili olarak ekonomik birimlerin milli paralarına olan güvenlerinin azalmasıyla değer saklama ve yatırım amacıyla yabancı paraları kullanmaları nedeniyle aktiflerinin çoğunu yabancı para cinsinden tutmak istemeleridir. Bu da döviz kurunda görülen değişikliklerin bilançolar üzerinde de önemli etkilere sahip olacağını göstermektedir (Mohanty ve Turner, 2008, 15). Açık ekonomilerde ve esnek döviz kuru rejimin uygulandığı sistemlerde işleyen döviz kuru kanalının teorik temelleri Mundell–Flemming modeline dayanmaktadır. Çünkü bu modele göre uygulanan para politikası döviz kuru kanalı üzerinden hem yerli hem de yabancı yatırım kararlarını etkilemektedir (Reyes, 2002, 2). Uygulanan politikalar sonucu para otoritesinin operasyonel hedefleri arasında olan döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler ilk olarak dış talep üzerinde etkisini gösterdikten sonra toplam harcamalar ve enflasyon üzerinde etkisini gösterecektir (Büyükakın, Cengiz ve Türk, 2009a, 176).

Döviz kuru kanalı işleyişinde faiz oranında yaşanan değişikliklerin etkileride görülmektedir. Çünkü dünya genelindeki ekonomik faaliyetler sonucu uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazandığı ve sermaye hareketlerinin faize olan duyarlılığının yüksek olduğu bir ortamda para otoritelerinin uyguladıkları para politikaları faiz oranı aracılığıyla döviz kuru üzerinde önemli etkiler oluşturmaktadır. Merkez bankasının genişlemeci bir politika ile para arzını arttırması sonucu sermayenin maliyeti olan yurtiçi reel faiz oranı düşerken sermaye hareketliklerinde de değişiklikler görülecektir. Bu duruma yabancı finansal varlıkların, yerli finansal varlıklara göre daha cazip hale gelmesi neden olurken sonuç olarak döviz kuru değer kazanacak ulusal para değer kaybedecektir. Merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulaması durumunda ise süreç tersi şeklinde işleyecektir (Mishkin, 1995, 5; Mishkin, 2001, 7). Faiz oranlarındaki artış, milli paranın değerini arttırırken yurt içinde üretilen malların fiyatlarının diğer malların fiyatlarına oranla daha yüksek olmasına yol açmaktadır. Faiz oranlarındaki düşüş ise milli paranın değerini azaltarak yurtiçinde üretilen malların fiyatlarının diğer malların fiyatlarına oranla daha ucuz olmasına neden olmaktadır. Bu durumda faiz oranlarının artması ithalatı arttırırken ihracatı azaltacaktır. Faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler

neticesinde döviz kurunda veya ulusal paranın değerinde ortaya çıkan değişimler enflasyonu etkileyecektir (E. Demirhan, 2002, 52).

Para politikası uygulamaları sonucu döviz kurunda meydana gelen değişiklikler ekonomiyi net ihracat üzerindeki döviz kuru etkisi ve bilanço üzerindeki döviz kuru etkisi olmak üzere iki kanaldan etkilemektedir (Mishkin, 2001, 7).

2. 1. 2. 3. 3. 1. Net İhracat Üzerindeki Döviz Kuru Etkisi

Uluslararası ekonomik faaliyetlerin serbest olduğu ve esnek döviz kuru rejimini benimseyen ekonomilerde parasal aktarım mekanizması döviz kuru üzerinden işleyerek net ihracat üzerinde etkisini göstermektedir. Döviz kuru kanalı aynı zamanda faiz oranları ile etkileşim içerisinde. Bu durumu şu şekilde açıklayabiliriz. Genişletici bir para politikası uygulaması ($M \uparrow$) ile yurtiçi reel faiz oranları düşecek ($i_r \downarrow$) bunun sonucunda da yabancı para karşısında çekiciliğini kaybeden yerli paranın değeri düşecektir ($E \downarrow$). Milli paranın değer kaybetmesi (döviz kurunun yükselmesi) yabancı malların fiyatını yerli malların fiyatına oranla daha pahalı hale getirecektir. Bu durumda ihracat gelirleri artarken ithalat giderleri azalacak ve dolayısıyla net ihracattaki artış ($NX \uparrow$) ile birlikte toplam çıktı miktarı artacaktır ($Y \uparrow$). Bu süreç aşağıda gösterilen şematik şekilde işlemektedir (Mishkin, 1996, 5).

$$M \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Daraltıcı bir para politikası uygulandığında ($M \downarrow$) ise reel faiz oranında bir artış meydana gelecektir ($i_r \uparrow$). Faiz oranlarının yükselmesi ülkeye sermaye girişlerinin artmasına yol açacaktır. Faiz oranlarındaki artıştan yararlanmak isteyen yabancı yatırımcı ülkeye gelecek döviz satın yerli para almak isteyecektir. Yerli paraya olan talebin artması ise yerli paranın değerini arttıracaktır ($E \uparrow$). Yerli paranın yabancı para karşısında değer kazanması yurtiçinde üretilen malların fiyatını yurt dışında üretilen benzer malların fiyatına oranla daha pahalı hale getirecektir. Bu durum ihracat mallarının fiyatını arttırdığı için ihracat gelirlerinde azalmaya yol açarken ithalat mallarının fiyatlarını azalttığı içinde ithalat harcamalarını arttıracaktır. Dolayısıyla net ihracat ($NX \downarrow$) ve üretim ($Y \downarrow$) azalacaktır (Norrbin, 2000, 12).

$$M \downarrow \rightarrow i_r \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow P_X \uparrow, P_M \downarrow \rightarrow X \downarrow, M \uparrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

2. 1. 2. 3. 3. 2. Bilanço Üzerindeki Döviz Kuru Etkisi

Döviz kurunda meydana gelen değişiklikler ekonomik birimlerin bilançoları üzerinde de önemli etkiler göstermektedir. Birçok ülkede hanehalkı ve firmalar gerek doğrudan yurtdışından gereksede finansal birimler üzerinden yurtiçinden yabancı para birimi cinsinden borçlanmaktadırlar. Ekonomik birimler bilançolarında yabancı para cinsinden borç bulundurmalarına karşın yabancı para cinsinden aktif bulundurmazlar ise döviz kurundaki değişiklikler hanehalkı ve firmaların net servet değerlerini ve varlık-borç oranlarını etkileyerek harcama ve borçlanma davranışları üzerinde etkisini gösterecektir (Kamin ve diğerleri, 1998, 12).

Birçok gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal ve finansal olmayan kesimlerin yabancı para birimi cinsinden borçlandıkları görülmektedir. Bu özellikteki ekonomilerde genişletici bir para politikası uygulaması toplam talebi olumsuz etkileyebilmektedir. Uygulanan bir genişletici para politikası ($M \uparrow$) milli paranın değer kaybetmesine ($E \downarrow$) neden olurken yabancı para cinsinden borçların yükünü arttırmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanan ve bu borçlara karşılık bilançolarında yerli para cinsinden aktif bulundurup yabancı para cinsinden aktif bulundurmayan ekonomik birimlerin net servetlerinde azalışlar görülecektir ($NW \downarrow$). Bilançolarda meydana gelen bu değişimler ters seçim ve ahlaki çöküntü sorunlarını doğuracak ve buna bağlı olarak kredi bulma olanaklarındaki azalışla ($L \downarrow$) birlikte yatırımlarda azalacaktır ($I \downarrow$). Ekonomik faaliyetlerde yaşanan bu olumsuzluklar sonucu toplam çıktı miktarıda düşecektir ($Y \downarrow$). (Mishkin, 2001, 7-8).

$$M \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NW \downarrow \rightarrow L \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

2. 1. 2. 3. 4. Kredi Kanalı

Para politikası etkilerini açıklamada geleneksel faiz oranı kanalının etkilerinden memnun olunmaması finansal piyasalarda asimetrik bilgi üzerinde odaklanan yeni bir parasal aktarım kanalının ortaya çıkmasına neden olmuştur (Mishkin, 1996, 8).

Kredi kanalı asimetrik bilgi problemi, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi sorunları temel alarak ortaya çıkan bir parasal aktarım mekanizmasıdır. Kredi kanalı geleneksel faiz oranı kanalına alternatif bir kanal olarak düşünülmemeli çünkü geleneksel faiz oranının etkilerinin yayılmasına ve güçlenmesine yardımcı

olmaktadır (Gür, 2003, 21). Finansal ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla fon talep edenler hakkında fon için kaynak arz edenlerin yeterli bilgiye sahip olamaması durumuna asimetrik bilgi denir. Asimetrik bilgi sorununun yaşandığı piyasalarda işleyiş bozulurken firmaların finansman sağlamaları zorlaşmaktadır (Cengiz, 2009, 235).

Geleneksel faiz oranı görüşünde fon kaynaklarının tamamının tam ikame ilişkisi içinde olması nedeniyle işletmeler açısından bir yatırım projesi için gerekli kaynağın banka kredisi veya tahvil ihracı yoluyla sağlanması arasında fark olmayacaktır. Bu durum parasal aktarım mekanizması olan geleneksel faiz oranı kanalında rekabetçi ve etkin bir şekilde işleyen finansal sistemin var olmasından kaynaklanmaktadır (Akkılıç, 2007, 26).

Akerlof, kredi piyasasında asimetrik bilgi probleminin varlığı nedeniyle piyasaların etkin olarak çalışmadığını dile getirirken bu durumu otomobil piyasası örneği ile açıklamıştır (Akerlof, 1970, 489-490). Çalışmada ikinci el otomobil piyasasında alınıp satılan otomobiller iyi ve kötü olarak sınıflandırılmış ve kötü otomobiller yerine “Limon” sözcüğü kullanılmıştır. Bu piyasada müşteriler otomobillerin dış görünüşüne göre iyi veya kötü otomobil arasındaki farkı göremediği için yeni bir otomobil satın alan müşteri kötü bir otomobil almış olabileceğini bilmektedir. Müşteri belirli bir zaman otomobilini kullandıktan sonra otomobilinin iyi mi yoksa kötü mü olduğu konusunda değerlendirme yapabilecektir. İkinci el otomobil piyasalarında satıcıların otomobilleri ile ilgili gerekli bilgiye müşterilerinden çok daha fazla sahip olması bu piyasalarda alıcı ve satıcı arasında asimetrik bilgi probleminin var olduğunu göstermektedir. Asimetrik bilgi, iyi ve kötü otomobillerin her ikisinde aynı fiyattan işlem görmesine neden olmaktadır. Piyasa fiyatının kötü otomobilin değerinden yüksek, iyi otomobilin değerinden düşük olması durumunda kötü otomobil sahibi olan satıcıların otomobillerini piyasa fiyatından satarak kazançlarını arttırmaya çalışmaları “ahlaki tehlike” (moral hazard) sorununun yaşanmasına neden olacaktır. Böyle bir piyasada iyi otomobil sahibi satıcıların faaliyet göstermeleri rasyonel olmayacaktır. İkinci el otomobil piyasasında iyi otomobillerin dışlanarak sadece kötü otomobillerin alış verişe konu olması “ters seçim” olgusunu (adverse selection) ortaya çıkarmaktadır. Özetle, asimetrik bilgi ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının yaşanmasına neden olmaktadır (Cengiz, 2007, 90-91).

Asimetrik bilgi yaklaşımı, menkul kıymetlerinde limon olabilecekleri düşüncesiyle finansal piyasa analizlerine girmiş ve geniş bir alana yayılmıştır. Finansal piyasalardaki faaliyetlerde taraflar doğru karar verebilmek için birbirleriyle ilgili olan gerekli tüm bilgiye sahip değillerdir. Örneğin; yatırım yapmak isteyen girişimci kredi talebinde bulunurken yatırım projesinden elde edeceği kar ve yatırımla ilgili riskler konusunda ödünç olarak kaynak sağlayacak kuruma göre daha fazla bilgiye sahiptir. Finansal sistemdeki söz konusu asimetrik bilginin varlığı kredi piyasalarında “ters seçim” ve “ahlaki tehlike” olmak üzere iki tür problemin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. (Gür, 2003, 22).

Ters seçim problemi, finansal işlemin tamamlanmasına kadar olan sürede meydana gelmektedir. Finansal piyasalarda fon ihtiyacı olanlara finansman sağlayan kurumlar fon talebinde bulunanlar hakkında tüm bilgiye sahip değildirler. Bu durum kredi notu düşük olan borçlularada finansman sağlanmasına neden olabilmektedir. Finansman kurumları ters seçim sorunu nedeniyle yüksek getirili ve verimli proje yatırımlarına fon sağlamak yerine zayıf ve riskli proje yatırımlarına fon sağlayabilmektedirler (Katı, 2014, 62-63).

Ahlaki tehlike, ters seçim sorunundan farklı olarak finansal işlem gerçekleştirildikten yani kredi verildikten sonra ortaya çıkmaktadır. Finansman sağlayan kurumlardan fon talebinde bulunan girişimciler ödünç olarak aldıkları fonları riskli ve düşük getirili projelerde kullanarak fon için finansman sağladıkları kurumları zarara uğratabilmektedirler. Alınan kredilerin, fon arz eden kurumların aleyhinde kullanılması bu fonların geri ödenmesinde yaşanan problemler ahlaki tehlike sorununun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu sorun fon arz edenlerin finansman olacakları yatırım projeleriyle ilgili gerekli bilgilere sahip olamamalarından kaynaklanmaktadır. Ters seçim probleminde olduğu gibi ahlaki tehlike sorununda da kurumlar yatırımlar için finansman sağlamaktan kaçınabilmektedirler. Bu durum finansal sistem içerisindeki faaliyetlerin etkin bir şekilde çalışmasını engellemektedir. Ahlaki tehlike sorunuyla karşı karşıya kalmamak için yatırım projelerine finansman olacak kurumların bazı maliyetlere katlanarak proje ile ilgili detaylı bilgiye sahip olmaları gerekmektedir (Cengiz, 2007, 93).

Kredi kanalı teorisine göre, para politikası banka kredisi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere iki kanal aracılığıyla ekonomik faaliyetler üzerinde etkili

olmaktadır. Banka kredisi kanalı, uygulanan genişletici veya daraltıcı bir para politikası sonucu bankacılık sisteminin girişimci için vereceği kredi miktarını arttırması veya azaltması ile kredi arzındaki değişikliği ifade etmektedir. Bilanço kanalı, uygulanan para politikası sonucunda firmaların bilançolarında meydana gelen değişikliğin kredi taleplerini etkilemesi şeklinde çalışmaktadır. Örneğin; faiz oranlarının artması ile düşen hisse senedi fiyatları hem firmanın net değerini hem de aldığı kredi karşılığında teminat olarak hisse senedi gösterilmiş ise teminatların değerini düşüreceklerdir. Bu durum firmanın alabileceği kredi miktarının azalmasına neden olacaktır (İnan, 2001, 4). Bir firmanın net değeri ne kadar çok ise talep edeceği kredi miktarıda o kadar çok olmaktadır. Net değeri yüksek olan firmalar daha çok kredi alabildikleri için daha çok yatırım yapma imkanına sahiptirler. Özetle, bilanço kanalı, para politikasının değişikliklerinin firma bilançolarının etkilemesi ile firmaların kredi taleplerinin değişmesi sonucu yatırım ve çıktı miktarının etkilenmesi şeklinde tanımlanmaktadır (T. Çavuşoğlu, 2002, 6).

2. 1. 2. 3. 4. 1. Banka Kredileri Kanalı

Banka kredileri kanalı, para otoritelerinin uyguladıkları para politikaları sonucunda bankaların verecekleri kredi hacmini etkileyerek önce toplam talebi daha sonra da çıktı miktarını etkilemesi ile işleyen bir parasal aktarım mekanizmasıdır (Erdoğan ve Beşbalı, 2009, 29).

Banka kredileri ve mevduatları ile diğer borçlanma ve tasarruf araçları birbirleriyle aynı özelliklere sahip olsalardı bu araçların getirileride aynı olacaktı. Bütün araçların tam ikamesinin olduğu bir piyasada bankalar parasal aktarım mekanizması işleyişinden bağımsız olacak ve pasif bir rol üstlenerek faaliyetlerini sürdüreceklerdi. Fakat reel piyasalarda, banka kredileri ve mevduatları diğer borçlanma ve tasarruf araçları tarafından tam olarak ikame edilemezler. Bu durum bankaların kredi piyasasındaki asimetrik bilgi sorunlarını azaltmalarının sonucudur. Borç veren ile borç alan arasındaki asimetrik bilgi sorunu kredi piyasasının etkin işlemlerini zorlaştırır. Bu durumda bankalar, kredi talebinde bulunanlar ile kredilerin kullanılacağı yatırımlar hakkında gerekli bilgiyi toplayarak, gerekli incelemeleri yaparak ve gerekli değerlendirmeler sonucunda asimetrik bilgi sorununu çözmeye çalışarak piyasaların etkin işlemlerinde önemli rol oynamaktadırlar (Kasapoğlu, 2007, 25).

Genişletici bir para politikası sonucu banka rezervleri ve mevduatları artacağı için bankalar daha fazla kredi arz edeceklerdir. Kredi kanalı daha çok küçük ve orta ölçekli firmaların yatırımlarını etkilediği için küçük ve orta ölçekli firmalar kredi arzının artması ile birlikte yatırım harcamalarını arttıracaklardır. Küçük firmalar yatırımları için gerekli fonlara kaynak oluşturabilecek kapasiteye sahip olmadıklarından dolayı banka kredilerinden başka finansman bulamamaktadırlar. Büyük firmaların ise hisse senedi ve bono piyasalarında işlem yaparak yatırım için gerekli finansmanı temin etme potansiyelleri vardır. Özetle, para politikasında meydana gelen şoklar kredi kanalı üzerinden küçük firmaları daha fazla etkilemektedir (Örnek, 2009, 106).

Banka kredi kanalının işleyişinde genellikle iki konu üzerinde durulmaktadır. İlk konu, kredi talebinde bulunanların bankalara bağımlı olması dolayısıyla bankaların verecekleri kredi miktarında değişiklik yapmasının kredi talebinde bulunanların harcama ve yatırım kararlarını değiştirmeleridir. Diğer konu ise para politikasında meydana gelen değişikliklerin banka kredileri üzerinde doğrudan bir etkisinin olup olmamasıdır (Morris ve Gordon, 1995, 59).

Banka kredi kanalının etkin olarak işleyebilmesi için üç koşulun sağlanması gerekmektedir. Bu koşullar şunlardır (Taş ve diğerleri, 2012, 60-61):

Firmaların banka kredilerine bağımlı olması koşulu: Özellikle küçük firmalar açısından daha önemli olan bu koşulun sağlanabilmesi için firma finansmanı açısından menkul kıymetlerin ve banka kredisinin birbirini tam ikame etmemesi gerekmektedir. Böylece firmalar kredi arzındaki azalmayı menkul kıymet satarak karşılayamayacaktır. Eğer firmalar bankaların vereceği kredi miktarında bir azalış gördüklerinde hane halklarına menkul kıymet satarak fon sağlamaya çalışmaları banka kredilerinden bağımsız işlem yaptıklarını ortaya koymaktadır. Yani banka kredilerindeki azalış firmaların yatırım yapmalarına engel olmayacaktır.

Merkez bankasının bankaların kredi arzını etkileyebilmesi koşulu: Bu koşul bankacılık sektörü açısından menkul kıymetin ve banka kredisinin birbirini tam ikame etmemesi durumunda sağlanacaktır. Yani sıkı para politikası sonucunda bankalar faaliyetleri için gerekli fonu sağlamak için kredi arzını azaltmak yerine aktiflerindeki menkul kıymetleri ihraç etme yoluna gitmemelidirler. Eğer bankalar ihtiyaçları olan fonu menkul kıymet ihraç ederek temin ederlerse merkez bankaları,

bankaların kredi arzına müdahalede bulunmazlar. Bu durum kredi kanalının işlemediğini gösterir. Merkez bankalarının, bankaların özellikle dış kredi gibi mevduat dışı finansman sağlamalarını engelleyememesi kredi kanalının işleyişini zorlaştıracaktır.

Fiyat yapışkanlığı koşulu: Para politikasının yanlı olmasının nedeni de olan fiyat yapışkanlığı banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlemesi için gerekli olan son koşuldur. Fiyatların hızlı bir şekilde ayarlanması durumunda bankaların ve firmaların bilançolarında bulunan reel büyüklükler değişmeyecektir. Bunun sonucunda da para politikasının faiz oranı ve banka kredileri kanalı aracılığıyla reel etkileri görülmeyecektir.

Banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlemesi için gerekli üç koşulun sağlandığı varsayılırsa kredi kanalının işleyişi şu şekilde olacaktır. Genişletici bir para politikasının banka mevduatları ile banka rezervlerini arttırması sonucu bankaların kredi arzı artacaktır. Kredi arzının artması firmaların kredi talebini arttıracak ve buna bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artacaktır. Toplam harcamaların artması ise toplam çıktı miktarını arttıracaktır (Mishkin, 1996, 9).

$$M \uparrow \rightarrow \text{Banka Kredi} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Daraltıcı bir para politikası sonrasında ise banka rezervleri azalacaktır. Rezervlerdeki azalış bankaların kredi arzının düşmesine neden olurken firmalar yatırım için gerekli fon temin edemediklerinden dolayı yatırımlar düşecektir. Yatırımlardaki düşüşe bağlı olarakda üretim miktarı azalacaktır (Rabin ve Yeager, 1997, 294).

$$M \downarrow \rightarrow \text{Banka Kredi} \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Daraltıcı para politikaları sonucu bankaların kredi arzında meydana gelen azalış kredi tayinlemesine neden olmaktadır. Kredi tayinlemesi benzer özelliklere sahip olmasına rağmen kredi başvurusunda bulunanlardan bir kısmının kredi alabilmesinin yanında bir kısmının ise daha yüksek faiz ödemeyi kabul etmesine rağmen kredi alamaması durumunu ifade etmektedir (Stiglitz ve Weiss, 1981, 393).

Küçük firmalar kendilerine yönelik bilgi toplama işleminin maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle kredi tayinlemesi olgusundan etkilenmektedirler. Yapılan çalışmalar daraltıcı para politikalarının uygulandığı dönemlerde küçük firmalar için dış finans maliyetlerinin arttığını göstermiştir. Kredi tayinlemesi özellikle banka dışı

finansman imkanlarının kısıtlı olduğu ekonomilerde daraltıcı para politikasının geleneksel faiz oranı üzerinden etkisini arttırmaktadır. (Kamin ve diğerleri, 1998, 14).

2. 1. 2. 3. 4. 2. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, kredi piyasasında var olan asimetric bilgi problemine bağlı olarak ters seçim ve ahlaki tehlike nedenleri ile ortaya çıkmaktadır. Örneğin; işletmeler bilançolarının kötüleşmesi durumunda kredi piyasasında fon arz edenlerden fon temin edebilmek amacıyla bilançoları ile ilgili yanlış bilgi vererek kredi piyasasında ters seçim ve ahlaki tehlike probleminin yaşanmasına neden olacaktır. Firmaların yatırım için aldıkları kredileri yatırım yapmak yerine kredi borçlarını ödemede kullanmaları yatırım için arz edilen fonların giderek tükenmesine yol açacaktır (Örnek, 2009, 106).

Para politikasının, borçlanan firmaların finansal durumlarına ve güvenilirliğine yönelik etkisi bilanço kanalı üzerinden işlemektedir. Burada para politikasının hem borçlananların finansal durumunu hem de firmaların dış finansman primini etkilemesi üzerinde durulmaktadır. Bir firmanın aktifleri ve borçları arasındaki fark firmanın net değerini vermektedir. Net değer ne kadar yüksek ise firmanın kredi temin etme maliyetleride o oranda düşük olacaktır. Net değerleri yüksek olan firmalar alacakları krediler karşılığında gösterecekleri teminatta fazla olacağından net değeri düşük olan firmalara göre daha uygun şartlarda kredi sağlayabileceklerdir (Cengiz, 2009, 236).

Para politikası, borçlu firmaların net değerleri üzerinde çeşitli yollarla etkisini göstermektedir. Örneğin; daraltıcı bir para politikası uygulaması sonucunda faiz oranları yükselecek ve buna bağlı olarakda hisse senedi, arazi, konut ve diğer varlık fiyatları düşecektir. Faiz oranlarındaki artışın değişken faiz oranı üzerinden borçlanan firmaların net nakit akımlarını azaltması ve fiyatların ani bir şekilde düşmesiyle borç yükünün reel değerinde meydana getireceği artış firmaların net değerini azaltmaktadır (De Bondt, 1997, 6). Özetle, para politikası uygulamalarının nakit akışı ve firmaların net değerlerinde ortaya çıkardığı değişiklikler üzerinden firmaların finansman maliyetlerini, kredi temin edebilirliğini ve bunun sonucunda yatırım ve tüketim kararlarını etkilemesi bilanço kanalı ile açıklanmaktadır (Cengiz, 2009, 237).

Uygulanan para politikaları borç alanların bilançolarını faiz oranları üzerinden doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkilemektedir. Doğrudan etki kısa vadeli veya değişken faizli kredilerin borç faiz yükünü arttırması ile kendini göstermektedir. Firmalar, ne kadar çok kısa vadeli ve değişken faizli kredi anlaşmaları yaparlarsa sıkı para politikalarının uygulandığı dönemlerde de o kadar çok etkilenmektedir. Faiz oranlarının artması borçlanan firmaların kredi maliyetlerinin direkt olarak artmasına neden olmaktadır. Bu durum firmaların gelirlerinin ve net nakit akışlarının azalmasına yol açarak finansal durumlarının kötüleşmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarının dolaylı etkisi ise firmaların müşterileri aracılığıyla firmaların finansal durumları üzerinde görülmektedir. Sıkılaştırıcı bir para politikası sonucunda müşterilerin harcamalarındaki azalışa paralel olarak firmaların satışlarında da azalışlar olacaktır. Azalan satışlara bağlı olarak elde edilen gelirin azalması sonucunda firmanın net değeride azalacaktır. Firmalar yeni kredi talebinde bulunarak kısa vadeli kredi kullanmak isteyecekler ancak faiz oranları yüksek olduğu için kredi maliyetleri artacaktır. Bu durum firmaların finansal pozisyonlarını olumsuz etkileyecektir (Bernanke ve Gertler, 1995, 36).

Bernanke ve Gertler (1995)'e göre, firmalar para politikası değişikliklerinden büyüklüklerine görede etkilenmektedirler. Nakit akışlarında aniden meydana gelen bir azalışın küçük ve orta ölçekli firmalar üzerinde bazı olumsuz etkileri vardır. Bu etkileri şu şekilde sıralayabiliriz: Bilançolarının zayıflaması, finansal göstergelerinin kötüleşmesi, borç karşılığı teminat olarak gösterilen varlıkların değer kaybetmesi ve ödünç alınacak kredi karşılığında yeterli teminat gösterilememesidir. Bu olumsuzlukların firmaların kredi kullanabilmeleri ve ödeyecekleri faiz oranları üzerinde doğrudan etkileri vardır. Borçlanma kaynakları daha fazla olan büyük ve halka açık firmalar nakit akışlarındaki ani azalış karşısında sahip oldukları fonları kullanabildikleri gibi kısa dönem borçlanma yolunda seçebilirler. Sıkı para politikaları sonucunda faizlerin yükselmesi ile maliyetlerin artması ve gelirin azalmasına rağmen büyük firmalar belirli bir dönem üretim ve istihdam faaliyetlerini devam edebilmektedirler. Kısacası, daraltıcı bir politikanın olumsuz etkileri küçük firmalar üzerinde büyük firmalara kıyasla daha çok görülmektedir (Kasapoğlu, 2007, 31).

Diğer bir bilanço kanalı etkisi ise para politikasının fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkardığı etkidir. Firmalar borç sözleşmelerini çoğunlukla sabit nominal faiz üzerinden yapmaktadırlar. Genişletici para politikaları sonucu yükselen fiyatlar genel düzeyi firmaların reel borçlarının azalmasını ve aktiflerinin reel değerinin sabit kalmasını sağlayarak firmaların net reel değerini arttırmaktadır. Bunun sonucunda ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri azalırken firmaların kredi temin etme imkanları artacak ve buna bağlı olarakda yatırım harcamaları ile toplam üretimde artışlar meydana gelecektir (Kasapoğlu, 2007, 31).

2. 1. 2. 3. 4. 2. 1. Nakit Akımı Kanalı

Nakit akım kanalı parasal aktarım mekanizmasında bilanço kanalı içerisinde işleyen bir kanaldır. Nakit akımları, firmanın nakit giriş ve çıkışları arasındaki farkı ifade etmektedir. Genişletici bir para politikası ($M \uparrow$) nominal faiz oranlarını düşürürken ($i_n \downarrow$) firmaların nakit akımlarını arttırmaktadır. Nakit akımlarındaki artış firmanın bilançolarını iyileştirirken ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının azalmasını sağlayacaktır (Gür, 2003, 32). Ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin azalmasıyla birlikte kredi arzında artış olacaktır ($L \uparrow$). Bu artışa bağlı olarak yatırımlar artacak ($I \uparrow$) ve sonuçta çıktı miktarında artacaktır ($Y \uparrow$). Bu süreç, şematik olarak şu şekilde gösterilmektedir (Mishkin, 1996, 11-12).

$$M \uparrow \rightarrow i_n \downarrow \rightarrow \text{nakit akışı} \uparrow \rightarrow \text{ters seçim ve ahlaki tehlike} \downarrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Bu aktarım kanalında firmanın nakit akışını etkileyen faiz oranının nominal faiz oranı olması bu kanalı geleneksel faiz oranı kanalından ayırmaktadır. Firmanın nakit akımları üzerinde asıl etkiye uzun vadeli faiz oranlarının değil kısa vadeli faiz oranlarının sahip olması bu aktarım kanalında kısa vadeli faiz oranlarının önemli bir yerinin olduğunu göstermektedir (Gür, 2003, 32).

2. 1. 2. 3. 4. 2. 2. Beklenmeyen Fiyat Düzeyi Kanalı

Ekonomide ani parasal şoklar fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Firmaların borçlarının uzun vadeli sözleşmelerle nominal olarak sabitlendiği bir piyasada ekonomik birimler tarafından beklenilmeyen genişletici bir para politikası, fiyatlar genel seviyesini arttırırken nominal borçların değerini reel olarak

düşürmesine rağmen aktiflerin reel ve nominal değerini düşürmeyecektir. Ani bir parasal şokun fiyatlar genel düzeyini yükseltirken firmanın borç yükünü azaltacak olması firmanın net değerinin artmasını sağlayacaktır. Net değer artması ise ters seçim ve ahlaki tehlike probleminin azalmasına yol açacaktır. Bunun sonucunda da yatırım harcamaları ve çıktı miktarı artacaktır (Mishkin, 2004, 623). Daraltıcı bir para politikası uygulaması ise fiyatlar genel düzeyinde beklenmeyen bir azalışa yol açarken borç yükünün reel değerinin artmasına neden olmaktadır. Firma borçlarının değerlerindeki reel artışlar firmanın net değerini azaltacaktır (Cengiz, 2007, 95).

2. 1. 2. 3. 4. 2. 3. Hanehalkı Likidite Etkisi

Parasal aktarım mekanizmasının bilanço kanalı aracılığıyla işleyen hanehalkı likidite etkisi dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları üzerindeki etkisi ile çalışmaktadır. Hanehalkı bilançolarında önemli yeri olan dayanıklı tüketim malları ve konutlar nitelikleri ve asimetrik bilgi problemi nedeniyle paraya kolayca dönüştürülemeyen aktiflerdir. Tüketiciler gelirlerinde beklenmeyen bir azalış karşısında fon ihtiyaçlarını karşılamak için dayanıklı tüketim mallarını ve konutlarını satma girişiminde bulunurlarsa varlıklarını gerçek değerinden satamayacaklarından dolayı zarar edeceklerdir. Eğer hanehalkları bilançolarında hisse senedi, tahvil, banka mevduatı gibi finansal aktifleri daha çok bulundurlarsa daraltıcı politikalar karşısında varlıklarını değer kaybetmeden ve kolayca satarak nakitlerini arttırabilmektedirler. Sonuç olarak tüketiciler mali sıkıntıya düşebilme olasılığının yüksek olduğu durumlarda kolayca ve değerinin altında satılan dayanıklı tüketim malı ve konut gibi varlıkları daha az elde tutarken getirisi yüksek olan finansal varlıkları daha çok bilançolarında bulunduracaklardır. Borçlarına karşı finansal aktifleri daha fazla olan tüketicilerin parasal bir genişleme sonucunda finansal aktiflerinin değerindeki artış sonucu gelirleri artacak, mali sorunlar yaşama olasılığı düşecek, dayanıklı tüketim ve konut alma talepleri artacaktır. Bunun sonucunda da toplam harcamalar ve hasıla artacaktır (Mishkin, 2014, 63-64).

2. 1. 2. 3. 4. 2. 4. Hisse Senedi Fiyatları Üzerinden Bilanço Kanalı

Daraltıcı para politikası uygulaması sonucunda faiz oranlarının artması ile hisse senetleri fiyatları düşmekte ve firmanın net değerinde azalma meydana gelmektedir. Daraltıcı bir para politikasının bilanço kanalı üzerinden işleyişini şu

şekilde özetleyebiliriz: Merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile para arzını daraltması sonucunda faiz oranları yükselecektir. Yükselen faiz oranlarının firmalar üzerinde iki etkisi olacaktır. Faiz oranlarının yükselmesi ilk olarak firmaların varlık fiyatlarını düşürecek ve buna bağlı olarak firmanın net değeri azalacaktır. Faiz oranlarının yükselmesinin ikinci etkisi ise kredi maliyetlerinin artması sonucu firmanın net nakit akışını azaltması olacaktır. Net değerleri azalan firmaların dış finansman primleri yükselirken firmaların dışarıdan fon sağlamaları zorlaşacaktır. Sonuç olarak firmalar harcamalarını azaltma yoluna gideceklerdir (Rabin ve Yeager, 1997, 294).

Genişletici bir para politikası uygulanması ($M \uparrow$) sonucunda hisse senedi fiyatlarının artması ($P_e \uparrow$) ile firmanın net değeri yükselecektir ($NW \uparrow$). Firmaların net değerinin artması ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin yaşanmasını azaltarak kredi arzının artmasını ($L \uparrow$) sağlayacaktır. Kredi arzının artması yatırım harcamalarını ($I \uparrow$) ve çıktı miktarını artacaktır ($Y \uparrow$). Bu süreç, şematik olarak şu şekilde gösterilmektedir (Mishkin, 2004, 622).

$$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow NW \uparrow \rightarrow \text{ters seçim ve ahlaki tehlike} \downarrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

2. 1. 2. 3. 5. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere yönelik başta enflasyon olmak üzere ekonomik yapıdaki değişim beklentileri vasıtasıyla işleyen aktarım kanalıdır (İnan, 2001, 4). Ekonomik birimler beklentiler kanalı aracılığıyla merkez bankasının geçmiş dönemlerdeki faaliyetlerini göz önünde bulundurarak merkez bankasının kredibilitesini değerlendirmiş olmaktadır (Jayaraman ve Choong, 2008, 13).

Teoride beklentilere ilişkin üç tür yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır (Eğilmez ve Kumcu, 2007, 293-298):

Statik Beklentiler (Durağan Beklentiler): Beklentilerin şekillenmesine yönelik en basit yaklaşım olan statik beklentiler bir sonraki gün yaşanacak durumun bir önceki gün yaşanmış olan durum ile aynı olacağının beklenmesi olarak ifade edilmektedir. Bu durum enflasyon beklentileri ile şu şekilde açıklanmaktadır.

Gelecek ay gerçekleşecek olan enflasyon oranı bu ayın enflasyon oranı ile aynı olacaktır.

$$EP_{t+1} = P_t \quad (2.5)$$

(2.5) nolu denkleme göre $EP_{t+1}=P_t$ gelecek dönemin beklenen enflasyon oranını sembolize ederken, P_t 'de cari dönemin enflasyon oranını ifade etmektedir. Fakat sahip olunan bilgiler doğrultusunda beklentiler ile gerçekleşen değerler arasında e_{t+1} şeklinde sembolize edilen bir hata oranı olacaktır. Bu durumda statik beklentiler ekonomilerde (2.6) nolu denklemdeki gibi formüle edilecektir.

$$P_{t+1} = EP_{t+1} + e_{t+1} \quad (2.6)$$

Adaptif Beklentiler (Uyarlanmış Beklentiler): Adaptif beklentiler, bir değişkenin geçmişte almış olduğu değerlerden yola çıkarak gelecekte alacağı değerin belirleneceği düşüncesine denir. Adaptif beklentiler, cari dönemdeki değişkenlerin oranlarının gelecek dönemde beklenilmesinin yanında geçmiş dönemlerde gerçekleşen değişken değerlerinin gelecek dönemde beklenmesini ifade ettiğinden dolayı statik beklentilerin daha geniş bir şeklini oluşturmaktadır. Adaptif beklentiler doğrultusunda oluşturulan enflasyon beklentisi geçmiş dönemlerde gerçekleşen enflasyonun bir fonksiyonu olarak (2.7) nolu denklemdeki gibi formüle edilmektedir.

$$EP_{t+1} = \alpha_1 P_t + \alpha_2 P_{t-1} + \alpha_3 P_{t-2} + \dots + \alpha_{n-1} P_{t-n} + e_{t+1} \quad (2.7)$$

Adaptif beklentilerde, yakın geçmiş dönemdeki enflasyon oranları değişmemiş olsa dahi beklenti modeli oluşturulurken geçmişe dönük n tane değerle modele alındığı için beklenen enflasyon oranı yakın geçmişte gerçekleşen enflasyon oranlarıyla aynı değeri alamayabilmektedir. Enflasyon beklentisinin sadece geçmiş dönemlerdeki değerler üzerinden oluşturulması çok rasyonel olmamaktadır.

Rasyonel Beklentiler: Rasyonel beklentiler teorisi gelecek döneme ait iktisadi değişkenlerin alacağı değerlerle ilgili beklentilerin, söz konusu değişkenleri etkileyen ekonomik yapının ve bilgilerin tamamının ekonomik birimler tarafından bilinmesini ifade etmektedir. Ekonomik beklentilerle ilgili tahminlerde herkesin bilgisi eşit düzeydedir. Buna göre enflasyona yönelik beklentiler rasyonel bekleyişler teorisine göre aşağıdaki gibi formüle edilmektedir.

$$P_{t+1} = EP_{t+1} + e_{t+1} \quad (2.8)$$

(2.8) nolu denklemde e_t önceden tahmin edilmesi mümkün olmayan bir tesadüfi değişkeni göstermektedir.

Rasyonel beklentiler teorisi ekonomi literatüründe bir ekol halini almıştır. Bu teorinin öncüleri olan Robert LUCAS ve Thomas SARGENT'in görüşlerini şu şekilde özetleyebiliriz (Eğilmez ve Kumcu, 2007, 299):

- Rasyonel beklentiler teorisine göre iktisadi birimler sahip oldukları bilgileri eksiksiz ve doğru bir şekilde kullandıkları için sistematik bir hata yapmazlar. Ekonomik birimler arasında beklentileri oluşturmada bir fark bulunmamaktadır. Bu nedenle para otoritelerinin ekonomik birimleri kandırmaları düşük bir ihtimaldir.
- Rasyonel beklentiler teorisine göre piyasalar daima denge durumundadır. Bu durum ekonomideki fiyatların tamamının, ücretlerin ve faiz oranlarının bilinenler doğrultusunda daima fayda ve kar maksimizasyonu sağlayacak şekilde piyasalarda belirlenmesini sağlamaktadır.

Para politikasının ekonomik birimlerin beklentileri üzerinde önemli rolü bulunmaktadır. Ekonomik birimleri yakından ilgilendiren tüketim, yatırım, üretim, ücret, gelir, maliyet gibi değişkenler beklentiler aracılığıyla enflasyon ve ekonominin genel yapısını değiştirmektedir. Bu durum ekonomik birimlerin gelecekle ilgili karar almasında beklenti kanalının önemini ortaya çıkarmaktadır (ECB, 2000, 46).

Faiz oranlarının ekonomik birimler tarafından tahmin edilmesi veya bilinmesi ekonomik birimlerin faaliyetlerini etkileyecektir. Örneğin; para otoritesinin faiz oranlarını düşürmesi sonucunda kredi maliyetleri azalır, harcama ve yatırımlar artar ve buna bağlı olarakda toplam talep artar. Toplam talepteki artışın bir kısmı fiyatlarda bir kısmı üretimde artışa neden olurken bu artışın fiyatlara ve üretime hangi oranlarda yansıtacağı arz koşullarına göre belirlenmektedir (Altunöz, 2010, 60).

Merkez bankasının daraltıcı bir para politikası ($M\downarrow$) uygulayacağına yönelik beklentiler sonucunda hisse senedi fiyatları düşecektir ($P_e\downarrow$). Hisse senedi fiyatlarındaki düşüş ekonomik birimlerin servetlerinin azalmasına neden olacaktır ($W\downarrow$). Servetleri azalan bireyler tüketim harcamalarını ($C\downarrow$), firmalar ise yatırım harcamalarını azaltacaklardır ($I\downarrow$). Toplam harcamalarda meydana gelen azalış

üretim miktarının düşmesine yol açacaktır ($Y \downarrow$). Para politikasının beklentiler üzerindeki etkisi aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Norrbin, 2000, 11).

$$M \downarrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow W \downarrow \rightarrow C \downarrow \text{ ve } I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Faiz oranlarında geleceğe yönelik beklentiler orta ve uzun vadeli faiz oranlarını etkilemektedir. Ayrıca para politikası, ekonomik birimlere enflasyonla ilgili geleceğe yönelik fikir vererek fiyatlarda değişiklik yaşanmasına yol açabilmektedir. Kredi notunun yüksek olduğu ekonomilerde merkez bankasının fiyat istikrarına yönelik beklentileri güven ortamının oluşmasını sağlar (Taş, 2006, 58-59).

Ekonomik birimlerin uygulanacak para politikası ile ilgili beklentileri iktisadi faaliyetlerini etkilemektedir. Ekonomik birimlerin beklentileri para otoritelerinin politikalarının ekonomik yapıda meydana getireceği değişikliklerin bilinmesi sonucunda oluşmaktadır. Örneğin; ekonomik birimler ekonominin resesyonda olduğu dönemlerde vergi oranlarının azaltılacağını, ekonominin hareketlendiği dönemlerde ise arttırılacağını beklemektedir. (Kydland ve Prescott, 1977, 474). Parasal aktarım kanallarından biri olan beklentiler kanalı ekonomik birimlerin, para otoritelerinin gelecekle ilgili politikaları sonucunda ekonomik değişkenlerde görülecek değişikliklere yönelik beklentileri aracılığıyla işlemektedir. Beklenti kanalının işleyişi diğer parasal aktarım mekanizmalarının (faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı) işleyişi sonucunda spesifik olarak zamanla gerçekleşmektedir. Örneğin; para otoritesi tarafından gelecekte uygulanacak politika ile ilgili bilgilerin kamuoyuna bildirilmesine rağmen mevcut politikada, gelecekte uygulanacak politikaya yönelik bir değişimin olmaması ekonomik birimleri ekonomik faaliyetlere yönelik beklentilerini yeniden değerlendirmeye yöneltmektedir. Bunun sonucunda beklentilere bağlı olarak önce para ve varlık piyasalarında daha sonrada enflasyon ve çıktı üzerinde reel etkiler yaşanacaktır (Loayza ve Hebbel, 2002, 6).

Beklenti kanalının etkin bir şekilde çalışması için güçlü bir para politikası uygulanmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun için de merkez bankasının yüksek bir kredibilitateye sahip olması gerekmektedir. Bu noktada güvenilir bir merkez bankası ile beklenti kanalı arasında sıkı bir ilişkinin varlığı ortaya çıkmaktadır. Örneğin; merkez bankasının gelecekte gerçekleşecek enflasyon oranına yönelik bilgileri kamuoyuyla paylaşması sonunda uygulayacağı politikaların söz konusu enflasyon

oranlarına ulaşmaya yönelik olacağının algılanması ile beklenen etkiler gerçekleşecektir. Fakat hedeflenen oranlar ile hedefe yönelik politika uygulamaları uyumsuz ise beklentiler gerçekleşmeyecek ve bu durum ekonomik birimleri olumsuz etkileyecektir (ECB, 2011, 61). Ekonomik birimler merkez bankasının enflasyonla mücadelesine güvenirse faiz oranlarında meydana gelecek bir artış tüketici ve üreticilerin enflasyon beklentisini düşürecektir. Fakat tersi bir durum söz konusu iken yani merkez bankasına güven duygusunun oluşmaması durumunda faiz oranlarındaki artış gelecek dönemde enflasyon oranlarında bir artışın yaşanabileceğine yönelik beklentilerin oluşmasına neden olacaktır. Özetle, güvenilir para politikası uygulamaları beklentiler kanalının, merkez bankasının hedeflerine yönelik bir şekilde işlemlerini sağlayacaktır (Yılmaz, 2012, 13).

Beklentiler kanalının etkin bir şekilde çalışması bazı koşullara bağlıdır. İlk olarak para otoritesinin önceki dönemlerdeki faaliyetlerine bağlı olarak oluşan güven duygusunun olması gerekmektedir. İkinci koşul merkez bankasının uygulayacağı politikaların tahmin edilebilir olması gerekmektedir. Politikaların sağlıklı bir şekilde tahmin edilmesi merkez bankasının şeffaf ve kamuoyuyla iletişim halinde olmasına bağlıdır. Üçüncü ve son koşul ise merkez bankasının politika aracında sürekli değişikliğe gitmeyeceği konusunda kamuoyuna bilgi vermesidir. Bu durum parasal aktarım mekanizması içerisinde beklentiler kanalının öneminin artmasına yol açmaktadır (Mohanty ve Turner, 2008, 20).

Özet olarak beklentiler kanalı para politikasının etkin bir şekilde işlemlerini sağladığı için parasal aktarım mekanizmalarına dahil edilmiştir. Ekonomik birimlerin geleceğe yönelik iktisadi faaliyetleri tahmin edememesi gelecekle ilgili beklenti içerisine girmelerine neden olmaktadır. Belirsizlik ortamında uygulanacak olan para politikasının ve bu politikalarla ilgili gerekli bilgilerin bilinmesi ile geçmişteki ekonomik faaliyetler sonucu kazanılan tecrübe beklentilerin oluşmasında önemli rol oynamaktadır. Para politikasının önceden bilinmesi ve doğru yorumlanması beklentileri olumlu etkileyerek para politikası uygulamalarının etkin bir şekilde çalışmasını sağlamaktadır (Güney ve Alacahan, 2012, 7).

3. TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI VE AKTARIM MEKANİZMALARININ İŞLEYİŞİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bu bölümde TCMB'nin 1990-2000 döneminde ve 2001 yılı sonrasında uygulamış olduğu para politikaları, Türkiye ekonomisinde parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi ile aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler ve son olarakda uluslararası ve Türkiye'de parasal aktarım mekanizmalarına ilişkin yapılan çalışmalar hakkında açıklamalar yapılacaktır.

3. 1. Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi

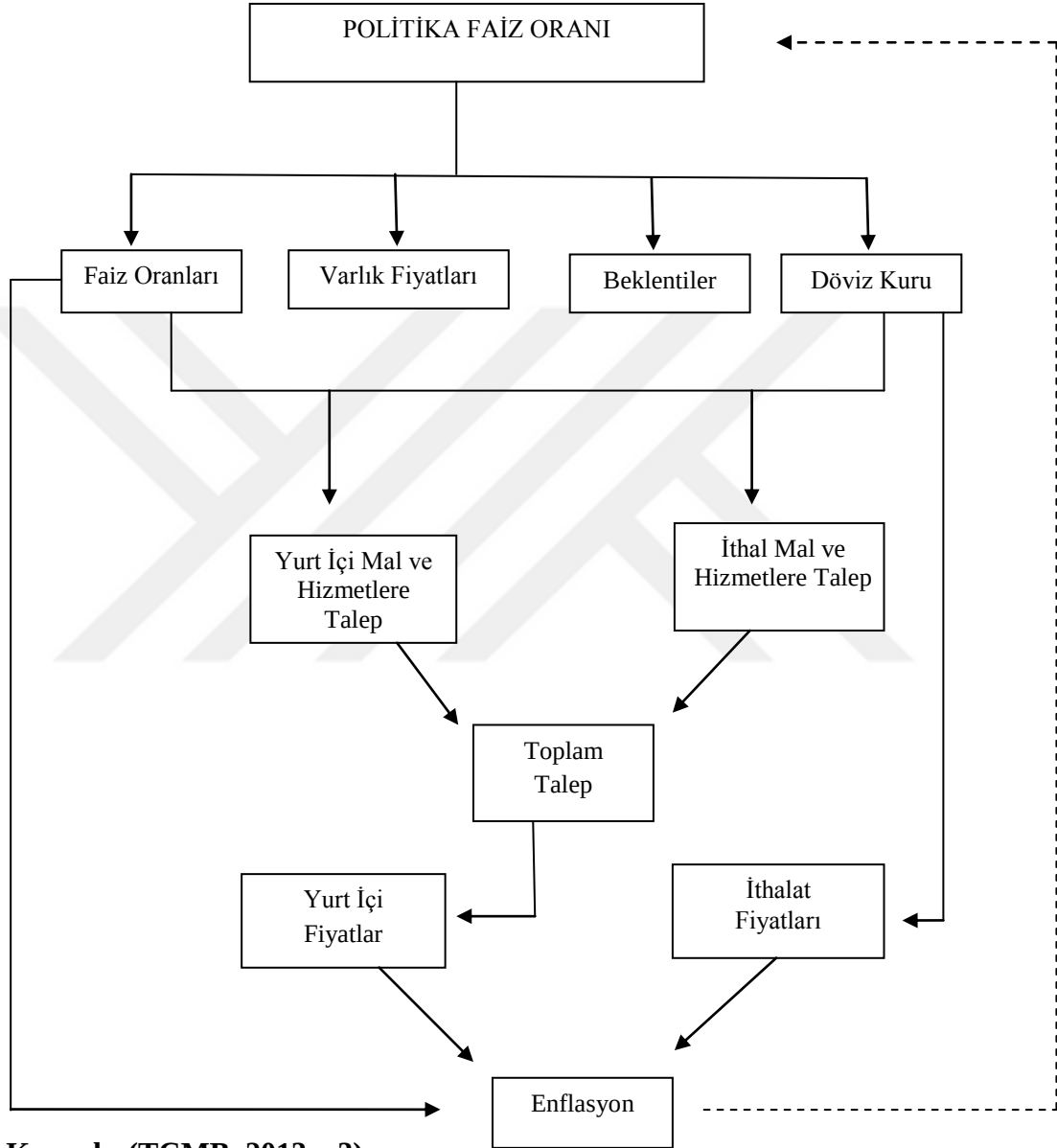
Merkez bankaları doğru değerlendirmeler ve gözlemler sonucunda hedefledikleri ekonomik faaliyetlere etkin politika araçlarını kullanarak ulaşabilmektedirler. Bu nedenle uygulanan para politikalarının talep ve fiyatlar gibi makro değişkenler üzerindeki etkisinin hangi kanallar üzerinden ve ne kadar sürede ortaya çıkacağının tespit edilmesi önem arz etmektedir. Para otoritelerinin uygulamış oldukları politikaların toplam arz üzerindeki doğrudan etkisi sınırlı olmasına karşın toplam talep üzerinden ekonomik faaliyetleri etkilemektedir. Para politikaları kısa vadede talep ve çıktı miktarı üzerinde etkili olurken uzun vadede fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olmaktadır (TCMB, 2013a, 2).

Günümüz ekonomilerinde merkez bankalarının çoğu enflasyonla mücadele politikaları izlemekte ve bu doğrultuda para politikası araçlarını kullanarak fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi hedeflemektedirler. Para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisi parasal aktarım mekanizması ile görülmektedir. Merkez bankalarının para politikası aracı olarak kullandıkları kısa vadeli faiz oranlarına yönelik almış oldukları kararlar sonucunda ekonomik faaliyetler dört kanal üzerinden etkilenmektedir (TCMB, 2007a, 2).

Parasal aktarım mekanizması süreci genel olarak üç aşamadan meydana gelmektedir. Birinci aşamada, şekil 6'da görüldüğü gibi kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin beklentiler, faiz, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi değişkenlere aktarımı görülmektedir. İkinci aşamada söz konusu değişkenlerin yurt içi ve ithal malların talebine olan etkisi görülmektedir. Üçüncü aşamada ise toplam

talep ve yurt içi fiyatlardaki değişimler ortaya çıkmakta ve yurt içi fiyatlar ile ithalat fiyatları enflasyonu belirlemektedir. Ayrıca faiz oranlarının enflasyon ve döviz kurlarının ise ithalat fiyatları üzerinde doğrudan etkileri vardır (TCMB, 2013a, 2).

Şekil 6. Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: (TCMB, 2013a, 3)

Şekil 7. Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyiş Süreci

	Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Arttırdığında	Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Düşürdüğünde
Beklentiler Kanalı	*Üreticiler ve tüketiciler para otoritesinin enflasyon hedeflemesine yönelik politikalarına güvenirler. ↓ *Enflasyonunun gelecek dönemde alacağı değerlerle ilgili beklentilerini para otoritelerinin hedefleriyle uyumlu tutarlar.	*Üreticiler ve tüketiciler enflasyonun seyrinden ekonominin iyi olduğuna inanır. ↓ *Enflasyonunun gelecek dönemde alacağı değerlerle ilgili beklentilerini para otoritelerinin hedefleriyle uyumlu tutarlar.
Faiz Kanalı	*Enflasyon beklentilerinin değişmediği Varsayımıyla; *Nominal faizler yükselir. *Tüketici harcamaları düşer. *Tüketici tasarrufları artar. *Üreticilerin borçlanma maliyeti yükselir. *Yatırımlar azalır. *Kullanılan kredi miktarı azalır. ↓ *Sonuç olarak toplam talep ve ekonomik faaliyetler azalırken enflasyon düşer.	*Enflasyon beklentilerinin değişmediği Varsayımıyla; *Nominal faizler düşer. *Tüketici harcamaları artar. *Tüketici tasarrufları azalır. *Üreticilerin borçlanma maliyeti düşer. *Yatırımlar artar. *Kullanılan kredi miktarı artar. ↓ *Sonuç olarak toplam talep ve ekonomik faaliyetler artarken enflasyon yükselir.
Varlık Fiyatları Kanalı	*Hisse senedi, bono, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların göreceli olarak fiyatlarında düşüşler meydana gelir. *Gelirleri azalan tüketicilerin harcamaları düşer. *Borç alırken teminat olarak gösterdikleri varlıklarının değerleri düşen tüketicilerin fon sağlama imkanları azalır ve yatırımlar düşer. ↓ * Sonuç olarak toplam talep ve ekonomik faaliyetler azalırken enflasyon düşer.	*Hisse senedi, bono, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların göreceli olarak fiyatlarında artışlar meydana gelir *Gelirleri yükselen tüketicilerin harcamaları artar. *Borç alırken teminat olarak gösterdikleri varlıklarının değerleri yükselen tüketicilerin fon sağlama imkanları çoğalır ve yatırımlar artar. ↓ *Sonuç olarak toplam talep ve ekonomik faaliyetler artarken enflasyon yükselir.

Şekil 7. Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyiş Süreci Devamı

Döviz Kuru Kanalı	*Her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, *Yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranlarından görece yüksek olması ile ülkeye sermaye girişi artar ve ulusal paranın değeri yükselir. Buna bağlı olarak uluslararası ticarete konu olan malların görece fiyatlarında değişiklikler meydana gelir. ↓ *Sonuç olarak enflasyon düşer.	*Her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, *Yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranlarından görece düşük olması ile ülkeden sermaye çıkışı artar ve ulusal paranın değeri düşer. Buna bağlı olarak uluslararası ticarete konu olan malların görece fiyatlarında değişiklikler meydana gelir. ↓ *Sonuç olarak enflasyon yükselir.
-------------------	--	--

Kaynak: (TCMB, 2007a, 2)

3. 2. 1990-2000 Döneminde Türkiye’de Para Politikası

TCMB 1986,1987 ve 1989 yıllarında parasal programlar hazırlamış fakat bu programları kamuoyuna ilan etmemiştir. 1990 yılında hazırlanan para programı ise kamuoyuna ilan edilmiş ve bu tarih para programının başlangıç yılı olarak kabul edilmiştir (Önder, 2005, 177). 1990 yılında TCMB orta vadeli bir para politikasını kamuoyuna açıklayarak uygulamaya başlamıştır. TCMB 1989 yılında uyguladığı politikasını devam ettirmiş ve M1, M2 ve daha geniş parasal büyüklükler yerine kendi bilançosunu denetim altına alarak sağlıklı bir yapı oluşturmayı amaç edinmiştir. TCMB 1990 yılında uygulamış olduğu parasal program ile bilanço büyüklüğünü, toplam iç yükümlülükleri, toplam iç varlıkları ve merkez bankası parası gibi bilançosunda var olan kalemler üzerine hedefler koyarak denetim sağlamaya çalışmıştır. TCMB’nin uygulamış olduğu parasal program ile hedefler büyük ölçüde tutturulmuş ve para piyasalarında fiyat istikrarı sağlanmıştır. Ayrıca 1990 yılında faiz oranlarında ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar yaşanmamıştır (Kesriyeli, 1997, 21).

1991 yılında TCMB içsel ve dışsal ekonomik ve siyasi nedenlerden (Erken seçim ve Körfez savaşı etkileri gibi) dolayı para programı uygulamamıştır. TCMB bu dönemde Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol etmeyi hedeflemiştir. Ayrıca bu dönemde kamu TCMB’den yoğun bir şekilde kredi kullanmış ve bu durum merkez bankasının amaç bağımsızlığı özelliğinden taviz vermesine neden olmuştur. Ayrıca TCMB 1991 yılında açık piyasa işlemleri ile piyasadaki fazla likiditeyi çekmeye çalışmıştır. TCMB 1 Eylül 1991’de

para piyasalarında gelişimi sağlamak amacıyla doğrudan alım ve satım işlemlerinde ihale yöntemini kullanmıştır (Gaygılı, 2007, 139). 1991 yılında TL ve döviz mevduatlarında büyük çekilişler yaşanmıştır. Bu çekilişler faizleri ve kurları yükseltirken rezervleri ise azaltmıştır. Savaş ortamı nedeniyle yaşanan politik belirsizlik sonucunda döviz kurları enflasyondan daha hızlı artmış ve TL'nin değer kaybetmesi ile piyasadaki dengeler bozulmuştur. Kamu finansman açığının denetim altına alınamamış olması parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırmış ve parasal programın açıklanmasını engellemiştir (Kesriyeli, 1997, 23).

1992 yılına yeni bir para programı açıklanmış olmasına rağmen kamu açıklarındaki hızlı artışların yaşanması sonucunda programda belirtilen hedeflerin üzerine çıkılmıştır. Bunun sonucunda para politikası uygulamaları kurlarda yaşanan aşırı dalgalanmaları engellemeye odaklı olmuştur (Gaygılı, 2007, 139).

1993 yılında para ikamesi hız kazanmıştır. Bu dönemde 1984 yılından itibaren kabul edilmeye başlanan döviz tevdiat hesaplarının GSMH içindeki payı ilk defa vadeli tasarruf mevduatının GSMH içerisindeki payını geçmiştir. 1993 yılının sonuna doğru mali piyasalarda yaşanan istikrarsızlıklar ve döviz kurlarında meydana gelen aşırı dalgalanmalar ekonominin geleceği ile ilgili endişeleri arttırmıştır (Aslan, 2008, 100).

1993 yılı sonunda ve 1994 yılı başında mali sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. TCMB'nin kamu için gerekli fon ihtiyacına finansman olması, Hazine ihalelerinin iptal edilmesi likiditede artışların yaşanmasına neden olmuştur. Bu durumun fiyatlara etkisini önlemek amacıyla döviz satışları politikası izlenilmiştir. Faizlerin piyasa şartlarına göre hareket edememesi kurlar üzerinde baskı oluşturmuştur. Bankaların açık pozisyonlarının yüksek olması ve sermaye hareketlerinin serbest oluşu sonucunda TCMB'nin rezervleri hızla azalmıştır. Ekonomideki bu yaşananlar piyasalardaki dalgalanmaları arttırmış ve bu gelişmeler yüksek oranlı kur ayarlamalarının ve IMF ile Stand-By anlaşmasının yapılmasına neden olmuştur (Erçel, 1996, 4). 1994 yılında enflasyonla mücadelede kur politikası nominal çıpa olarak kullanılırken kurlardaki artış en fazla enflasyon oranı kadar öngörülmüştür. Döviz talebini azaltmak için uygulanan kur ve faiz politikasının yanında etkili rezerv yönetimi döviz rezervlerini arttırarak kur üzerindeki baskıyı azaltmıştır. TCMB'nin piyasalardan döviz satın alması sonucunda meydana gelen likidite fazlası, açık piyasa işlemleri ve bankalararası para piyasası işlemleri ile yok edilmeye çalışılmıştır

(Göklemmez, 2011, 143). TCMB'nin 1994 yılının ikinci yarısından sonra uyguladığı enflasyonla mücadele politikasına yönelik daraltıcı para politikası 1995 yılı son çeyreğine kadar kısmen başarılı olmuştur (Göklemmez, 2011, 145).

1995'te Türkiye'nin erken genel seçime gitmesi, hükümet değişiklikleri, IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona erdirilmesi ve gümrük birliğine girilmesi gibi nedenlere bağlı olarak ekonomide belirsizlikler ortaya çıkmıştır. Bu nedenle 1996'da uygulanan para politikasında finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunması öncelikli hale gelmiştir. Bu dönemde TCMB para programını, rezerv paranın kontrol edilmesini ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların denetimini hedeflemiştir (Kesriyeli, 1997, 28).

TCMB, 1996 yılında finansal piyasalarda istikrarı sağlanmayı ve reel döviz kurundaki dalgalanmaları minimum düzeye indirmeyi hedeflemiştir. TCMB'nin bu dönemdeki bir diğer hedefi ise rezerv parayı, program limitleri içinde tutmayı sağlamak olmuştur (Ertuğ, 2007, 39).

1997 yılı para politikası uygulamasında da 1996 yılındaki gibi temelde finansal piyasalarda istikrarın sağlanması amaçlanmıştır. TCMB'nin finansal piyasalarda istikrarı sağlayabilmesi için iki faktörün gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Birinci faktör, ilk olarak Türk lirası ve döviz piyasalarında meydana gelebilecek kısa süreli, hızlı ya da değişken fiyat dalgalanmalarının önlenmesidir. İkinci faktör ise piyasalardaki mevcut belirsizliklerin azaltılmasıdır (Hatipoğlu, 2007, 80).

1998 yılında TCMB belirsizlik ortamı nedeniyle bir süre açıklamadığı para politikası programını yeniden açıklamaya başlamıştır. Bu doğrultuda yılın ilk ve ikinci üçer aylık dönemleri için “rezerv para” büyüklüğüne aralık hedefler, belirlenen enflasyon hedefleri ile birlikte açıklanmıştır. Ayrıca bu hedeflere ek olarak Hazine'de üçer aylık dönemler için “faiz dışı fazla” hedefleride konulmuştur (Gür, 2003, 59).

1999 yılında uygulanan para politikasında, bir önceki yılın politikası ile uyumlu olarak finansal piyasalarda istikrarı sağlama ve enflasyonu kontrol etme amaçları doğrultusunda oluşturulmuştur (Ceylan, 2010, 78). 1999 yılı ekonomik ve siyasi belirsizliklerle başlamış ve bu belirsizlikler yılın son aylarına doğru azalmış olsada para politikası uygulamalarını olumsuz etkilemiştir (Hatipoğlu, 2007, 83).

1997-1999 döneminde uluslararası piyasalarda meydana gelen krizler, Türkiye’de yaşanan depremler sonucunda 1999 yılı Türkiye ekonomisi için kötü bir yıl olmuştur. Türkiye’de 1999 yılında; toplam borçlanma ortalama reel faizleri % 15’ten % 25’e, toplam borç stoku / GSMH % 44’ten % 61’e, TEFE enflasyonu % 51’den % 67’ye çıkmıştır. Ayrıca ekonomik büyüme (GSMH), % 4’ten, eksi % 6’ya düşmüştür. Bu sonuçlar artık Türkiye’de para politikası yönünden güçlü bir çıpaya dayalı istikrar programı uygulamasının gerekliliğini ortaya koymuş ve para politikası stratejisi para politikası araçlarından daha önemli hale gelmiştir (Önder, 2005, 219).

1999 yılında IMF ile stand-by anlaşması imzalanarak 2000–2002 dönemi için uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi belirlenmiştir. Türk Hükümeti tarafından 9 Aralık 1999 tarihinde verilen niyet mektubu, 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Kurulu tarafından onaylanmıştır. Üç yıllık bir dönemi kapsayan bu anlaşmada enflasyonu düşürme programı, gelirler, maliye, para ve kur politikaları ve yapısal düzenlemeler yer almaktadır. Programın temel amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz: TÜFE’yi 2000 yılı sonunda % 25’e, 2001 yılı sonunda % 12’ye ve 2002 yılında % 7’ye indirmek, reel faiz oranlarını makul seviyelere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakları atıl olmayacak şekilde ve adaletli dağıtmaktır (Önder, 2005, 219). Çerçevesini ve amaçlarını belirttiğimiz “Enflasyonu Düşürme Programı” 2000 yılındaki gelişmelerin temel belirleyicisi olmuştur (TCMB, 2000, 13).

3. 3. 2001 ve Sonrası Dönemde Türkiye’de Para Politikası

2001 yılı öncesi Türkiye için krizlerin ve yapısal kırılmaların çokça yaşandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi ile Türkiye’de işleyiş benzer özellikte olmuştur. Politika aracı olarak nominal döviz kurunun kullanıldığı bu dönemde sabit ya da yönetilen döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulanarak finansal piyasalarda istikrar ve enflasyonun kontrolü hedeflenmiştir. Ekonomik birimler kolayca takip edilmesi ve enflasyonun gelecekteki değeri ile ilgili bilgi içermesi nedeniyle beklentilerini döviz kuru hareketlerine göre oluşturmaktadırlar. Bu çerçevede fiyatlama davranışlarının belirlenmesinde döviz kuru hareketleri büyük rol oynamaktadır. Türkiye ekonomisinin 2001 yılında meydana gelen ekonomik krizden sonra yapısal bir değişim sürecine girdiği görülmektedir (TCMB, 2013a, 9).

Türkiye ekonomisi 2001 Krizinden sonra uygulamaya konulan ekonomik program ile yeni bir oluşum içerisine girmiştir. Yeni program ile bankacılık ve kamu sektöründe yeniden düzenlemeler yapılarak Türkiye ekonomisi tarihinde sıkça karşılaşılan enflasyon ve ülke riski gibi sorunların ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi yok edilmeye çalışılmıştır. Yeni program ile yapısal değişiklikler yapılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda TCMB'nin temel amacı “fiyat istikrarını sağlamak” olarak belirlenmiş ve TCMB araç bağımsızlığı elde etmiştir. TCMB araç bağımsızlığı ile birlikte hesap verme sorumluluğunu da üstlenmiş ve buna bağlı olarak politika uygulamalarında iletişim ve şeffaflığa önem vermiştir (TCMB, 2013a, 9-10).

2001 yılı Şubat krizi sonrasında Türkiye ekonomisinde “Güçlü Ekonomiye Geçiş” olarak adlandırılan yeni bir program uygulanmaya başlanmıştır. Uygulanmaya konulan bu yeni program, para politikasının serbest kur rejimi altında uygulanmasına ortam sağladığı için önceki programlardan farklıdır. Serbest kur rejimi uygulamasına geçilmesi sonucunda döviz kuru nominal çapa işlevini kaybetmiştir. Bu doğrultuda programın uygulanma sürecinde merkez bankası bilançosunda yer alan emisyon, munzam karşılıklar ve serbest tevdiat hesaplarının toplanmasıyla meydana gelen ve parasal taban olarak ifade edilen büyüklük, geçici olarak nominal çapa işlevini almıştır (Gaygılı, 2007, 151).

Dalgalı kur rejimine ve enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte politika aracı olarak kullanılmaya başlanan kısa vadeli faiz oranları, döviz kurlarının volatilitelerini arttırmıştır. Bunun sonucunda ekonomik birimler tarafından enflasyonun seyrine yönelik referans alınan döviz kuru değişkeni önemini kaybetmiştir. Yapısal düzenlemeler ile uygulanan para ve maliye politikaları sonucunda mali baskınlık azalırken, finansal piyasalar derinlik kazanmış, uygulanan politikalara ve kurumlara olan güven artarken parasal aktarım mekanizmalarının etkinliği artmıştır (TCMB, 2013a, 10).

11 Eylül 2001 tarihinde ABD'nin terör saldırısına uğraması sonucunda iç ve dış piyasalarda mali istikrarsızlık yaşanmış ve hazinenin ek dış finansman ihtiyacı artarken enflasyonun tahmin edilenin üzerinde gerçekleşmesi göz önüne alınarak 2002 yılının başında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, ekonominin güçlendirilmesi, muhtemel krizlere göre kırılğanlığının azaltılması ve şoklara karşı direncinin artırılması amacıyla 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde düzenlenmiştir. Yeni

program doğrultusunda dalgalı döviz kuru rejimine devam edileceği, enflasyonda ciddi bir düşüşün sağlanması için 2003 yılında enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirilebileceği, bankacılık sektöründeki yapılandırmaların hız kazanacağı ve kamu borç durumunun düzeltileceği taahhüt edilmiştir. Program doğrultusunda 2002 yılında GSMH'nin % 6,5'i kadar kamu kesimi faiz dışı fazla verecek şekilde maliye politikası uygulanacağı ve % 35 oranında enflasyon hedefine (TÜFE) uygun bir para politikası uygulanacağı ilan edilmiştir. Daraltıcı para ve maliye politikalarının izlendiği bu dönemde reel GSMH'nin % 3 oranında olacağı tahmin edilmiş fakat programın başarılı olması ve reel faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak ekonomik büyümenin daha fazla olabileceği ifade edilmiştir. Programın belirlenen çerçevede sağlıklı bir şekilde işlemesi için IMF'den 16 milyar dolar ek dış kaynak temin edilmiştir (TCMB, 2002, 14).

TCMB, 2002 yılından itibaren politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmış ve döviz kuru yerine fiyat istikrarını sağlamaya yönelik “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi”ni uygulamıştır. Türkiye ekonomisinde 2002-2005 döneminde açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli zemin hazırlanmış ve 2006 yılından itibaren “açık enflasyon hedeflemesi rejimi” uygulanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda uygulanan politikalar enflasyonla mücadeleye büyük katkı sağlamıştır. Ayrıca bu uygulama meydana gelen küresel şoklara karşı esnek bir politika tepkisi verilmesine ve enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınmasına imkan tanımıştır. Böylelikle enflasyon oranları uzun yıllar sonra kalıcı olarak tek haneli rakamlara düşürülmüştür (TCMB, 2013a, 10).

TCMB 2003 yılında kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak belirlemiş ve kısa vadeli faiz oranları üzerinden enflasyon hedeflemesine yönelik stratejiler geliştirmiştir. TCMB 2003 yılının ilk üç ayında enflasyon oranlarındaki yükselişin reel olmadığını kamuoyuna açıklayarak piyasalarda yaşanacak belirsizliği önlemiştir. Daha sonraki aylarda yaşanan ekonomik gelişmelerde merkez bankasının açıklamalarını desteklemiş ve piyasalara olan güven artmıştır. Nisan ayında % 44'lerde olan gecelik faiz oranları yılın son aylarına doğru % 25 seviyelerine düşmüştür. Bu dönemde TCMB'nın şeffaflık ilkesine vermiş olduğu önem ve yeni iktidarın kamuoyunun güvenini almış olması merkez bankasının izlediği politikalarda başarılı olmasında etkili olmuştur (Sezer, 2013, 73).

TCMB 2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesini sürdürmüştür. Bu doğrultuda ilk olarak gerçekleşecek olan enflasyon oranının hedeflenen orana yakınlığı üzerinde durulmasının yanında parasal büyüklüklerde dikkat edileceği açıklanmıştır (Aslan, 2008, 109).

2005 yılında da kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanılmış ve dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Türkiye ekonomisinde 2005 yılına kadar geçen dönemde, uygulanan para ve maliye politikaları, yapısal reformlar, TCMB'nin bağımsızlığını kazanması için yapılan düzenlemeler, dalgalı döviz kuru altında fiyat istikrarını sağlama çabaları önemli bir ekonomik dönüşüm yaşanmasını sağlamıştır. 2005 yılı başında, Türk lirasından altı sıfır atılması ile paranın itibar kazanması fiyat istikrarını sağlama hedefinde önem arz etmiştir. Bu dönemde; malî disiplinin sürekliliği ile ilgili endişeler azalmış, kamu borç stoku ekonomik yapı içerisinde ilk sıradaki sorun olma özelliğini kaybetmiş, finansal piyasalarda kırılabilirlik azalmış ve finansal piyasaların derinliği artmıştır. Bu yaşananlar ekonomiye olan güven duygusunu perçinlemiştir (TCMB, 2005, 73-74).

2006 yılında uygulanan programın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve büyümenin devam ettirilmesi olarak belirlenmiştir. Bu dönemde enflasyon hedeflemesine geçilmiş ve üç yıllık enflasyon hedefleri açıklanmıştır. Belirlenen hedeflere ulaşabilmek için kamu borç stokunun azaltılması, bütçenin iyileştirilmesi ve gelirler politikasının düzenli olarak uygulanması gibi maliye politikası amaçlarının yerine getirilmesi ile yapısal düzenlemelerin devam ettirilmeside önem arz etmektedir. TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasında temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmış ve IMF ile beraber yürütülen program doğrultusunda gösterge özelliğindeki hedefler ile performans kriterlerini göz önünde bulundurmıştır (Aydöner, 2008, 101-102).

TCMB, 2007 yılında dalgalı döviz kuru rejimi altında enflasyon hedeflemesine devam etmiş ve enflasyonun katı yapısını değiştirmek için faizleri düşürmüştür. TCMB 2008 yılında da dalgalı kur rejimini benimseyerek enflasyon hedeflemesine devam etmiştir. Bu doğrultuda 2007 yılına ait para ve döviz kuru politikalarına ait temel çerçeve 2008 yılı için de benimsenmiş ve 18 Aralık 2007 tarihli “2008 Yılında Para ve Kur Politikası” adı altında duyuru ile kamuoyuna bildirilmiştir (TCMB, 2007b, 39).

2007 yılından itibaren etkisini ciddi bir şekilde gösteren arz şoklarının ve küresel mali piyasalardaki sorunların döviz kurları ve ülke risk primi üzerindeki olumsuz etkisi 2008 yılında para politikasının şekillenmesinde önemli rol oynamıştır. Yaşanan bu olumsuzluklar enflasyon oranının belirtilen hedef politikasının üzerinde seyretmesine neden olmuş ve yılın son çeyreğine kadar daraltıcı para politikasının uygulanmasını zorunlu kılmıştır (TCMB, 2008, 31).

2008 finansal krizinin ardından Türkiye’de 2008 yılının ilk yarısına ait veriler ekonomik faaliyette yavaşlama belirtileri göstermektedir. Fakat OECD ülkelerinin tamamı bu kriz karşısında özel tedbirler alırken Türkiye’nin geleneksel para politikası uygulamalarını sürdürdüğü, faiz oranlarını düşürdüğü ve likidite elde etmeye yönelik önlemler aldığı görülmektedir (Ceylan, 2010, 101). 2008 yılında ABD’deki bazı büyük finans kuruluşlarının iflası sonucunda etkisi dahada artan küresel finans krizinin etkileri 2009 yılının ilk yarısında devam ederken ikinci yarısında ise bu etki azalmaya başlamış küresel ekonomi toparlanma sürecine girmiştir (TCMB, 2009, 25).

TCMB para politikası stratejisinde fiyat istikrarını sağlamak için 2006 yılında uygulamaya koyduğu açık enflasyon hedeflemesi rejimini 2009 yılında da sürdürmüştür. Küresel ekonomik aktivitelerin küçülmesiyle beraber uluslararası emtia fiyatlarında yaşanan hızlı düşüşler ve mali tedbirler çerçevesinde gerçekleştirilen vergi indirimleri sonucunda enflasyon oranları yılın ilk yarısında belirgin bir düşüş göstermiştir. 2009 yılının son çeyreğine gelindiğinde ise temelde baz etkisi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak yıllık enflasyon bir miktar yükselmiş olsada temel fiyat göstergeleri seyri düşük devam etmiştir. 2009 yılı sonunda enflasyon oranları belirsizlik aralığının içinde ve hedeflenen % 7,5 oranının altında % 6,53 düzeyinde gerçekleşmiştir. TCMB 2009 yılında temel amaç olarak belirlediği fiyat istikrarı ile çelişmemek şartıyla 2008 finansal krizinin ekonomik faaliyetler ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltma yönünde politikalar izlemiştir. Bu kapsamda bir taraftan kısa vadeli faiz oranları hızla düşürülmüş diğer taraftan ise denge sağlayıcı bir likidite politikası izlenmiştir. Böylelikle kredi piyasasındaki işleyişi olumsuz etkileyen engellerin kaldırılması hedeflenmiştir. 2009 yılı mayıs ayında itibaren ekonomik faaliyetlerde kısmen canlanma görülmesine rağmen, toplam talepteki canlanmanın devam edip etmeyeceğine yönelik endişelerin varlığı ve istihdam düzeyinde belirgin bir

değişikliğin görülmemesi nedeniyle faiz oranlarındaki düşüş sürdürülmüştür. Yılın son aylarına doğru ise ekonomik faaliyetlerde kabul edilebilir bir canlanma görülmeye başlanmasının ardından faiz oranlarındaki düşüş kademeli olarak azaltılmış ve Aralık ayına gelindiğinde politika faizleri sabitlenmiştir. Bu süreçte politika faiz oranlarında toplam 850 baz puanlık azalış görülmüştür (TCMB, 2009, 25).

2008 finansal krizinin etkilerinin azaldığı 2010 yılında ekonomideki canlanma belirginleşmiştir. Bu dönemde TCMB, kriz yıllarında ekonomiye aktardığı geçici likidite desteklerini yavaş yavaş azaltmış ve zorunlu karşılık oranlarını arttırmıştır. Ayrıca TCMB, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme şeklinde belirlediği temel amacı ile çelişmemek ve finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak görevi kapsamında temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerle birlikte, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi para politikası araçlarında kullanıldığı etkin bir politika bileşimi uygulamasına gitmiştir. Yeni oluşturulan bu politika bileşimi döviz alım ihalelerinin esnek hale getirilmesi, likidite yönetiminin operasyonel yapısının değiştirilmesi, Türk lirasının münzam karşılıklara faiz ödemesi uygulamasının sona erdirilmesi ve küresel ekonomide para tabanında meydana gelen artış sonucunda meydana gelen sermaye girişlerini daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönlendirilmesi gibi tedbirleri içermektedir. Bu politika bileşimi ile para politikasının etkin işleyişini arttırmak ve makro finansal riskleri azaltmak hedeflenmektedir (TCMB, 2010, 27).

2010 yılından sonra 2008 finansal krizinin etkilerinin azalmasına bağlı olarak küresel ekonomilerdeki canlanma eğilimi 2011 yılında yavaşça olsa devam etmiştir. TCMB 2011 yılında da fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi temel politika amacı olarak belirlemesinin yanında makro finansal istikrarın sağlanmasında göz önünde bulundurmıştır. Bu çerçevede birden çok amaca yönelik olarak uygulamalardaki para politikasının araç çeşitliliğini sağlamak için temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında meydana gelen faiz koridoru ile zorunlu karşılık oranlarının araç olarak birlikte kullanıldığı bir politika bileşimi tasarlanmıştır (TCMB, 2011, 27).

TCMB'nin 2012 yılında izlediği para politikasının temeli 2010 sonlarından itibaren kademeli şekilde tasarlanan yeni politika yaklaşımına dayanmaktadır. TCMB 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda temel

amacı olarak belirlediği fiyat istikrarını sağlama politikası ile çelişmemek şartıyla finansal istikrarı sağlayacak bir şekilde yeni para politikası tasarımı oluşturmıştır. Yeni oluşturulan politika bileşiminde fiyat istikrarını sağlama amacının yanında finansal istikrarında göz önünde bulundurulması para politikasının hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracı kullanmasını gerekli hale getirmiştir. Bu kapsamda 2012 yılında politika uygulamalarında faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, etkin likidite yönetimi, rezerv opsiyonu mekanizması gibi politika araçları etkin olarak kullanılmıştır. Böylelikle 2012 yılı, ekonomide dengelerin belirlendiği, enflasyonda düzenli bir düşüş seyrinin görüldüğü, ekonomik faaliyetlerin ise büyümeyi sürdürdüğü bir yıl olmuştur (TCMB, 2012, 29-30).

TCMB 2013 yılının Mayıs ayına kadarki dönemde makro finansal riskleri gözetmesi ve küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesine bağlı olarak esnek para politikası uygulamalarını sürdürmüştür. Sermaye akımlarının etkisi ile tahmin edilenden daha hızlı bir kredi büyümesinin yaşandığı bu dönemde finansal istikrara ilişkin riskleri dengelemek için kısa vadeli faiz oranları düşük tutulurken döviz rezervlerini arttırıcı yöndeki tedbirler sürdürülmüştür. Böylece hem iç ve dış talep dengeleme işlemi devam etmiş hem de reel döviz kurundaki yükseliş baskısı kontrol altına alınmıştır (TCMB, 2013b, 29). 2013 yılının üçüncü çeyreğinde hem küresel ekonomideki belirsizliklerin etkisini hem de Türk lirasının değer kaybetmesini ve enflasyon oranlarındaki yükselişin genel fiyatlama davranışlarını bozmasını önlemek için Temmuz ve Ağustos aylarında faiz koridorunun üst bandı 75 ve 50 baz puan yükseltilmiştir. 2013 yılının son çeyreklik döneminde de gelişmiş ekonomilerin para otoritelerinin uygulamış olduğu para politikalarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi ve enflasyon oranlarının hedeflenen seviyenin üzerinde seyretmesi nedeniyle TCMB para politikası uygulamalarında temkinli davranmıştır (TCMB, 2013b, 31).

2014 yılı boyunca küresel finans piyasalarında dalgalanmalar devam etmiştir. 2014 yılında TL'de bir değer kaybı ve risk primlerinde yükseliş yaşanmıştır. TCMB bu gelişmelerin enflasyonu ve makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemesini önlemek için daraltıcı bir para politikası uygulama ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirme yöntemine gitmiştir. Daraltıcı para politikası sonucunda risk primleri iyileşmiş, enflasyon beklentilerindeki endişeler ve finansal piyasalardaki dalgalanma azalmıştır. Daraltıcı para politikası uygulaması yıl boyunca sürdürülmüştür (TCMB, 2014, 27).

TCMB, 2015 yılında fiyat istikrarını sağlamaya karşı daraltıcı, döviz piyasaları için dengeleyici ve finansal istikrarı sağlamada destekleyici özellikte bir politika izlemiştir. TCMB, 2015 yılının ilk çeyreğinde, çekirdek enflasyondaki gelişmeler doğrultusunda faiz oranlarını düşürmüştür. Aynı zamanda likidite politikası göz önünde bulundurularak temkinli davranılmıştır. Bu doğrultuda, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Ocak ayında % 8,25'ten % 7,75'e; Şubat ayında ise % 7,5'e indirilmiştir. Bunun yanında Şubat ayında gecelik borç alma-verme koridoru, 50 baz puan düşürülmüştür. 2015 yılının sonraki aylarında ise döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkilerini azaltmak için daraltıcı para politikası uygulamaları sürdürülmüştür. Bu çerçevede, borç alma-verme koridoru sabit tutulurken ortalama fonlama faiz oranları ise aşamalı olarak yükseltilmiştir (TCMB, 2015f, 27-28).

TCMB, 2015 yılının ilk yarısında döviz kurundaki dalgalanmalara bağlı olarak döviz likiditesine yönelik bazı tedbirler almıştır. 27 Şubat 2015 tarihinden sonra döviz satım ihalesi tutarlarının belirlenmesinde esneklik ön plana çıkmıştır. Ayrıca, 10 Mart 2015 tarihinde bankacılık sisteminin ihtiyaç duyduğu geçici döviz likiditesinin temin edilmesi ve TL cinsi aracılık maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla rezerv opsiyonu katsayılarında teknik düzenlemelere gidilmiştir. TCMB, 18 Ağustos 2015 tarihinde küresel ekonomilerdeki para politikalarına ilişkin belirsizliklerin finansal piyasalara olan olumsuz etkilerini engellemek amacıyla alınacak politika önlemlerine ait izleyeceği yöntemi belirlemiştir. Bu doğrultuda, faiz politikasının yanında TL ve döviz likiditesi ile finansal istikrara ilişkin politikalarda yapılacak düzenlemeler ve bu düzenlemelerin zamanlaması ile ilgili bilgiler sunulmuştur. Bu kapsamda, faiz ve TL likiditesi politikalarında sadeleşmeye gidilmiş ve bankalara borçlanmalarını kolaylaştırıcı imkanlar tanınmıştır (TCMB, 2015f, 30-31).

3. 4. Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmaları

3. 4. 1. Faiz Oranı Kanalı

Merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranlarında yapmış olduğu bir değişikliğin kısa ve uzun vadeli reel faiz oranları üzerinde göstereceği değişim parasal aktarım mekanizmasının ilk aşamasını oluşturmaktadır. Para otoritelerinin uygulamış olduğu bu politika sonucunda reel faiz oranlarında meydana gelecek

değişiklik parasal aktarım mekanizmaları aracılığıyla reel kesime iletilmektedir. Para politikasının belirlemiş olduğu politika faiz oranı kararlarının diğer faiz oranlarına geçiş etkisi ve süresi, dolaylı ya da dolaysız olarak bütün aktarım kanallarının etkinliğini belirlemekte ve parasal aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde işleminde önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Çavuşoğlu, 2010, 9-10).

Merkez bankasının politika faizi olarak kullandığı kısa vadeli nominal faiz oranlarının finansal piyasalara aktarımında ilk aşama olarak düşünülmesinin temel nedeni; gecelik faizle fonlamanın sadece bankalar tarafından yapılabilmesi, reel ekonominin ise gecelik faiz yerine daha uzun vadeli faizlere, döviz kuruna, hisse senedi fiyatlarına ve risk primine tepki göstermesidir. Özetle para otoritelerinin reel ekonomi üzerinde etki gösterebilmesi için para politikası kararlarının ilk olarak iktisadi birimlerin tüketim, tasarruf, yatırım gibi kararlarında rol oynayan piyasa faizleri ile diğer finansal enstrümanlar üzerinde etkili olmaları gerekmektedir (Aktaş, Alp, Gürkaynak, Kesriyeli ve Orak, 2008, 2).

Ekonominin içinde bulunduğu makroekonomik koşullarda faiz oranlarındaki geçişkenliğin hızını ve düzeyini etkileyebilmektedir. Ekonominin büyüme hızının yüksek olduğu piyasalarda bankaların mevduat ve kredi faiz oranlarını piyasa faiz oranlarına göre değiştirmesi daha hızlı ve kolay olmaktadır. Ekonominin daralma dönemlerinde ise kredi riski nedeniyle kredi arzlarını azaltan bankalar politika faiz oranlarındaki düşüşleri kredi faiz oranlarına hemen yansıtmak istememektedir. Bu dönemlerde kredilerin geri ödenmemesi ve böylelikle bankaların karlılığının azalması sonucunda bankalar kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki farkı arttırarak karlılığını arttırma yoluna gidebilmektedirler. Bu doğrultuda bankalar piyasa faiz oranlarındaki düşüşleri mevduat faiz oranlarına hemen yansıtırken kredi faiz oranlarına yansıtmamaktadırlar (Chmielewski, 2003, 17; Egert ve MacDonald, 2009, 283).

Para otoritelerinin faiz oranlarında sık sık değişiklik yapmaları kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına geçişkenliğini olumsuz etkilemektedir. Merkez bankaları döviz kuru hedeflemesi veya kredibilite sorunu ile karşılaştıklarında gecelik faiz oranlarında sıkça değişiklikler yapabilmektedirler. Bankalar politika faizindeki değişikliğin geçici mi yoksa kalıcı mı olup olmadıklarını değerlendirerek bu değişikliklerin kredi ve mevduat faiz oranlarına yansıtılıp

yansıtılmayacağına karar vermektedirler (Horváth, Krekó ve Naszódi, 2004, 8; Çavuşoğlu, 2010, 32).

TCMB'nin para arzı kontrolünün azalmış olduğu, yüksek para ikamesinin yaşandığı, üretim ve fiyat kararlarının döviz kuruna göre belirlendiği dönemlerde Türkiye ekonomisinde faiz oranı kanalı etkin işlememiştir. 2001 krizi sonrasında enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği dönemde bankacılık sektörünün güçlenmesi, kamu borç stoku kompozisyonunun düzenlenmesi ve Türk lirasına duyulan güvenin artması para ikamesinin azalmasını sağlarken faiz oranı kanalının etkinliğini arttırmıştır (Kara, Ögünç, Özlale ve Sarıkaya 2007, 278-279; TCMB, 2013a, 10). Ayrıca kısa vadeli faiz oranlarından uzun vadeli faiz oranlarına geçişin belirgin olmasında faiz oranı kanalının etkinliğini arttıran faktörlerden biridir (TCMB, 2013a, 10).

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi politika rejimini uygulamaya başlaması sonucunda hedeften sapmalar karşısında politika faiz oranlarında değişiklik yapması enflasyon beklentilerinde değişikliklere yol açmıştır. Bu doğrultuda reel faiz oranları ve enflasyon oranları makul düzeylere düşürülmüştür. Faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler ekonomik birimlerin kararlarını etkileyerek faiz oranları ile harcama arasındaki etkileşimi arttırmıştır. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi faiz değişikliklerinin üretim açığı üzerindeki, üretim açığının ise enflasyon üzerindeki etkinliğini güçlendirmiştir. Böylece parasal aktarım mekanizmaları içerisinde faiz oranı kanalının etkinliği artmış ve enflasyon ile üretim değişkenleri faiz oranına daha duyarlı hale gelmiştir (Kara ve diğerleri, 2007, 278-279; TCMB, 2013a, 10). Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya konulması, kısa vadeli faiz oranlarının politika aracı olarak kullanılmaya başlanması ve bankacılık sektöründeki yapısal değişiklikler faiz oranı kanalının etkinliğini arttırmıştır. İlgili araştırmalar başlığı altında detaylı şekilde incelenen literatür çalışmalarından Erdoğan ve Yıldırım (2009), Doğan (2012), Arabacı ve Baştürk (2013a) Türkiye için yaptıkları çalışmalarda faiz oranı kanalının etkin işlediği sonucuna ulaşmışlardır.

3. 4. 2. Varlık Fiyatları Kanalı

Günümüz dünya ekonomilerinin yaşadığı en önemli iktisadi sorunlardan biri, enflasyon ile varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan finansal istikrarsızlıktır. Finansal istikrarsızlık artan serbestleşme ve aşırı kuralsızlaşma

sonucunda sadece gelişmiş ülkelerin değil gelişmekte olan ülkelerinde sorunu haline gelmiştir. Bununla birlikte, temel sorun finansal varlık istikrarsızlığı değil, finansal varlık istikrarsızlığının neden olduğu reel ekonomik daralmadır. Varlık fiyatlarının yol açtığı bir diğer önemli etkide deflasyonist ve enflasyonist baskıların ortaya çıkmasıdır. Enflasyon hedeflemesi altında yaşanan faizlerdeki değişimler gelecekte enflasyon veya deflasyon beklentisi oluşturduğu için, faiz oranlarının azalması veya artması, varlık fiyatlarının oynaklığının artmasına, finansal paniğin başlamasına ve reel ekonomik daralmaya yol açmaktadır (Süslü ve Dişbudak, 2012, 67-68).

Merkez bankalarının faiz oranları ile oynaması yurtiçi varlıkların fiyatlarında etki eder. Faiz oranlarında yaşanan değişimler sonucunda yeniden şekillenen varlık fiyatları, ekonomideki harcamaları etkileyerek toplam talep üzerinde rol oynayan bir aktarım kanalı olarak işler. Bu kanalın işleyişine hisse senetleri örnek verilirse; ilk önce faiz ve ilgili varlık fiyatı arasındaki negatif ilişkiye dikkat çekmek gerekir. Merkez bankasının faiz oranını düşürmesi sonucunda hisse senetleri talebinde artış gözlenir. Bu durum söz konusu varlık fiyatında artışa yol açar. Hisse senedinde yaşanan fiyat artışının firmaların değerini yükselteceği düşünüldüğünde yatırımların artmasında olası bir sonuç olarak ortaya çıkar (Karahan, 2015, 3).

Varlık piyasasında yaşanan değişimlerin, bireylerin servetleri üzerinde de etki yaratacağı söylenebilir. Artan varlık fiyatları servetinde artış göstermesini sağlayacağından tüketim harcamalarında da artma yönünde etki oluşturacaktır. Bu etkinin sonuçları, sahip olunan varlıklar aracılığıyla sermaye piyasalarında ve servet unsuru olan konut piyasasında hissedilebilir. Servet olarak sahip olunan konutlar hem kısa hem de uzun vadede tüketimi belirlemede önem arz etmektedirler (Davis, 2010, 9).

Faizlerde bir düşüş yaşanacak olursa, ev finansmanında maliyetlerin azalması ve bunun sonucunda konut piyasasında talebin artması beklenebilir. Talebin artmasıyla ev fiyatlarında bir artış yaşanır. Böyle bir durumda kişisel servetin önemli bir payını oluşturan konut, bireylerin varlık değerinin yükselmesini ve kendilerini daha varlıklı hissetmelerini sağlayarak ekonomik faaliyetlerin canlanmasına katkı sağlar. Diğer yandan, bankaların firmalara verdiği borçların, gösterilen varlıklarla ilişkili olduğu gerçeğinde göz önünde tutulmalıdır. Çünkü varlık fiyatlarında yaşanan bir artış, firmaların net değerini artırarak borç almayı kolay hale getirir. Bilanço kanalı dediğimiz bu işleyiş, kredi kanalı yoluyla etkisini ortaya koyar. Yine bu

çerçevede değeri yükselen konutta, ipotek olarak gösterilip kredi başvurularında bir avantaj sağlamasıyla, borç alma ihtimalini kuvvetlendirir (Karahana, 2015, 4).

Finansal piyasaların serbestleşmesi, gelişmesi, alt piyasalardaki ilişkisinin artması hisse senedi fiyatlarının ekonomik ve siyasi gelişmeler karşısında duyarlılığının artmasına neden olmuştur (Demir, 2001, 109). Para arzı, GSMH, enflasyon, döviz kurları, altın fiyatları, faiz oranları gibi varlık fiyatlarını etkileyen birçok makro iktisadi gösterge bulunmaktadır (Albeni ve Demir, 2005, 4). Para arzı ile enflasyon oranı arasında pozitif yönde bir ilişki olması para arzındaki artışa bağlı olarak artan enflasyon oranları hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz etkiler gösterebilmektedir (Wong, Khan ve Du, 2005, 1-2). Milton Friedman (1988), çalışmasında para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişkinin varlığını tespit etmiş ve bu durumu ikame etkisi olarak adlandırmıştır. Prag (1994), çalışmasında faiz oranlarında meydana gelen değişikliğin bazı hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğunu bazı hisse senedi fiyatları üzerinde ise etkisiz olduğunu tespit etmiştir. Bu gibi faktörler ile Türkiye ekonomisi açısından finansal piyasaların yeterli düzeyde gelişmemesi ve derinleşmemesi gibi faktörler varlık fiyatları kanalının Türkiye’de etkin işleyişini engellemektedir. İlgili araştırmalar başlığı altında detaylı şekilde incelenen literatür çalışmalarından Örnek (2009), Bedirhanoglu (2012), Filiz (2012) Türkiye için yaptıkları çalışmalarda varlık fiyatları kanalının çalışmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

3. 4. 3. Döviz Kuru Kanalı

2001 krizi sonrasında döviz kuru kanalının etkinliğinde önemli değişiklikler görülmüştür. 2001 yılı öncesinde gelişmekte olan diğer ekonomilerde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de hükümetin bilanço yapısı, bankacılık ve finans sektörünün etkin işlemeyişi ile finansal piyasaların kırılgan yapıda olması gibi nedenlerden dolayı döviz kurunda meydana gelen değişiklikler ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemiştir. Önceki yıllarda meydana gelen ekonomik krizlerden sonra uygulanan ve başarılı olunamayan istikrar programları temel olarak sabit kur rejimine dayanmaktaydı. Bu durum enflasyon beklentilerinde döviz kurlarının temel belirleyici faktör olmasına neden olmuştur. Dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanmadığı bu dönemde, döviz kuru geçişkenliği hem büyüklük olarak hem de hız olarak yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Dalgalı kur rejimin uygulandığı ve

enflasyon hedeflemesi rejiminde uygulanmaya konulduğu dönemde döviz kurlarının ekonomik birimlerin fiyatlama davranışları üzerindeki etkisi azalmıştır. Ayrıca bu dönemde kurlardan fiyatlara geçiş etkisinin süresi ve derecesinin azaldığı görülmüştür (Kara ve Ögünç, 2005, 1; TCMB, 2013a, 11).

Geleneksel parasal aktarım mekanizması kapsamında, milli paranın değer kazanmasının dış ticaret faaliyetlerini etkilemesi ile ekonominin daralmasına yol açacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, Türkiye ekonomisi Türk Lirası'nın değerinin yükseldiği dönemlerde genişleme sürecine girerken döviz kurunun değerinin düştüğü dönemlerde ise durgunluk sürecine girmiştir. Türk Lirası'nın sermaye girişlerinin çok olduğu dönemlerde değer kazanması, döviz cinsinden borçlanan firmaların net değerlerinin, yatırım ve üretim için ayırabilecekleri kaynaklarının artmasını sağlamaktadır. Ayrıca Türk Lirası'nın yabancı para karşısında değerinin artması ithal girdi fiyatlarının düşmesine neden olmakta ve firmalar daha düşük fiyattan mal üretebilmektedirler. Milli paranın değer kazanması satın alma gücünü arttıracak ve iç talep canlanacaktır. Bu faktörler Türk Lirası'nın değer kazanmasına bağlı olarak iktisadi aktivitelerde artış meydana getirecektir (TCMB, 2013a, 11). Fakat Türk Lirası'nın yabancı para karşısında değerlendirilmesi iktisadi faaliyetler üzerinde her zaman istenilen canlanmayı göstermeyebilmektedir. Bir ekonomide döviz kuru üzerinde sadece uygulanan para politikası etkili değildir. Ayrıca ekonominin dışa açıklığı, sermaye hareketliliğinin yapısı, uygulanan döviz kuru rejimi, bankaların açık pozisyonları ve reel döviz kuru gibi faktörlerinde döviz kuru üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır (Yıldırım, 2007, 167). Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde üretim için gerekli hammaddenin yurt dışından ihraç edilmesi ihracat gelirlerinin ithal edilen girdiler için kullanılması döviz kuru kanalının etkin işleyişini etkilemektedir. Bu faktörler göz önünde bulundurulduğunda döviz kuru kanalının Türkiye'de her zaman etkin bir şekilde işlediğini söyleyemeyiz. İlgili araştırmalar başlığı altında detaylı şekilde incelenen literatür çalışmalarından Zengin (2000), Kasapoğlu (2007), Karaca (2010) Türkiye için yaptıkları çalışmalarda döviz kuru kanalının çalışmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

3. 4. 4. Kredi Kanalı

Hanehalkı ve firmaların tüketim, yatırım ve tasarruf kararları üzerinde kredi ve mevduat faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin önemli bir rolü bulunmaktadır. Hanehalkı ve firmaların kredi talepleri üzerinde kredi faiz oranları etkili olurken ekonomideki para talebi üzerinde ise mevduat faiz oranları etkili olmaktadır. Bu doğrultuda para otoritelerinin belirlemiş olduğu politika faiz oranlarında yaşanan bir değişikliğin kredi ve mevduat faiz oranlarına geçiş hızı ve derecesi para otoritelerinin kredi ve para talebini etkileyebilmesi açısından önem arz etmektedir (De Bondt, Mojon ve Valla, 2005, 7).

Belirsizlik ortamının yüksek olduğu ekonomilerde beklentiler olumsuz etkilenmekte bu durumda bankalar mevcut konumlarını korumaya çalışmakta ve geçişkenlik azalmaktadır. Enflasyonun yüksek düzeylerde setrettiği dönemlerde fiyatlar daha sık ayarlanabildiği için faiz oranlarına geçişkenliğin hızı artabilmektedir (Egert ve MacDonald, 2009, 283). Fakat belirsizliğin ve yüksek enflasyonun yaşandığı ekonomilerde borçluların kredilerini geri ödememe riskinin oluşması bankaların kredi arzını azaltmalarına yol açabilmektedir. Kredi kanalının çalışmadığı bu gibi durumlar kredi faiz oranlarını etkileyebilmektedir (Çavuşoğlu, 2010, 31).

Kredi kanalının 2001 krizi sonrasında etkinliği artmıştır. Önceki dönemlerde, reel faiz oranlarının ve bütçe açıklarının yüksek olması nedeniyle bankacılık sektörü kredi arzını azaltmaktaydı. Küçük ve orta ölçekli işletmeler bankalardan makul faiz oranları ile uzun vadeli kredi temin edememekteydi. Bu dönemde bankacılık sektörü hükümet harcamalarını finanse etme görevini üstlenmiş bulunuyordu. 2001 krizi sonrasında yapılan düzenlemeler, kamu harcamalarının denetlenerek sürdürülebilir büyümenin desteklenmesi, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları nedeniyle gelişmekte olan ekonomilerdeki likidite artışı ve reel faiz oranlarının düşmesi sonucunda bankalar hükümet harcamalarına kaynak sağlayan kurum özeliğinden çıkarak finansal aracılık faaliyetlerini yeniden yerine getirmeye başlamışlardır. Dolayısıyla politika faiz oranlarındaki değişikliklere bağlı olarak bankaların verdikleri kredi miktarı toplam talep ve enflasyon üzerinde etkisini göstermeye başlamıştır (TCMB, 2013a, 11). Türkiye ekonomisi açısından 2001 yılı sonrasında bankacılık sektöründe yapılan reformlar bankaların aracılık faaliyetlerini etkin bir şekilde yapmalarını sağlamış ve bankalar para politikası uygulamalarının ekonomiye

aktarılmasında önemli rol oynamışlardır. Bunun sonucunda da Türkiye’de kredi kanalı etkin bir şekilde işlemeye başlamıştır. İlgili araştırmalar başlığı altında detaylı şekilde incelenen literatür çalışmalarından Cengiz ve Duman (2008), Variçli (2011), Çamoğlu ve Akıncı (2012) Türkiye için yaptıkları çalışmalarda kredi kanalının işlediği sonucuna ulaşmışlardır.

3. 4. 5. Beklentiler Kanalı

Modern makro ekonomi teori, hanehalkı ve firmaların gelecekle ilgili beklentilerine büyük önem vermektedir. Bu beklentiler parasal aktarım mekanizmaları üzerinde etkili olmaktadır. Hanelkının tüketim ve tasarruf kararları üzerinde firmaların ise yatırım kararları üzerinde sadece cari dönemki faiz oranları etkili olmamakta gelecekte beklenen faiz oranları da önemli olmaktadır. Aynı şekilde döviz kurlarının belirlenmesinde de gelecekte beklenen döviz kuru ve faiz oranları etkili olmaktadır. Özetle para politikası ekonomik faaliyetleri sadece cari faiz oranları üzerinden değil gelecekte beklenen faiz oranları doğrultusunda da etkilemektedir. Bu çerçevede tüketim ve yatırım malları talebi üzerinde gelecekteki tüketim ve yatırım beklentisi, cari enflasyon üzerinde ise gelecekteki enflasyon beklentisi etkili olmaktadır. Merkez bankalarının ekonomik faaliyetleri etkileyen değişkenlere ait öngörülerini kamuoyuna bildirmesi ekonomik birimlerin gelecekle ilgili beklentilerini oluşturmalarına yardımcı olabilmektedir (Hopkins, Lindé ve Söderström, 2009, 36).

Para politikası uygulamalarının ekonomik birimlerin beklentileri üzerindeki etkileri, ekonominin politika değişikliklerine karşı daha hızlı tepki göstermesini sağlayarak parasal aktarım mekanizmalarının etkin ve hızlı bir şekilde işlemesine yardımcı olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde beklentilerin yönetimi önemli bir faktördür. Beklentilerin yönetiminin sağlanabilmesinde merkez bankasının kamuoyu önünde güven sağlayarak ekonomik birimlerin kararlarını geçmiş dönem enflasyonuna bağlı olarak almak yerine para politikasının hedefleri doğrultusunda belirleyebilmesine bağlıdır (Çavuşoğlu, 2010, 11).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olmasında para politikasının politika araçları ve iletişim yoluyla beklentileri yönetebilmesi önem arz etmektedir. Ekonomik birimlerin karar alma davranışlarında duyurulan hedeflere olan güven duygusu referans ölçütü kabul edilmektedir. Geçmişte yaşanan yüksek ve süreklilik

arz eden enflasyon oranları ve uygulanan başarısız istikrar programları enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlandığı ilk dönemlerde belirlenen hedeflere ulaşıp ulaşılmayacağı konusunda endişelere neden olmuş ve para politikasının etkin bir şekilde işleyişini engellemiştir. Ayrıca beklentilerin maliye politikasındaki değişikliklere karşı duyarlılık derecesinin yüksek olması da para politikasının etkin işleyişini engelleyen bir başka faktör olmuştur. Fakat 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya konulması ile para otoritesinin almış olduğu kararların kamuoyu tarafından anlaşılmaya başlanması beklentiler kanalının etkin işleyişini arttırıcı bir rol oynamıştır (TCMB, 2013a, 11).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya konulması ile talep ve enflasyon beklentilerinin yönetiminde kısa vadeli faiz oranlarının etkisi artmıştır. Bu dönemde para politikasının etkinliğinin artmasında faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanılması ve ekonomideki dönüşüm sürecine bağlı olarak gerçekleşen gelişmeler önemli rol oynamıştır. Ayrıca, mali baskınlığın ve para ikamesi olgusunun yavaşlaması, döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisinin azalması, artan iletişim ile beklentilerin hedefler düzeyinde çıpalanabilmesi de para politikasının etkinliğine destek sağlamıştır. Böylece faiz ve kredi kanalları ekonomik faaliyetler üzerinde etkisini göstermeye başlamış, ihtiyatlı maliye politikaları, dalgalı döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi rejimleri ile döviz kuru kanalının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkinliği azalmıştır (TCMB, 2013a, 11).

Türkiye’de 2001 yılından sonra uygulamaya konulan para ve maliye politikaları ile yapısal düzenlemeler sonucunda, makroekonomik istikrarın sağlanması sürecinde izlenen politikalara bağlı olarak mali baskınlık azalmış, finansal piyasalarda derinlik artmış, politikalara ve kurumlara olan güven duygusu yükselmiş ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliği güç kazanmıştır. Bu dönemi kısaca şu şekilde özetleyebiliriz (TCMB, 2007a, 3):

- Bugüne kadar en etkin işleyen parasal aktarım mekanizması beklentiler kanalı olmuştur.
- Politika faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artarken zaman içinde faiz oranı kanalının etkinliği de artmıştır. Fakat kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasında kalıcı ve güçlü bir ilişkinin beklenen düzeyde olmadığı görülmüştür.

- Döviz kuru kanalı, kur üzerinde kısa ve uzun dönemde birçok değişkenin etkili olmasına bağlı olarak politika faizleri ile aynı ya da zıt yönde etkisini göstermiştir.

3. 5. Parasal Aktarım Mekanizmalarını Etkileyen Faktörler

Parasal aktarım mekanizmalarının farklı değişkenleri etkileme süreleri ve yoğunlukları farklılık göstermektedir. Bu nedenle uygulanan politikaların ekonomiye aktarılması incelenirken aktarım mekanizmalarının tüm ekonomilerde aynı etkiyi gösterip göstermeyeceği ya da aktarım mekanizmalarının etkin olarak işlemesi için ekonomilerin hangi özelliklere sahip olması gerektiği sorularının yanıt bulması önem arz etmektedir (Loayza ve Hebbel, 2002, 7).

Para politikasının reel ekonomi üzerinde ne kadar sürede etkisini göstereceğinin değerlendirilmesinde iki faktör ön plana çıkmaktadır. Birinci faktör, merkez bankasının doğrudan müdahale edebildiği faiz oranları ve zorunlu karşılıklar gibi politika araçlarının kredi faizleri, mevduat faizleri, varlık fiyatları ve döviz kurları üzerindeki etkisidir. Bu ilişki genel olarak finansal sisteminin yapısı tarafından belirlenir. İkinci faktör ise hanehalklarının ve firmaların harcama kararları ile finansal durumları arasındaki ilişkidir. Bu ilişkide ekonomik birimlerin finansal durumları önemli rol oynamaktadır. Ekonomik birimlerin finansal durumlarını varlık ve yükümlülüklerinin kompozisyonu, banka finansmanlarına bağımlılıkları ve dış finansman kaynaklarını temin edebilirlikleri belirlemektedir. Para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerindeki etkisini gösteren bu iki faktör 1990'lı yıllarda yayılan finansal serbestleşme sürecinden etkilenmiştir. Finansal serbestleşme süreci ile birlikte ekonomide devletin rolünün azalması sonucunda banka kredi kanalı, faiz oranı kanalı karşısında önemini yitirmiştir. Ayrıca gelişmekte olan piyasalarda finansal sistemin derinleşmesi, finans dışı olan özel sektörlerin bilançolarındaki portföylerinin çeşitlenmesine ve parasal aktarım kanallarında özellikle döviz kuru olmak üzere varlık fiyatlarının öneminin artmasına yol açmıştır (Kamin ve diğerleri, 1998, 15-16).

Parasal aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler şu şekilde sıralanmaktadır (TCMB, 2013a, 7):

- Resmi Müdahaleler
- Ekonomideki Fiyatlama Mekanizması
- Finansal Sistemin Yapısı
- Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı
- Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu
- Sermaye Hareketleri
- Finansman Kaynakları
- Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları

3. 5. 1. Resmi Müdahaleler

Resmi otoriteler makroekonomik politikalarla dış dengede büyümeyi teşvik etmek için finansal piyasalarda istikrarı, düşük düzeylerde enflasyon oranını ve yüksek istihdamı sağlamaya çalışmaktadır. Hükümetler harcama ve vergi gibi maliye politikaları aracılığıyla merkez bankaları ise zorunlu karşılıklar ve açık piyasa işlemleri gibi para politikası araçları aracılığıyla para arzını kontrol ederek ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olmaktadır (Awad ve Alsowaidi, 2005, 113).

Resmi otoritelerinin uygulamış oldukları finansal piyasalara ilişkin doğrudan müdahaleler, faiz oranı kontrolleri, banka kredi limitleri, belli bölgelere sağlanan kredi olanakları başlıca resmi müdahaleler olarak bilinmektedir. Resmi otoriteler piyasadaki işleyiş ile ilgili olarak aldıkları kararlarla ve/veya tedbirlerle parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi ve etkinliği üzerinde etkili olabilmektedir (TCMB, 2013a, 7). Hükümetlerin krediler üzerindeki doğrudan etkinliğini kaybettiği finansal serbestleşme sürecinde para politikasını yönlendirmede açık piyasa işlemleri gibi dolaylı araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Para politikası uygulamalarında 1980’li yıllarda kredi tavanı ve zorunlu karşılık uygulamaları ön planda iken 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme süreci ile birlikte açık piyasa işlemlerinin yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir (Kamin ve diğerleri, 1998, 16). Dolayısıyla para otoritelerine karşı hükümetler tarafından uygulanan ve parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini doğrudan etkileyebilecek müdahaleler finansal serbestleşme döneminde yerini piyasa koşullarına bırakmıştır (Gür, 2003, 38).

Faiz oranı kontrolleri, kredi ve mevduat faiz oranlarının piyasa koşulları dışında para otoriteleri tarafından belirlenmesi şeklinde uygulanacağı gibi faiz oranlarının vade yapısına göre yapılan düzenlemelerle uygulanabilir. Merkez bankaları faiz oranlarının vade yapıları üzerinde etkilidir. Kısa vadeli mevduata uygulanabilecek faiz oranları para otoritelerince belirlenirken uzun vadeli faiz oranları ise genellikle uzun dönemdeki ekonomik faaliyetlerin düzeyi ve uzun dönemdeki enflasyon beklentileri gibi faktörlerce belirlenmektedir (Estrella ve Mishkin, 1995, 5).

Resmi otoritelerin bankaların vermiş oldukları kredilere limit koydurması ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarını olumsuz etkileyecektir. Çünkü finansal piyasaların geliştiği piyasalarda ekonomik birimler faaliyetlerini gerçekleştirmek için gerekli fonu bankalardan temin etmektedirler. Banka kredilerine konulan limitler ekonomik birimlerin kararlarında değişikliğe neden olacak ve ekonomik faaliyetler yavaşlayacaktır.

Hükümetler bazı sektörlerde kalkınmayı ve canlanmayı hızlandırmak amacıyla belirlemiş olduğu sektörlerle yatırım yapılmasını teşvik etmektedir. Bu sektörlerle yatırım yapılması için bankaların verecekleri kredi faiz oranları düşük tutulmaktadır. Böylece hem müteşebbisin düşük maliyetlerle yatırım yapması hem de belirlenen sektörlerdeki hareketlilik ekonomik faaliyetleri canlandıracaktır.

Faiz oranlarının kurallarla belirlendiği uygulamalar ve faiz oranı tavanlarının kaldırılması sonucunda politika faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin banka faiz oranlarına daha hızlı ve yoğun şekilde yansması ile parasal aktarımda faiz oranı kanalının etkinliği artmıştır (Çavuşoğlu, 2010, 34).

Sellon (2002) çalışmasında, ABD’de faiz oranı tavanlarının uygulandığı dönemlerde para politikası uygulamalarının kredi arzını etkilemesiyle harcamalar üzerinde etkisini gösterdiğini yani kredi kanalının faiz oranı kanalına göre daha etkin olduğunu açıklamıştır. Mevduat faiz oranlarının kaldırılmasından sonraki dönemde ise para politikalarının ekonomiye aktarılmasında faiz oranı kanalının parasal aktarım mekanizması içerisinde etkinliğinin arttığını ifade etmiştir.

3. 5. 2. Ekonomideki Fiyatlama Mekanizması

Klasik, tam esnek bir ekonomide, parasal bir şok tüm nominal para ve kredi büyüklükleri, döviz kuru, varlık fiyatları, faktör ve mal fiyatları üzerinde aynı anda ve aynı oranda etkili olurken toplam talep artmakta fakat toplam arz değişmemektedir. Bu doğrultuda, aktarım kanallarının tamamı fiyatlar üzerinde benzer etki göstereceklerdir. Sonuç olarak böyle bir ekonomide farklı aktarım kanallarının göreceli önemini ortaya çıkartmak önem arz etmeyecektir (Loayza ve Hebbel, 2002, 7). Fakat reel ekonomilerde piyasa koşullarındaki değişiklikler karşısında fiyatlar bu değişikliklere hemen tepki verememekte, uyum sağlayamamakta ve fiyat katılıkları meydana gelmektedir. Fiyat katılıklarının olduğu ekonomilerde parasal aktarım mekanizmalarının ekonomik faaliyetleri etkileme gücü, hızı ve süresi değişmektedir (TCMB, 2013a, 7).

Fiyat katılıklarının neden kaynaklandığına yönelik birçok ekonometrik ve teorik çalışmalar yapılmıştır. Fakat fiyat katılıklarının neden kaynaklandığına yönelik kesin bir yargıya ulaşılammıştır. Fiyat katılıklarına yönelik geliştirilen teorilerin bazıları şunlardır (Karadaş, Mutluer, Özer ve Aysoy, 2006, 60-61):

Açık Sözleşmeler: Bu teoriye göre firma ve müşteriler arasında belirli bir dönemi kapsayacak şekilde yazılı sözleşmeler yapılabilmektedir. Böyle bir durumda firmalar sözleşme bitmeden fiyatlarda bir değişiklik yapamayabilirler.

Örtük Sözleşmeler: Bu teoriye göre firmalar ile müşteriler arasında yazılı sözleşme bulunmasa dahi firmalar fiyatlarda meydana gelen değişiklikleri müşterileri ile olan ilişkilerini bozmamak için hemen uygulamayabilmektedirler.

Sabit Marjinal Maliyet: Bu teori karını maksimum etmeye çalışan bir firmanın sağladığı düşünülen marjinal maliyetin marjinal gelire eşit olması koşulundan hareketle oluşturulmuştur. Marjinal maliyet, üretimde belli bir aralıkta meydana gelen değişim sonucunda artmıyorsa, böyle bir durumda firmanın ürettiği mallara olan talep arttığında (azaldığında), yani marjinal gelir eğrisi ileriye (geriye) kaydığında, firmanın fiyatını değiştirmesi için bir neden görülmeyecektir.

Eşgüdüm Eksikliği: Bu teoriye göre fiyat katılıklarının yaşanmasında firmaların müşterileriyle olan ilişkileri ile firmanın maliyet yapısının yanında firmalar arasındaki rekabet yapısında etkili olmaktadır. Bu teoriye göre bir firma fiyat

değişikliği yapabilmek için diğer firmaların fiyatlarını değiştirmesini bekleyebilmektedir.

Geçici Şoklar: Firmalar fiyatları değiştirirken fiyatlarda değişikliğe neden olan şokun kalıcı mı yoksa geçici mi olduğuna dikkat etmektedirler. Firmalar fiyatları düşürebilecek konumda olsalar dahi fiyatların tekrardan yükseleceğini öngörüyorlarsa fiyat değişikliğine gitmemektedirler.

Kar Marjı: Bu teoriye göre bir firma fiyatlarını belirlerken enflasyon ve maliyetlerindeki artış düzeyi üzerinden öngöründe bulunarak kar marjı oluşturmuş ise firma maliyetlerde yaşanan bir artışı hemen fiyatlara yansıtmayarak kar marjının belirli bir düzeye kadar azalmasını bekleyebilmektedir. Bu teoriye göre firmanın fiyat kararı üzerinde kar marjı etkili olmaktadır.

3. 5. 3. Finansal Sistemin Yapısı

Finansal sistemde bankaların aracı kurum olma özelliklerinin yanında gelişmiş para ve sermaye piyasalarının bulunması, finansal enstrüman çeşitliliğinin ve fon kaynaklarının çok olması faiz oranı geçişkenliğinde önemli rol oynayan faktörler arasında yer almaktadır (Çavuşoğlu, 2010, 36).

Para otoritelerinin doğrudan etkilediği politika faiz oranlarında meydana gelecek değişikliklerin banka faiz oranlarına geçiş etkisi yani banka faiz oranlarının politika faiz oranlarına olan duyarlılık derecesi parasal aktarım mekanizmalarını etkilemektedir. Bu duyarlılık derecesinin belirlenmesinde finansal sistemin yapısı rol oynamaktadır. Finansal sistemin yapısını etkileyen faktörleri ise şu şekilde sıralayabiliriz: Finansal piyasaların derinliği ve gelişmişliği, alternatif finansman kaynaklarının varlığı, bankacılık sektöründeki rekabet, hukuk sisteminin etkinliği, finansal sözleşmelerin vade yapısı, asimetrik bilgi maliyetlerinin yüksekliği ile düzenleme ve geçiş maliyetleridir (Tüysüzoğlu, 2012, 39).

Para piyasası faiz oranlarında meydana gelen değişikliklere ekonomik birimlerin borç-tasarruf kararını etkileyen kredi ve mevduat faiz oranlarının vereceği tepkinin hızı ve büyüklüğü para politikasının ekonomiyi etkileme hızını ve büyüklüğünü etkileyecektir. Kredi ve mevduat faiz oranlarının piyasa faiz oranlarına duyarlılığını etkileyen en önemli faktör bankacılık sektöründeki rekabetin derecesidir. Bankacılık sektörüne giriş engellerinin düşük olduğu, çok sayıda

bankanın faaliyet gösterdiği ve rekabet ortamının olduğu bir ortamda para politikasında meydana gelen bir değişiklik sonucunda fonlama maliyetlerinin değişmesi kredi ve mevduat faiz oranlarında etkisini daha hızlı gösterecektir. Banka sayısının az olduğu ve yeterli düzeyde rekabet ortamının bulunmadığı piyasalarda ise bankacılık sektöründe oligopolistik bir fiyatlama oluşmaktadır. Bu durum kredi ve mevduat faiz oranlarının piyasa faiz oranlarına olan duyarlılığını azaltır ve asimetrik olarak tepki vermesine neden olacaktır. Bankacılık sektöründe siyasal ve sosyal konjonktüre bağlı olarak ve aşırı kar amaçlamadan faaliyet gösteren kamu bankalarında para politikasında meydana gelen değişikliklere kredi ve mevduat faiz oranlarının duyarlılığının azalmasına yol açacaktır (Karaca, 2010, 58).

Ekonomik birimlerin sermaye ve menkul kıymet piyasaları gibi alternatif fon kaynaklarına ulaşabilmeleri kredi ve mevduat faiz oranlarının piyasa faiz oranında meydana gelen değişime olan duyarlılıklarını etkilemektedir. Yurtiçi sermaye piyasalarının ve menkul kıymet piyasalarının etkinliği parasal aktarım sürecini hızlandırmaktadır. Gelişmiş ve derinleşmiş para ve sermaye piyasalarının, esnek oluşu para politikası uygulamalarına uyum sağlamasını kolaylaştırmakta ve politika faiz oranlarında meydana gelen değişime kredi ve mevduat faiz oranlarına göre daha hızlı tepki vermesini sağlamaktadır (Kamin ve diğerleri, 1988, 28).

Para ve sermaye piyasalarının derinliği, piyasa faiz oranlarında meydana gelen değişikliğin ekonomik birimlerin harcama kararları üzerindeki etkisiyle ilişkilidir. Gelişmemiş bir finansal piyasa ekonomilerinde para piyasası faiz oranlarında aşırı dalgalanmalar görülmektedir. Kredi ve mevduat faiz oranlarının piyasa faiz oranlarına göre ayarlanması maliyet gerektirmektedir. Bu maliyetler piyasa faiz oranlarının yüksek ve eski düzeyine hızlı bir şekilde dönebileceği beklentisinin olduğu dönemlerde bankaların kredi ve mevduat faiz oranlarını piyasa faiz oranlarına göre ayarlamalarını yavaşlatmalarına neden olabilmektedir. Ayrıca sermaye piyasalarının gelişmediği ekonomilerde faiz oranlarının para politikası uygulamalarına tepkisi tahmin edilemeyebilmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarının gelişmediği ve derinleşmediği ekonomilerde parasal aktarım mekanizmaları etkin işleyemeyebilmektedir (Karaca, 2010, 59).

Finansal sistemin yapısı aktarım kanallarının hangisinin ya da hangilerin etkin işlediğini belirleyebilmektedir. Çok az sayıda bankanın faaliyet gösterdiği bir finansal sistem içerisinde faiz oranı kanalı etkin çalışmazken finansal sistemin

gelişmemesine bağlı olarakda finansal varlık portföyünün az olması nedeniyle varlık fiyatları kanalı işlememektedir. Ayrıca, uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin genellikle devlet kontrolünde yapıldığı finansal yapının gelişmediği ekonomilerde döviz kuru kanalıda etkin işlememektedir. Bununla birlikte, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarının yaşandığı finansal piyasalarda kredi kanalı işlemektedir. Ancak, finansal sistemin geliştiği, derinleştiği ve çeşitlendiği ekonomilerde faiz oranı, varlık fiyatları ve döviz kuru kanalları daha etkin işlemektedir (Loayza ve Hebbel, 2002, 9).

3. 5. 4. Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı

Kredi ya da mevduatın türü faiz oranı geçişkenliğini etkilemektedir. Kısa vadeli ve/veya değişken faizli kredi ve mevduatların geçiş hızı üzerinde olumlu etkisi bulunmaktadır (Çavuşoğlu, 2010, 41). Para politikasında meydana gelen değişikliklerin ekonomik birimlerin harcama kararlarına olan etkisi finansal sözleşmelerin vade yapısı ile bağlantılıdır. Finansal sözleşmelerin kısa vadeli olması kredi ve mevduatların yenilenme sıklığını arttırmaktadır. Piyasa faiz oranlarının para politikası değişikliklerine göre şekil alması sonucunda kredi ve mevduatlarda bu yeni faiz oranlarına uyumlu olarak belirlenmektedir. Finansal sözleşme vadelerinin kısalığı para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin daha hızlı yayılmasını sağlamaktadır (Kasapoğlu, 2007, 35).

Hanehalkı nakit akımları kanalında, uygulanan para politikası sonucunda kredi talep edenlerin nakit akım pozisyonlarının değişmesi ile ekonomik faaliyetler etkilenmektedir. Para otoritesinin doğrudan etkilediği kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen bir değişikliğin harcama ve yatırım kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranlarını etkileme hızı ve derecesi parasal aktarım kanallarının etkinliğini belirlemektedir. Bu durumda finansal sözleşmelerin vade yapısı parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini belirleyen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal sözleşmelerde vadelerin kısa olması kredi ve mevduat sözleşmelerinin kısa dönemde yeni faiz oranlarıyla yenilenmesi anlamına gelmektedir. Böylece finansal sözleşmelerin yeni uygulanan para politikalarına uyumu hızlanacak ve para politikası uygulamalarının etkilerinin daha hızlı görülmesi sağlanacaktır (Akkılıç, 2007, 64).

Enflasyon ve faiz oranı volatilitésinin yüksek olduğu ekonomilerde finansal sözleşmeler genellikle kısa vadeli yapılmaktadır. Enflasyonun düşeceği beklentisi ve sağlıklı bir ekonomik istikrarın varlığı kredi ve mevduatların vade sürelerinin uzatılmasına neden olarak faiz oranı geçişkenliği üzerinde azaltıcı etki meydana getirebilmektedir (Horváth ve diğerleri, 2004, 13).

Para otoritelerinin doğrudan etkileyebildiği kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etki gücünü ve hızını belirleyen ikinci faktör mevcut finansal sözleşmelerdeki faiz oranının vadesinden önce piyasa faiz oranları düzeyindeki dalgalanmalara uyum sağlayabilmesidir. Mevcut finansal sözleşmelerin kısa sürelerde sık sık yenilenmesinin yanında hem devlet iç borçlanma senetlerinin hem de kredi ve mevduat sözleşmelerinin değişken faizli olma özelliği kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etki hızını arttıracaktır (Akkılıç, 2007, 66).

Parasal aktarım mekanizmasında nakit akımları kanalının etkin işleyişinde belirleyici olan finansal sözleşmelerin yapısıyla ilgili bir başka faktör ise finansal sözleşmelerdeki anaparanın fiyatlar genel düzeyi ya da döviz kuru gibi bir değişkene endekslenmiş olmasıdır. Bu endeksleme parasal aktarım mekanizmasında iki şekilde etkisini göstermektedir. İlk olarak bu tarz sözleşmelerde anaparanın geri ödenmesi nominal değişkene bağlandığı için uygulanan faiz oranı reel faiz oranı olarak kabul edilebilmektedir. Bu durumda para otoriteleri para politikası üzerinden finansal piyasalara gönderdiği sinyalin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır. İkinci etki ise kredilerin ve mevduatların düzenli olarak endekslenmesi ile beklenen enflasyon ve/veya döviz kurunda meydana gelecek değer kayıpları kredi ve mevduat faiz oranlarında bir etki oluşturmayacaktır (Karaca, 2010, 60).

Kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin banka faiz oranlarına geçişi mevduat ve kredilerin vade süreleri ile türlerine göre farklı düzeylerde olmaktadır. Örneğin; vade yapısı kısa olan ticari kredilerin uyum düzeyi ve hızı yüksekken, uzun vadeli konut kredilerinin uyum düzeyi ve hızı düşüktür. Kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi gösteren getiri eğrisinin şekli, vade yapısı uzun olan kredi ve mevduatların geçişkenlik derecesini ve hızını belirleyen temel unsurdur. Getiri eğrisi gelecekle ilgili beklentilere göre şekil almaktadır. Getiri eğrisinin dik olması uzun vadeli faiz oranlarına geçişkenliği olumsuz etkilemektedir. Getiri eğrisinin yatay olması ise uzun vadeli faiz oranlarının

kısa vadeli faiz oranlarıyla uyumlu olacağını ve uzun vadeli banka faiz oranlarının uyum hızı ve düzeyini arttırarak olumlu etki göstermektedir. Bu doğrultuda merkez bankaları beklentiler üzerinden getiri eğrisinin şeklini değiştirerek faiz oranı geçişkenliğini arttırabilmektedirler (Çavuşoğlu, 2010, 42).

3. 5. 5. Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu

Ekonominin gelişmesi açısından en önemli faktörlerden biri bankacılık sektörüdür. Bankalar; firmaların büyümesi, sermaye birikimi ve ekonomik zenginliğin sağlanması bakımından ekonomi içinde önemli bir yere sahiptir. Ekonomide yar alan güçlü ve karlı bir bankacılık sistemi finansal istikrarın sağlanmasına etki ederken yaşanan makroekonomik şoklar karşısında ekonominin daha dayanıklı olmasını sağlar. Diğer yandan, makroekonomik koşullarda yaşanan değişimlerde bankacılık sisteminin performansına ve finansal istikrara etki etmektedir. Bundan dolayı, parasal ve finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu otoritelerin, makroekonomik gelişmelerin bankacılık sektöründe yarattığı etkiyi bilmesi gerekmektedir. Bankacılık sisteminin etkinliği daha çok mevduat faiz oranı ve kredi verme faiz oranı arasındaki marjın incelenmesiyle ortaya konulabilir. Faiz marjlarının yüksek olması rekabetçi olmayan piyasa koşulları veya bankacılık sisteminin yeteri kadar etkin olmamasıyla açıklanabilir. Yüksek marjlar ise aynı zamanda bilgi asimetrisinin fazlalığı ve yeterli olmayan bankacılık düzenlemelerinden kaynaklanabilir (Taşkın, 2011, 289).

1980’li yılların başından itibaren uygulanmaya başlanan serbestleşme politikaları Türk bankacılık sisteminde de etkili olmuştur. Uygulanan bu politikaların sonucunda pek çok olumlu gelişme yaşanmıştır. Mali serbestleşmenin yanında sisteme giriş imkanları genişlemiştir. Bunun sonucu olarak banka sayısında ve istihdamda önemli artışlar görülmüştür. Rekabet ve dünya mali piyasalarıyla bütünleşme sonucu bankaların hizmet çeşitliliğinde artış yaşanmıştır. Fakat, Türk bankacılık sistemi tüm yaşanan bu olumlu gelişmelere rağmen özkaynak yetersizliği, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı, kamu bankalarının sistemdeki ağırlığının yol açtığı bozucu etkiler, banka bilançolarındaki saydamlığın yetersizliği, bankaların yetersiz iç kontrol ve risk yönetimi sistemleri, zayıf aktif kalitesi gibi yapısal sorunlar sebebiyle temel görevi olan aracılık hizmetlerini yeterli ve etkin şekilde yerine getirmekten hızla uzaklaşmış ve sistematik risklere karşı duyarlılığı giderek hız

kazanmıştır. Görülen bu yapısal sorunların yanında genel makroekonomik ortamda yaşanan istikrarsızlıklarında etkisiyle bankacılık sektörü son dönemde ciddi bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Türk bankacılık sisteminde belirtilen yapısal sorunları aşmak için 15 Mayıs 2001 tarihinde “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” kamuya açıklanmıştır. Bu program ile bankacılık sisteminin operasyonel ve mali yapısının güçlendirilmesi aynı zamanda sistemdeki etkinliğin ve rekabetin kalıcılığının sağlanması amaçlanmaktadır (Kaya, 2002, 1).

Bankacılık sektöründe kredi faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki fark bankaların karlılık oranlarını göstermektedir. Bankalar piyasa faiz oranlarındaki değişiklikleri kendi faiz oranlarına uyarlarlarken finansal sistemin, ekonomik koşulların yapısal özelliklerini ve kendi yapısal durumlarını göz önünde bulundurarak fayda-maliyet analizi yapmaktadırlar. Bu kapsamda bankaların büyüklüğü, dış finansman kaynakları, bilançoları, karlılıkları, likidite durumları, sermaye yeterlilik oranları ve müşteri ilişkileri gibi faktörler bankaların finansman yapıları üzerinde etkili olmaktadır (Tüysüzöğlu, 2012, 39-40).

Bankaların büyüklüğü kaynakların temin edilmesinde önemli bir faktördür. Asimetrik bilgi probleminin varlığı küçük bankaların dış kaynaklardan faydalanabilmesini olumsuz etkilemektedir. Bu durum küçük bankaları kaynak temin etmede mevduat toplamaya yönlendirmiştir. Bu doğrultuda küçük bankalar politika faiz oranlarındaki değişiklikleri mevduat faiz oranlarına hızlı bir şekilde ayarlamaktadırlar (Egert ve MacDonald, 2009, 306).

Bankaların bilanço yapılarında geçişkenlik üzerinde etkileri vardır. Bankaların bilançolarında yer alan mevduatların ve uzun vadeli kredilerin payının yüksek olması faiz oranı geçişkenliğini yavaşlatmaktadır (Weth, 2002, 2).

Bankacılık sektöründe fonlama maliyetlerinin katılığı geçişkenlik üzerinde etkili olmaktadır. Bankaların personel ve şubeleri için yapmış oldukları harcamaların yani sabit maliyetlerin yüksek olması fonlama maliyetlerinde katılığa yol açmaktadır. Bu da politika faiz oranlarındaki değişikliklerin kredi faiz oranlarına geçişkenliğini olumsuz etkilemektedir (Mojon, 2000, 13).

Bankaların faiz dışındaki gelirlerinin brüt gelirleri içerisindeki payının yüksek olması faiz gelirlerine olan bağımlılığın azalmasına neden olmaktadır. Böylece bankalar kredi ve mevduat faiz oranlarında rahat bir şekilde değişiklik

yapabilmektedirler. Rekabetin yüksek olduğu bankacılık sektöründe faiz dışı gelir oranı yüksek olan bankalar kredi ve mevduat faiz oranlarında daha hızlı bir değişiklik yapabilme olanağına sahip oldukları için rakiplerine karşı önemli bir avantaj elde etmiş olmaktadır. Özetle faiz dışı gelirin brüt gelir içerisindeki oranı ne kadar yüksek ise geçişkenlikte o oranda yüksek olmaktadır (Sørensen ve Werner, 2006, 29).

Banka ve müşterileri arasındaki riskin paylaşılmasında faiz oranı geçişkenliğini etkilemektedir. Bankalar ve müşterileri olası bir riskten etkilenmek istemeyeceklerdir. Bu doğrultuda da müşteriler sabit faizli kredi kullanmak isterken bankalar ise fon maliyetlerindeki olası yükselme riski karşısında kredi faiz oranlarını yükseltmek isteyeceklerdir (Fried ve Howitt, 1980, 472).

Bankalar uzun süredir tanıdığı müşterilerine sabit faiz oranları uygulaması ile örtük bir faiz oranı sigortası sağlayarak yakın müşterilerini piyasa ve politika faiz oranı dalgalanmalarından korumaya çalışmaktadırlar. Bu durum politika faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin kredi ve mevduat faiz oranlarına geçişkenliği olumsuz etkilemektedir (Kwapil ve Scharler, 2006, 27).

Bankaların karlılığı, likiditesi ve sermaye yeterliliği faiz oranı geçişkenliği üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Sermayesi, likiditesi ve karlılıkları düşük olan bankalar politika faiz oranlarında meydana gelen değişiklik sonucunda yaşanan şoku dağıtamadığı için faiz oranlarında yaşanan değişikliği hızlı bir şekilde kredi ve mevduat faiz oranlarına yansıtmaktadırlar. Sermayesi, likiditesi ve karlılık oranları yüksek olan bankalar ise politika faiz oranlarında yaşanan değişikliği kredi ve mevduat faiz oranlarına yansıtmakta yavaş hareket edebilmektedir (Horváth ve diğerleri, 2004, 8; Gambacorta, 2008, 812).

Banka kredilerinin arzının ve maliyetinin belirlenmesinde bankacılık sisteminin finansal durumu önemli rol oynamaktadır. Bankaların kredi riski, piyasa riski ve operasyonel risk karşısında bulundurmaları gereken öz kaynak oranını ifade eden sermaye yeterlilik oranının azalması, bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmesine, kredi verme imkanlarının azalmasına ve kredi arzlarında kısıtlamaların yaşanmasına neden olmaktadır. Daraltıcı para politikalarının uygulandığı dönemlerde bankaların finansal pozisyonlarına göre kredi arzlarında azalacaktır (TCMB, 2013a, 8).

Bankaların sahip oldukları sermayelerin değerinin toplam varlıklara oranla yüksek olması durumunda varlıkların değerinde meydana gelen azalmalar sermaye/varlık oranını riskli sınırlara getirmeyecektir. Bununla beraber ilk baştaki sermaye/varlık oranı düşükse para politikası uygulamalarıyla fon maliyetlerinin artması, varlık fiyatlarının düşmesi ve kredi faaliyetlerindeki bozulmalar sonucunda bankaların kredi verme imkanları olumsuz etkilenmekte ve kredi arzları azalmaktadır (Karaca, 2010, 64).

3. 5. 6. Sermaye Hareketleri

Teorik olarak uluslararası sermaye kontrollerinin olmadığı ekonomilerde para politikasının etkinliğini belirleyen faktörler döviz kuru rejimi ile yerli ve yabancı varlıkların ikame derecesidir. Esnek döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde para politikasının aktarımı iki yolla gerçekleşmektedir. Birincisi, dışsal olarak kabul edilen para arzının merkez bankası tarafından kontrol edilmesi nedeniyle para politikasının aktarımı faiz oranı kanalı üzerinden yapılmaktadır. İkinci olarak ise para politikası döviz kuru kanalı üzerinden toplam talep ve fiyatları etkilemektedir. Yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame derecesinin gücü ne kadar fazla ise para politikasındaki değişikliklere bağlı olarak değişim gösteren faiz oranlarında meydana gelen değişimlere döviz kurunun tepkisi de o oranda güçlü olacaktır. Dolayısıyla para politikalarının ekonomiye aktarılmasında döviz kuru kanalının etkinliği artmış olacaktır. Sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde ise yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame gücünün para politikasının etkinliği üzerindeki etkisi esnek döviz kuru rejiminin tam tersi şeklindedir. Yerli ve yabancı varlıkların tam ikame olduğu durumlarda para politikasında meydana gelen değişimler sermaye hareketleri aracılığı ile telafi edilerek parasal koşullarda bir değişiklik yaşanması engellenmektedir. Yerli ve yabancı varlıkların ikame güçlerinin azalması para otoritelerinin faiz oranlarını yabancı faiz oranlarının etkisi altında kalmadan etkileyebilme güçlerini arttıracak ve sabit döviz kuru rejiminde para otoritesinin sınırlı da olsa bağımsız bir para politikası uygulamasına imkan sağlanmış olacaktır (Kamin ve diğerleri, 1998, 34-35).

Sermaye hareketlerindeki artışın bir başka etkisi de ekonomilerde faaliyet gösteren firmaların finansman ihtiyaçlarını dışarıdan temin etmesine imkan tanımasıdır. Dış borçlanma olarak adlandırılan bu durum kredi kanalının işleyişi

üzerinde de etkisini göstermektedir. Sermaye hareketliliğinin arttığı ve finansal sistemin geliştiği ekonomilerde firmalar fon ihtiyacını banka kredilerinden sağlamak yerine yurtiçi hisse senedi piyasalarından veya dış borçlanma yoluna giderek temin edebilmektedirler. Bu durum daraltıcı para politikasının uygulandığı dönemlerde banka kredilerindeki azalışın ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemesinide engellemektedir (Rocha, 1998: 193). Yurt dışından kaynak bulma imkanlarının artması firmaların yurtiçi kredilerine olan bağımlılıklarının azalmasına yol açmakta ve para politikasının toplam talep üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Para otoritelerinin uygulamış oldukları daraltıcı para politikaları sonucunda yurtiçi kredi faiz oranlarında meydana gelen artış firmaların daha düşük maliyetle yurt dışından borçlanmalarına neden olacaktır. Bu durum hem daraltıcı politikaların etkisini sınırlandırmakta hem de yurtiçi bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmelerini engellemektedir. Bu doğrultuda dalgalı kur rejiminde yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farkta meydana gelen bir değişiklik döviz kurunda aynı oranda bir değişiklik ile karşılanmazsa para politikasının harcamalar üzerindeki etkisinde azalışlar yaşanacaktır (Karaca, 2010, 61-62).

Bir ülkede yerli para birimi yerine yabancı bir ülkenin para biriminin kullanılması ve kullanılan bu yabancı para biriminin paranın geleneksel olan hesap birimi olma, değişim aracı olma ve gelecekte kullanmak amacıyla tasarruf aracı olma fonksiyonlarının bazılarını ya da tamamını yerine getirmesi ekonomi literatüründe para ikamesi olarak ifade edilmektedir (Serel ve Darıcı, 2006, 150). Para ikamesi olgusunun var olduğu ülkelerde toplam mevduat ve krediler içerisinde yabancı para cinsinden mevduat ve kredilerin payı yüksektir. Para ikamesinin yaşandığı ülkelerde para politikasının ekonomiye iletilmesinde sadece yurtiçi yerli ve yabancı para cinsinden varlıkların ikame derecesi değil ayrıca yurtiçindeki yabancı para varlıklar ile yurtdışındaki yabancı para varlıkların ikame dereceleri de etkili olmaktadır. Yurtiçindeki yerli ve yabancı para cinsinden varlıkların ikame derecesi yüksek iken yurtiçindeki yabancı para varlıklar ile yurtdışındaki yabancı para varlıklar arasındaki ikame derecesinin kısıtlı olduğu durumda yerli paranın faiz oranında artışa neden olacak bir para politikası uygulaması borçlanıcıları yabancı para türünden kredilere yönlendirecektir. Tasarruf sahipleri ise faiz oranlarındaki artıştan faydalanmak için varlıklarını yerli para türünden mevduatlara aktaracaklardır. Buna bağlı olarak yurtiçindeki yabancı para cinsinden kredilerin ve mevduatların faizleride artacaktır.

Böyle bir ortamda para politikası etkinliğini sürdürecektir. Fakat yurtiçindeki yabancı para varlıklar ile yurtdışındaki yabancı para varlıkların ikame derecesi yüksek olduğunda, para politikasının aktarımı para ikamesinin bulunmadığı ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerdeki gibi olacaktır. Böyle bir durumda ise para politikasının ekonomi üzerindeki etkinliği uygulanan kur rejimine göre farklılık göstermektedir (Karaca, 2010, 62).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesine bağlı olarak uluslararası finansal birleşmeler ve finansal piyasalarda entegrasyon işlemleri görülmeye başlamıştır. Finansal piyasalarda görülen entegrasyon işlemlerindeki artış piyasada rekabeti arttırarak parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini arttırmaktadır. Birçok çalışmada finansal piyasalardaki rekabetin artmasına bağlı olarak faiz oranlarının politika faiz oranlarındaki değişikliklere daha hızlı uyum sağladığı sonucuna ulaşılmıştır (Çavuşoğlu, 2010, 35).

3. 5. 7. Finansman Kaynakları

Hanehalkının, firmaların ve bankacılık sektörünün başlangıçtaki finansal yapıları parasal aktarım mekanizmaları üzerinde üç yoldan etkisini göstermektedir. İlk olarak para politikasının tüketim ve yatırım harcamaları üzerindeki etkisinin harcamalar için gerekli fonun ne kadarının finansal sistem aracılığıyla temin edilmesine bağlıdır. İkinci olarak para politikası uygulamaları sonucunda varlık fiyatlarında meydana gelen değişikliklerin net servet üzerinde göstereceği etki ekonomik birimlerin bilançolarındaki portföylerine göre değişmektedir. Üçüncü olarak da para politikası uygulamalarının ekonomik birimlerin borçlanma ve harcama kararları üzerindeki etkisinde, ekonomik birimlerin başlangıçtaki mevcut bilanço durumları önemli bir faktördür (Kamin ve diğerleri, 1998: 38).

Finansal aracılık işlemlerinin etkin işlemediği ve yatırım için gerekli fonun iç kaynaklardan sağlandığı ekonomilerde, para politikasında meydana gelen değişiklikler toplam talep üzerinde kısmen etkili olmaktadır (TCMB, 2013a, 8). Söz konusu ekonomilerde hanehalkı ve firmalar tüketim ve yatırım harcamalarını finansal piyasa aracılığından çok bireysel tasarruf ve dağıtılmayan kurum karları ile karşılamalarından dolayı para politikasının harcamalar üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır. Bu ekonomilerde dışsal fonların içsel fonlara göre daha sınırlı olması tüketim ve yatırım harcamalarının faiz oranlarındaki değişikliklerden daha az

etkilenmesine neden olabilmektedir. Milli gelirin artmasına ve ekonomilerin gelişmesine bağlı olarak finansal araçlar ile sağlanan kaynaklar artarken ekonomik birimler tüketim ve yatırım harcamalarının finansmanında banka kredilerinden yararlanacaklardır. Bu durum toplam talebin para politikasındaki değişikliklere duyarlılığını arttıracaktır (Kamin ve diğerleri, 1998, 38).

Hanehalkı ve firmaların banka kredileri dışında fon temin edebilecekleri alternatif fon kaynaklarının olması kredi talebinin faiz oranı esnekliğini etkilemektedir. Hanehalkı ve firmaların faiz oranlarında meydana gelen değişikliklere karşı duyarlılığını banka dışındaki finansman ve yatırım imkanları arttırmaktadır. Bankaların mevduat toplamak ve kredi kullanılabilmek amacıyla alternatif piyasalarla rekabet etmesi sonucunda mevduat faiz oranları yükselecek, kredi faiz oranları düşecek ve geçişkenlik artacaktır (Çavuşoğlu, 2010, 36).

Finansal piyasaların derinleşmesi, beklentilerin etkisini artırarak, kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin diğer finansal değişkenlere ve reel ekonomiye aktarım hızını arttırmaktadır. Sermaye piyasaları aracılığıyla fon temin etme imkanlarının artması ve kredi temin etmede banka dışı finansal araçların rolünün artması gibi finansal yenilikler kısa vadeli piyasa faiz oranları ile kredi faiz oranları arasındaki yakın ilişkinin kurulmasına yol açabilmektedir (Weber, Gerke ve Worms, 2009, 4).

Bankaların vereceği kredi miktarında mali baskınlığın önemli bir payı bulunmaktadır. Mali baskınlık, yüksek düzeydeki kamu borçlarının merkez bankasının belirlediği kısa vadeli faiz ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi olumsuz etkileyerek parasal aktarım mekanizmasının etkin işleyişini bozması ve dolayısıyla para politikasının hedeflerine ulaşmasını engellemesi olarak ifade edilmektedir. Hükümetler bütçe açıklarını finanse etmek için finansal piyasalarda borçlanma yoluna gitmektedirler. Bütçe açığının çok yüksek düzeylerde olduğu ekonomilerde finansal piyasalardaki fonların çoğu kamuya aktarılırken özel sektöre aktarılan kredinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durumdan faiz kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı olumsuz etkilenmekte ve parasal aktarım mekanizması etkin işlememektedir (TCMB, 2006, 9).

Ekonomik birimlerin bankalardan temin etmiş oldukları kredileri kullanarak tüketim ve yatırım harcamalarını değiştirmeleri sonucunda üretim miktarında

değişiklik yaşanmasını ifade eden kredi kanalının işlemesi için üç varsayım geçerli olmaktadır. Bu varsayımlar şu şekilde özetlenmektedir (İnan, 2001, 5):

i) Banka kredisi ve finansman bonoları firma finansmanı açısından mükemmel ikame mallar olmamalıdır :

Finansman bonusu hanehalkına ihraç edilen bir menkul kıymettir. Hanehalkının firmaya borç vermesi sonrasında da firmayı düzenli şekilde gözetleyip denetleyebilmesi için o firma hakkında yüksek düzeyde bilgiye sahip olması ve bu düzeyde tutması gerekmektedir. Ancak yüksek düzeyde bilgiye sahip olmak ve devamlılığını sağlamak yüksek maliyet gerektirir. Bu maliyet hanehalkının tasarrufları için ağır bir yük otaya çıkarır diyebiliriz. Bu nedenle hanehalkı ya borç vermeyecek ya da finansal araçlara yani bankalara ihtiyaç duyacaktır. Bankalar hanehalkının mevduatını sabit bir faizle toplar, bu kaynakları firmalar hakkında edindikleri bilgi doğrultusunda firmalar arasında dağıtırlar. Bu açıdan bakıldığında bankaların temel işlevi borç alanlar hakkında bilgi üretmek ve kaynakların dağılımını bu bilgi setine göre şekillendirmektir.

Firmalar, ihraç edecekleri finansman bonolarının ahlaki sakınca ya da yanlış seçim gibi sorunları olmadığını hanehalkına kanıtlamak için bir finansal aracıya ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ihtiyaçta finansman bonusu ihracı ile banka kredisi kullanmanın neden birbirini kusursuzca ikame eden finansman biçimleri olamayacağını göstermektedir. Bundan dolayı, bu varsayımların eşanlı olarak sağlanması gerekir. Hem bankaların aktifleri açısından krediler ve finansman bonoları birbirini kusursuz olarak ikame etmemelidir; hem de firmaların pasifleri açısından firmalar azalan kredi imkanlarını finansman bonusu ihracını arttırarak ikame edememelidirler. Bu koşullar eşanlı olarak sağlanırsa, kredi kanalı işleyebilir.

ii) Para otoritesinin uyguladığı politikalar bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir:

Kredi kanalının çalışması için gerekli olan bir varsayımda para otoritesinin uyguladığı politikaların bankaların kredi arzını etkileyebilmesidir. Para otoriterlerinin munzam karşılıkları kullanarak piyasaya müdahale ettiğini varsayalım. Dolayısı ile munzam karşılıkların bankaların sahip olduğu mevduat miktarına, kredi hacminin de munzam karşılıklarına bağlı olduğunu düşünelim. Böyle bir durumda, kredi kanalının işleyebilmesi finansal sistem içinde toplam mevduat hacminin

büyüklüğüne bağlı olacaktır. Bu durumda, bankaların aktif-pasif yapıları ve portföy tercihlerine dayanan dört durumun kredi kanalının etkili şekilde çalışıp çalışmayacağını anlaşılmaması için incelenmesi gerekir.

a-) Banka dışı finansal araçların varlığı ve büyüklüğü: Banka dışı finansal araçların var olması ve finansal sistemde önemli bir yere sahip olmaları halinde mevduat dışı finansal kaynak yüksek olacağından para otoritelerinin münzam karşılıklarını kullanarak oluşturduğu politikanın toplam kredi arzını etkileme gücü azalacaktır.

b-) Bankaların rezervlerdeki bir değişime kredilerinden ziyade bonolarının miktarını değiştirerek tepki vermeleri : Kredi kanalının işleyişini engelleyen diğer bir durum, bankaların uygulanan para politikası sonucunda ortaya çıkacak olan likidite ihtiyaçlarını kredilerini kısarak değil, toplam tahvil stokunu azaltarak karşılamasıdır. Böyle bir durumun gerçekleşmesi için bankaların tahvil stoklarının beklenen düzeyin üzerinde olması gerekmektedir. O zaman “bankalar beklenen tahvil düzeyini nasıl belirlerler?” sorusuna yanıt bulunması gerekmektedir. Bankaların beklenen tahvil düzeyini iki unsura bakarak belirlediklerini düşünebiliriz. Bunlar toplam risk düzeyi ve likidite ihtiyacıdır. Bankalar ilk önce likidite ihtiyaçlarını esas alarak tahvil alımı yaparlar. Tabii ekonomide etkin şekilde çalışan bir ikinci el tahvil borsası yer aldığını varsayıyoruz. Bankaların tahvil düzeyini belirledikleri diğer unsur ise, risk politikalarıdır. Likidite ihtiyaçlarını karşılayacak miktarda tahvil almış olsalar bile, eğer geri kalan aktiflerinin tümünü riskli kredi portföyü olarak bulundurmak istemiyorlarsa; yine planladıkları kredi seviyesinin üzerinde tahvil alımı yapabilirler. Sonuçta ortaya çıkan likidite sıkışıklığı, bankaların kredilerini değil, tahvil stoklarını azaltmasıyla giderilir. Bu durum, kredi kanalının işlemlerini zayıflatır.

c-) Bankaların mevduat dışı kaynak toplama yetenekleri: Para otoritelerinin münzam karşılıkları kullanarak yapacağı bir müdahale mevduat dışı kaynakları etkilemeyecektir. Bundan dolayı bankaların mevduat dışı kaynak toplama düzeyleri arttıkça, kredi kanalının işlemesi o ölçüde güçleşir.

d-) Risk tabanlı sermaye gerekliliğinin varlığı: Günümüzde bankalar, çok sayıda kısıtlamayla karşı karşıyadır. Bu kısıtlamaların bir kısmı, bankaların risk üstlenme düzeyini kontrol etme amacıyla yapılan ileriye dönük düzenlemelerdir (Belli kişi ve kuruluşlara açılacak krediler için tavan uygulamaları, risk bazlı

sermaye yeterlilik koşulları, seçici kredi politikaları, diğer risk kısıtlamaları vb.). Yapılan bu düzenlemeler, bankaların toplam risk düzeyini, -basitleştirilmiş modelimizde kredi miktarını- kontrol altına almaya yönelik sınırlamaları kapsar. Bu sınırlamaların aktarım sürecinde ortaya çıkardığı etki tartışmalıdır. Toplam kredi miktarını kısıtlandığı için aktarım mekanizmasını zayıflattığına yönelik görüşler olduğu gibi; ekonomide oluşan hareketlenmelere bağlı olarak banka bilançolarının kredi kalemlerinde oluşan aşırı dalgalanmaları azalttığı da ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, bu tip ileriye yönelik düzenlemeler gerektiği zaman para politikasının etkinliğini artıracak şekilde uygulanabilirler.

iii) Parasal şokları tamamen nötr olmaktan koruyacak mükemmel uyumlu olmayan bir fiyat ayarlaması olmalıdır :

Tam mükemmel olmayan fiyat uyumu yalnızca kredi kanalının işlemesi açısından değil, parasal aktarım mekanizmasının para kanalının işlemesi açısından da önemli bir varsayımdır.

Merkez bankasının uyguladığı bir parasal müdahale öncelikle finansal araçlara yansır. Burada hanehalkı ve firmalar arasında bir fark görülür. Firmalar, finansal araçlarla daha yakın çalıştıklarından hanehalkına göre yaşanan parasal değişikliklere daha çabuk uyum sağlarlar. Bundan dolayı, kredi faizlerinin piyasa koşullarına mevduat faizlerinden daha hızlı tepki gösterir. Eğer, Fuerst'in modelindeki firmaları bankaya bağımlı ve hanehalkını da bankaya bağımlı olmayan firmalar olarak düşünürsek, kredi kanalının nasıl çalıştığını anlayacak bir varsayıma ulaşırız. Böyle bir durumda parasal daralma kredi faizlerini, mevduat faizlerinden daha önce arttırır. Bu durum, bankaların aktif kompozisyonlarını düzenlemesine yani kredi miktarlarını kısımasına yol açar. Çünkü aktif kalemlerde artan likidite ihtiyaçları, pasif kalemlerle aynı hızla karşılayıp gideremezler. Eğer, mevduat ve kredi faizleri mükemmel uyumlu olup, eşanlı hareket etselerdi; bankaların aktiflerini yeniden düzenleme ihtiyacı doğmaz ve kredi kanalıda çalışmazdı.

3. 5. 8. Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları

Finansal aracılık faaliyetlerinin gelişmemiş olduğu ekonomilerde hanehalkı ve firmalar tüketim ve yatırım harcamaları için gerekli fonu iç kaynaklardan temin etmektedirler. Bu tür ekonomilerde para politikasının toplam talep üzerinde daha az

etkiye sahip oldukları görülmektedir. Gelişmiş ekonomilerde finansal aracılık faaliyetlerinin artmasıyla kaynak kullanımı, tüketim ve yatırım harcamalarında bankalardan kredi kullanma imkanları artmaktadır. Dolayısıyla toplam talep para politikası uygulamalarına karşı daha duyarlı hale gelmektedir. Finansal piyasa faaliyetlerinin gelişmediği ekonomilerde ise hanehalkı ve firmalar tasarruflarını genellikle bankalarda değerlendirdikleri için menkul kıymetlere yatırım oranı düşüktür. Bu ekonomilerde menkul kıymet yatırımlarının düşük olması nedeniyle para politikasının varlık fiyatları kanalı üzerinden ekonomik faaliyetleri etkileme gücünde azalmaktadır. Varlık portföylerinin çeşitlendiği gelişmiş finansal piyasalarda ekonomik birimlerin para politikası uygulamalarına karşı duyarlılığı artmaktadır (Özcan, 2010, 47-48)

Hanehalklarının ve firmaların borçlanma ve harcama kararlarının para politikası uygulamalarından etkilenmesinde finansal durumları etkili olmaktadır. Hanehalkı ve firmaların finansal durumlarının farklı olması para politikasının göstereceği etkilerin öngörülmesini güçleştirmektedir. Firmaların faaliyette bulundukları sektörlerin yapısı da, bu firmaların yatırım ve harcamalarının para politikasından etkilenme düzeyinde belirleyici bir faktör olmaktadır. Örneğin; Yıllık Rapor. bankalar dışında finansman kaynağı bulunmayan ve faaliyetlerini gerçekleştirmesi için çok fazla fona ihtiyaç duyulan inşaat sektöründe faiz oranlarındaki değişikliklere duyarlılık yüksektir. Sabit sermaye yatırımı veya çalışma sermayesine ihtiyacın fazla olduğu sektörlerde de banka kredilerine bağımlılığın fazla olması banka faiz oranlarındaki değişikliğin duyarlılığını arttırmaktadır (Kamin ve diğerleri, 1998, 38-39).

Hanehalkı ve firmaların sahip oldukları bilançolarda varlıkların borçları karşılayabilecek oranda güçlü olması durumunda faiz oranlarındaki değişikliklerin neden olacağı varlık değerlerinde yaşanacak azalışların etkilerinin daha kolay atlatılmasını sağlayacaktır. Varlık fiyatlarında düşüşler yaşanmasına rağmen varlıkların borçlardan fazla olduğu güçlü bilançolarda geleceğe yönelik endişeler az olmakta ve bu durum harcamalar üzerinde düşük etki göstermektedir. Böylelikle faiz oranlarındaki değişikliğin harcamalar üzerindeki olumsuz etkiside azalacaktır. Ters bir durumda ise faiz oranlarındaki değişiklikler ve varlık fiyatlarındaki düşüşler bilançoları zayıf olan ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarını olumsuz etkileyecektir. Özetle bilançoları güçlü olan hanehalkı ve firmaların para politikası

uygulamalarına karşı duyarlılık dereceleri düşük, bilançoları zayıf olan hanehalkı ve firmaların ise para politikası uygulamalarına karşı duyarlılık dereceleri yüksektir (Özcan, 2010, 48; Kamin ve diğerleri, 1998, 41).

3. 6. İlgili Araştırmalar

Aşağıda parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişine yönelik bazı uluslararası ampirik çalışmaların sonuçlarından söz edilecektir.

Smets ve Wouters (1999), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1975:1-1997:4 döneminde Almanya’da döviz kuru kanalının işleyişini analiz etmişlerdir. Analizde reel GDP, tüketici fiyat endeksi, reel döviz kuru, ihracat, ithalat ve net ihracat verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda daraltıcı bir para politikası uygulamasının döviz kurunu değerlendirmesi ile döviz kuru kanalının ithalat, ihracat, net ihracat, fiyatlar ve üretim üzerinde etkili olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Butzen, Fuss ve Vermeulen (2001), çalışmalarında VAR modeli ve panel veri analizini kullanarak 1985-1998 dönemine ait yıllık verilerle Belçika’da uygulanan para politikasının firmaların yatırımları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analizde firmaların toplam aktifleri ve pasifleri, reel duran varlıklar, amortisman oranı, yatırım/sermaye oranı ve nakit akışı/sermaye oranı verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda para politikasının faiz oranı kanalı ve kredi kanalı üzerinden firmaların yatırımlarını etkilediğini tespit etmişlerdir.

Disyatat ve Vongsinsirikul (2003), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1993-2001 dönemine ait üçer aylık verilerle Tayland’da parasal aktarım mekanizmalarının etkinliğini incelemişlerdir. Analizde perakende faiz oranları, banka kredileri asgari borç verme oranı, mevduat faizleri para piyasası oranları ve repo oranı verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda faiz oranı kanalı ile kredi kanalının görece olarak döviz kuru kanalı ile varlık fiyatları kanalına göre daha etkin çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Agha, Ahmed, Mubarik ve Shah (2005), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1996:7-2004:3 dönemine ait verilerle Pakistan’da parasal aktarım kanallarının etkinliğini analiz etmişlerdir. Analizde sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi, özel sektör kredi hacmi, 6 aylık hazine bonosu oranları, KSE-100

endeksi ve reel efektif döviz kuru verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda faiz oranı kanalının, banka kredi kanalının ve varlık fiyatları kanalının görece olarak döviz kuru kanalına göre daha etkin işlediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Poddar, Sab ve Khackhatryan (2006), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1996:Q1-2005:Q1 dönemine ait üçer aylık verilerle Ürdün’de parasal aktarım kanalları olan faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalının etkisini incelemişlerdir. Analizde banka mevduat oranı, borç verme faiz oranları, reel GDP, döviz rezervleri, geniş tanımlı para arzı ve reel efektif döviz kuru verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda söz konusu aktarım kanallarının hiçbirinin etkin olmadığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Iwata ve Wu (2006), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1991-2001 dönemine ilişkin aylık verilerle Japonya’da parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini incelemişlerdir. Analizde sanayi üretimi ve toptan satış fiyatı, kısa vadeli nominal faiz oranı ve para arzı verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda faiz oranı kanalının en etkili parasal aktarım kanalı olduğunu tespit etmişlerdir.

Charoenseang ve Manakit (2007), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 2000:6-2006:7 döneminde Tayland’da parasal aktarım mekanizmalarının ekonomideki etkilerine yönelik araştırma yapmışlardır. Analizde çekirdek enflasyon oranı, 14 günlük repo oranı, 3 aylık mevduat oranı ve minimum borç verme faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, tasarruf mevduatı oranı, 3-6 ve 6-12 ay ortalama vadeli mevduat oranı verilerini kullanmışlardır. Araştırma sonucunda kredi kanalının faiz oranı kanalına göre daha etkin çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır. Faiz oranı kanalının enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte etkinliğini kaybettiğiyle ilgili açıklama yapmışlardır.

Bilan ve Kryshko (2008), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1997-2006 dönemine ait aylık verilerle Ukrayna’da faiz oranı kanalının parasal aktarım mekanizması kanalları içerisinde görece etkinliğini incelemişlerdir. Analizde toplam rezervler, faiz oranı, fiyatlar genel düzeyi, reel çıktı miktarı, yatırımlar ve döviz kuru verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda faiz oranı kanalının diğer aktarım kanallarına göre daha etkin olduğuna yönelik bir bulguya ulaşamamışlardır.

Aşağıda parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişine yönelik Türkiye’de yapılan bazı ampirik çalışmaların sonuçlarından söz edilecektir.

Zengin (2000), çalışmasında VAR modeli kullanarak eşbütünleşme testi uygulamış ve 1994-2000 dönemini kapsayan aylık verilerle Türkiye’de döviz kuru ile dış ticaret hadleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizde ihracat fiyat endeksi, ithalat fiyat endeksi ve reel döviz kuru verilerini kullanmıştır. Yapılan analiz sonucunda reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat fiyatları arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını tespit etmiştir. Reel kur hareketleri ile ihracat ve ithalat fiyat endeksleri arasında güçlü bir ilişkinin varlığına ulaşmıştır. Kurda meydana gelecek değişiklikler sonucu dış ticaretten elde edilen gelirin bir bölümünün ya da tamamının dış piyasalar tarafından emilmesi kur politikası aracılığıyla sağlanmaya çalışılan dış ticaret dengesinin bozulduğu ve kur politikasının etkin işlemediği sonucuna varmıştır.

Gündüz (2001), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1986:1-1998:10 döneminde banka kredi kanalının Türkiye’de etkinliğini incelemiştir. Analizde toptan eşya fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, reel dolar döviz kuru, bankaların menkul kıymet stokları, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam mevduatları ve interbank gecelik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda banka kredi kanalının kısmen çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

T. Çavuşoğlu (2002), çalışmasında panel veri yöntemini kullanarak 1998-1999 dönemine ait yıllık verilerle banka kredi kanalının Türkiye’deki etkinliğini test etmek amacıyla 58 mevduat bankasının bilanço verilerinden yararlanarak inceleme yapmıştır. Analizde mevduat bankalarının toplam kredileri, zorunlu karşılık oranlarındaki değişim, kamu menkul kıymetlerinin toplam aktiflere oranı, hisse senetleri ve net kar toplamının mevduatlar ve mevduat dışı fonlar toplamına oranı, toplam menkul kıymetler portföyünün toplam aktiflere oranı ve kamu menkul kıymetleri verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda söz konusu dönemde banka kredi kanalının etkin işlemediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Bozoklu (2005), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1989-2004 dönemine ait aylık verilerle banka kredi kanalının Türkiye’deki etkinliğini analiz etmiştir. Analizde toptan eşya fiyat endeksi, özel kesim sanayi üretim endeksi, bankacılık sektörünün özel kesime açtığı kredi hacmi, yerli ve yabancı para tasarruf mevduat hacmi, bankacılık sektörü menkul kıymet stoku ve DİBS bileşik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda söz konusu dönem için Türkiye’de banka

kredi kanalının para politikasındaki değişikliklerin ekonomiye aktarımında etkin işlediğini tespit etmiştir.

Çakmaklı (2005), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1986:4-2004:6 döneminde banka kredi kanalının Türkiye’deki etkinliğini araştırmıştır. Analizde mevduat bankaları toplam mevduatları, mevduat bankaları toplam kredileri, mevduat bankaları menkul değerleri toplamı, sanayi üretim endeksi, bankalararası faiz oranı ve tüketici fiyat endeksi verilerini kullanmıştır. Etki tepki fonksiyonları ile varyans ayrıştırması analizleri sonucunda söz konusu dönemde kredi kanalının etkin olarak çalışmadığına ulaşmıştır.

Şengönül ve Thorbecke (2005), çalışmalarında regresyon analizi uygulayarak 1997:1-2001:6 döneminde Türkiye’de banka kredi kanalının işleyişini analiz etmişlerdir. Analizde yabancı, kamu ve özel sektör bankaları olmak üzere toplam 60 bankaya ait gecelik faiz oranını ve gecelik faiz oranı ile amortisman oranı arasındaki farkı veri olarak kullanmışlardır. Analiz sonucunda daraltıcı bir para politikası sonrasında likiditesi yüksek olan bankaların kredi arzlarını azaltmamak için nakit ve menkul kıymetlerden oluşan stoklarını azaltma yoluna gittikleri likiditesi düşük olan bankaların ise kredi arzlarını azaltma yoluna gittikleri sonucuna varmışlardır.

Erdemil (2006), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1995-2005 dönemine ait üçer aylık verilerle Türkiye’deki parasal aktarım kanallarının etkinliğini analiz etmiştir. Analizde gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ve bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda ilgili dönemde faiz oranı kanalının ekonomik faaliyetler üzerinde önemli etkilere sahip olduğunu tespit etmiştir. Varlık fiyatları kanalının, döviz kuru kanalının ve kredi kanalının para politikası uygulamalarının üretim üzerindeki etkisini azalttığına yönelik bulgulara ulaşmıştır. Fakat bu kanalların para politikasının fiyatlar üzerindeki etkisini arttırdığına yönelik bulgular elde etmiştir.

İnal (2006), çalışmasında regresyon analizi ile 2001:9-2006:3 döneminde TCMB tarafından alınmış 37 faiz kararı ile 3, 6 ve 12 aylık iskontolu DİBS faizlerini veri olarak kullanarak TCMB faiz oranında yapılan değişikliklerin görelî uzun vadeli faizler üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonucunda söz konusu dönemde kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelecek bir değişikliğin uzun dönem faiz oranlarını

etkileyeceğine dolayısıyla aktarım kanalları içerisinde faiz oranı kanalının etkin işlediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Özçiçek (2006), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1980-2005 dönemine ait üçer aylık verilerle kredi kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Analizde gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), GSYİH deflatörü (DEF), reel para miktarı (M1), mevduat bankalarının verdiği reel toplam kredi (TKR) ve reel toplam vadesiz mevduat (VADSZ) verilerini kullanmıştır. Granger Nedensellik testi sonucunda kredi kanalının etkin işlemediğine ve 1982 yılından sonra GSYİH'deki artış veya azalışa göre yani talebe bağlı olarak kredi miktarının belirlendiğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Taş (2006), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1990-2004 dönemine ait aylık verilerle Türkiye'deki parasal aktarım kanalları ile reel ve finansal sektörler arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Analizde sanayi üretim endeksi (SUE), tüketici fiyat endeksi (TÜFE), bankalararası piyasada gerçekleşen gecelik faiz oranı, reel kur endeksi, İMKB 100 endeksi kapanış fiyatları, mevduat ve yatırım kalkınma bankaları kredi hacimleri verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda para otoritelerinin faiz oranı kanalı üzerinden reel ve finansal sektörü etkilediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Akkılıç (2007), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1995-2006 dönemine ait aylık verilerle faiz oranı kanalı ile döviz kuru kanalının Türkiye'deki etkinliğini analiz etmiştir. Analizde aylık ihracat ve ithalat rakamları, TCMB tüfe bazlı reel efektif döviz kuru, Türkiye toptan eşya fiyat endeksi, ihracat birim değer endeksi/ithalat birim değer endeksi, TCMB interbank para piyasası gecelik faiz oranları ve Türkiye sanayi üretim endeksi verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda döviz kuru kanalının enflasyonun kontrol edilmesinde faiz oranı kanalına göre daha etkili olduğunu tespit etmiş fakat döviz kuru kanalının ödemeler bilançosunun sürdürülebilirliği açısından faiz oranı kadar etkin olmadığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Cengiz (2007), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1990:1-2006:9 döneminde kredi kanalının Türkiye'deki işleyişini analiz etmiştir. Analizde toptan eşya fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, bankaların toplam menkul kıymet stoku, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam mevduatları ve

bankalararası gecelik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Analizde etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarına göre söz konusu dönemde kredi kanalının etkin işlediği sonucuna ulaşmıştır.

Hatipoğlu (2007), çalışmasında Vektör Hata Düzeltme Modelini (VECM) kullanarak 1990:1-2006:4 döneminde Türkiye’de döviz kuru hareketliliğinin fiyatlara etkisini incelemiştir. Analizde rezerv para, faiz oranı, döviz kuru ve fiyat endeksi verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda döviz kuru değişikliklerinin fiyatlar genel düzeyi üzerinde zayıf etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Kasapoğlu (2007), VAR modelini kullanarak 1990:1-2006:7 döneminde Türkiye’de para politikası ile ekonomi arasındaki ilişkiyi ve parasal aktarım kanallarından hangilerinin ekonomi üzerinde etkin olarak işlediğini incelemiştir. Analizde M1 para arzı, bankalararası gecelik ağırlıklı ortalama basit faiz oranı, TCMB dolar alış kuru, İMKB ulusal 100 endeksi, bankacılık sektörü toplam yurtiçi TL kredileri, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyatları endeksi değişimi verilerini kullanmıştır. Etki tepki sonuçlarına göre söz konusu dönemde faiz oranı kanalının etkin çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmıştır. Döviz kuru kanalının üretim miktarını belirlemede önemli bir etkisinin olmadığını ancak fiyatlar genel düzeyi üzerinde önemli etkisinin olduğunu tespit etmiştir. Hisse senedi fiyatları kanalı ile kredi kanalının ise etkin işlediğine yönelik sonuçlara ulaşamamıştır.

Öztürkler ve Çermikli (2007), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1990-2006 dönemine ait aylık verilerle banka kredi kanalının Türkiye’de etkinliğini analiz etmişlerdir. Bu analizde söz konusu dönem için para politikası ile banka kredi kanalı ve banka kredileri ile sanayi üretimi arasındaki ilişki incelenirken bankalararası gecelik faiz oranı, sanayi üretim endeksi, toptan eşya fiyat endeksi, M1 ve reel toplam kredi miktarı verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda para politikası şoklarından reel krediye doğru tek yönlü bir nedenselliğin reel kredi ile sanayi üretimi arasında ise çift yönlü nedenselliğin olduğunu tespit etmişlerdir. Bu tespitler sonucunda ekonomik büyüme sonrası kredi talebine yönelik artışın banka kesimi tarafından karşılanması için merkez bankasının faiz oranlarını bir para politikası aracı olarak kullanabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Yıldırım (2007), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1995-2006 dönemine ait aylık verilerle döviz kuru kanalının Türkiye’deki etkinliğini test

etmiştir. Analizde faiz oranı, reel gayri safi milli hasıla, tüketici fiyat endeksi (TÜFE), reel efektif döviz kuru ve dış ticaret dengesi verilerini kullanmıştır. Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmaları sonucunda söz konusu dönemde döviz kuru kanalının Türkiye’de zayıf işlediğini tespit etmiştir. Yapılan analizde ihracat gelirleri ile ithalat giderlerinin bir birini dengelemiş olmasından dolayı döviz kuru kanalının etkin bir şekilde çalışmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Aklan ve Nargeleçekenler (2008), çalışmalarında panel veri analizi yöntemi kullanarak 1998-2001 dönemine ait üçer aylık verilerle banka kredi kanalının Türkiye’de etkinliğini araştırmışlardır. Analizde kısa vadeli gecelik faiz oranları, enflasyon, gayri safi yurtiçi hasıla ve bankaların likidite düzeyi verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda söz konusu dönemde para politikalarının aktarımında banka kredi kanalının zayıf bir etkisinin olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Cengiz ve Duman (2008), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1990:1-2006:9 döneminde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analizde toptan eşya fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, bankaların toplam menkul kıymet stoku, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam mevduatları ve gecelik faiz oranı verilerini kullanmışlardır. Etki tepki analizleri sonucunda uygulanan para politikasının banka kredi arzını etkileyerek üretim miktarını değiştirdiğini gözlemlemişler ve banka kredi kanalının para politikası aktarım kanalları arasında önemli yere sahip olduğunu ifade etmişlerdir.

Erdoğan ve Yıldırım (2008), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1995-2006 dönemine ait aylık verilerle Türkiye’de döviz kuru kanalının ekonomi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analizde bankalararası gecelik faiz oranı, reel döviz kuru, dış ticaret dengesi, reel gayri safi milli hasıla ve toptan eşya fiyat endeksi verilerini kullanmışlardır. Ayrıca söz konusu dönemde yapısal kırılmaların olup olmadığını tespit etmek amacıyla Chow testi uygulamışlardır. Bu testin sonucundan 1995:1-2000:10 ve 2001:3-2006:12 dönemleri arasında farklılık olduğunu gözlemlemişlerdir. Etki tepki analizleri ve varyans ayrıştırma analizleri sonuçlarına göre ilgili dönemde döviz kuru kanalının işlediğini ifade etmişlerdir.

Topçu (2008), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1989-2007 dönemine ait üçer aylık verilerle döviz kuru kanalının Türkiye'deki etkinliğini incelemiştir. Analizde reel efektif döviz kuru endeksi, bankalararası faiz oranını, reel milli geliri, ihracatı ve M1 para arzı verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda söz konusu dönemde çıktı üzerindeki önemli etkiler meydana getirmesinden dolayı döviz kuru kanalının etkin işlediğini tespit etmiştir.

Akay ve Nargeleçekenler (2009), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1997:1-2008:7 dönemi arasında Türkiye'deki para politikası faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizde tüketici fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, hazine iskontolu ihaleleri bileşik faiz oranları, üretici fiyat endeksi ve İMKB ulusal 100 endeksi kapanış fiyatları verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda para politikası ile hisse senedi fiyatları arasında sıkı bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Bicil (2009), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2002-2008 dönemine ait aylık verilerle kredi kanalının Türkiye'deki işleyişini incelemiştir. Analizde yurt içi toplam kredi hacmi, toplam mevduatlar, toplam menkul kıymetler, sanayi üretim endeksi ve bankalararası gecelik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda parasal şokların kredi kanalı değişkenlerine aktarımında kredi kanalının etkin çalıştığı bulgusuna ulaşmış fakat parasal şokların reel üretime aktarımında ise kredi kanalının etkin işlemediğini tespit etmiştir.

Büyükakın ve diğerleri (2009a), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1990:1-2007:9 dönemi için döviz kuru kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Analizde gecelik basit faiz oranı ağırlıklı ortalaması, reel efektif döviz kuru endeksi, net ihracat, GSYİH ve TEFE verilerini kullanmışlardır. Etki tepki fonksiyonundan ve varyans ayrıştırması sonuçlarından elde ettikleri bulgulara göre döviz kurunda meydana gelecek değişikliklerin enflasyon üzerinde etkili olduğunu ifade etmişler ve parasal aktarım mekanizması içerisinde döviz kuru kanalının etkin işlediği sonucuna varmışlardır.

Büyükakın ve diğerleri (2009b), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1990:1-2007:9 döneminde faiz oranı kanalının Türkiye'deki işleyişini analiz etmişlerdir. Analizde gecelik faiz oranı, sanayi üretim endeksi, sabit sermaye yatırımları ve toptan eşya fiyat endeksi verilerini kullanmışlardır. Granger

Nedensellik testi sonuçlarından faiz oranında meydana gelen değişikliklerin yatırımları etkiledikten sonra sırasıyla fiyat düzeyini ve üretimi etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır. Todo-Yamamoto yaklaşımından ise faiz oranlarındaki değişikliğin yatırımları etkiledikten sonra üretimi etkilediğini tespit etmişlerdir.

Erdoğan ve Yıldırım (2009), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1995:1-2007:9 döneminde faiz oranı kanalının Türkiye'deki etkinliğini analiz etmişlerdir. Analizde dayanıklı tüketim malları, bankalararası gecelik faiz oranı, hazine iskontolu ihaleleri faiz oranı ve sabit sermaye oluşumu verilerini kullanmışlardır. Etki tepki analizleri sonucunda kısa vadeli faiz oranlarında görülecek bir değişikliğin 2. ayda uzun vadeli faiz oranlarını yükseltirken 3. ayda yatırım harcamalarını ile dayanıklı tüketim malları harcamalarını azaltacağı sonucuna ulaşmışlar ve faiz oranı kanalının etkin bir aktarım mekanizması olduğunu ifade etmişlerdir.

Erdoğan ve Beşballı (2009), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1996:6-2006:9 döneminde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analizde bankaların toplam mevduatları, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam menkul kıymet portföyleri, sanayi üretim endeksi, toptan eşya fiyat endeksi ve bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı verilerini kullanmışlardır. Etki tepki analizleri sonucunda Türkiye'de banka kredi kanalının kısmen çalıştığına ilişkin bulgulara ulaşmışlardır.

Örnek (2009), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1990-2006 döneminde üçer aylık verilerle Türkiye'de parasal aktarım mekanizmalarının ekonomi üzerindeki etkinliğini incelemiştir. Analizde reel gayri safi yurtiçi hasıla, bankalararası basit faiz oranının ağırlıklı ortalaması, reel efektif döviz kuru, İMKB ulusal 100 endeksi, tüketici fiyat endeksi ve mevduat bankaları toplam kredileri verilerini kullanmıştır. Etki tepki ve varyans ayrıştırma analizleri sonucunda aktarım kanallarının etkin çalışıp çalışmamasıyla ilgili şu sonuçlara ulaşmıştır. Reel üretim ve enflasyon üzerinde faiz oranlarının önemli etkiye sahip olduğunu ifade ederek faiz oranı kanalının etkin işlediğini açıklamıştır. Faiz oranlarının yükselmesi sonucunda reel üretimin belirli bir süre sonra artmaya devam etmesi ile kredilerin reel üretimi artırıcı bir rol üstlendiği, banka kredilerinin faiz oranlarından bağımsız hareket ettiği ve reel sektörün banka dışı kaynaklardan finansman sağladığı sonucuna ulaşarak banka kredi kanalının etkin çalışmadığını ifade etmiştir. Varlık fiyatlarına yönelik

yapılan analizlerde hisse senedi fiyatları kanalının da etkin çalışmadığı sonucuna ulaşmıştır. Son olarak para otoritesinin uyguladığı politikalarla döviz kurunu etkileyerek enflasyon üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşarak döviz kuru kanalının etkin bir şekilde işlediğine yönelik bulgular elde etmiştir. Faiz oranı kanalının para otoritelerinin ekonomiyi etkilemek için kullandığı en etkin aktarım mekanizması olduğunu ortaya koymuştur.

Cambazoğlu (2010), çalışmasında VAR modelini kullanılarak 1990:1-2008:11 dönemine ait aylık verilerle Türkiye’de banka kredi kanalının etkin çalışıp çalışmadığını analiz etmiştir. Analizde parasal taban, M2 para arzı, bankalararası gecelik ağırlıklı ortalama basit faiz oranı, TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru, mevduat bankaları toplam mevduatları, mevduat bankaları toplam özel sektör kredileri, mevduat bankaları toplam kredileri, gayri safi yurtiçi hasıla, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyat endeksi verilerini kullanmıştır. Yapılan analizde etki-tepki fonksiyonları sonucunda ilgili dönemde Türkiye’de banka kredi kanalının etkin çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Karaca (2010), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2002:1-2009:9 döneminde Türkiye’de para politikası kanallarının işleyişini incelemiştir. Analizde TCMB’nin bankalararası para piyasasındaki gecelik borçlanma faizi, TCMB dolar alış kuru, İMKB ulusal 100 endeksi, bankacılık sektörü toplam yurtiçi TL kredileri, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyatları endeksi verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda faiz oranı kanalı ile varlık fiyatları kanalının etkin bir şekilde çalıştığına fakat döviz kuru kanalı ile kredi kanalının çalışmadığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Özcan (2010), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1990-2008 dönemine ait üçer aylık verilerle Türkiye’deki para politikalarının ekonomiye aktarımında parasal aktarım kanallarının etkinliğini analiz etmiştir. Analizde M2 para arzı, sanayi üretim endeksi, reel döviz kuru, bankalararası gecelik ortalama faiz oranı ve tüketici fiyatları endeksi değişim oranı verilerini kullanmıştır. Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarından söz konusu dönemde geleneksel faiz oranı kanalının çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmıştır. Ayrıca döviz kurunun reel faaliyetler üzerinde etkili olmadığı ancak fiyatlar genel seviyesi üzerinde önemli etkileri olduğuna yönelik bulgular tespit etmiştir.

Utlu (2010), çalışmasında VAR modelini kullanarak 1990-2008 dönemine ait üçer aylık verilerle Türkiye’de kredi kanalının etkinliğini analiz etmiştir. Analizde toptan eşya fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, reel dolar döviz kuru, bankaların menkul kıymet stokları, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam mevduatları ve interbank gecelik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Etki tepki fonksiyonları ile varyans ayrıştırması analizleri sonucunda Türkiye’de söz konusu dönemde kredi kanalının kısmen işlediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Peker ve Canbazoglu (2011), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1990:1-2008:11 döneminde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki işleyişini incelemişlerdir. Analizde M2 para arzı, bankalararası gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranı, mevduat bankaları toplam mevduatları, mevduat bankaları toplam kredileri, sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi ve mevduat bankaları toplam menkul kıymet portföyleri verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda banka kredi kanalının etkinliğinin seçilen para politikası değişkenine bağlı olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Variçli (2011), çalışmasında Vektör Hata Düzeltme Modelini (VECM) kullanarak 1995-2009 dönemine ait aylık verilerle Türkiye’de banka kredi kanalının etkin çalıştığını analiz etmiştir. Analizde tüketici fiyat endeksi, imalat sanayi üretim endeksi, TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru, mevduat bankalarının aktifinde bulunan vadeye kadar elde tutulacak menkul kıymetler, mevduat bankalarının toplam yurtiçi kredi miktarı, mevduat bankaları toplam öz kaynak miktarı, mevduat bankaları toplam mevduat miktarı ve bankalararası para piyasası ortalama gecelik faiz oranı verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda Türkiye’de ilgili dönemde banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Yapraklı (2011), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2006:5-2011:5 döneminde döviz kuru kanalının Türkiye’deki etkinliğini incelemiştir. Bu analizde kısa dönem reel faiz oranı, reel efektif kur endeksi, tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) ve reel sanayi üretim endeksi verilerini kullanmıştır. Hata-düzeltilme-geliştirilmiş Granger Nedensellik testi sonuçlarından hem döviz kuru ile faiz arasında hem de döviz kuru ile enflasyon arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğuna yönelik bulgulara ulaşmıştır. Nedensellik testi sonuçlarına bağlı olarak oluşturulan hata düzeltme modellerinin tahmin sonuçlarından faiz oranlarının döviz kurunu olumsuz, enflasyonun ise döviz kurunu olumlu etkilediğini ve ayrıca döviz kurunun

enflasyonu negatif, faiz oranlarının ise enflasyonu pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Bu sonuçlardan döviz kuru kanalının söz konusu dönemde etkin bir şekilde işlediğine yönelik bulgular elde etmiştir.

Bedirhanoglu (2012), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2005:1-2011:4 döneminde Türkiye’de para politikası değişiklikleri ve hisse senetleri getirileri arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Granger Nedensellik testi ve STAR tipi doğrusal olmayan Granger Nedensellik testi sonuçlarından para politikasından hisse senedi getirilerine doğru doğrusal olmayan nedensellik ilişkisinin olduğunu tespit etmiştir.

Doğan (2012), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2000:1-2011:3 döneminde faiz oranı kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Analizde 90 gün vadeli Hazine bonosu faiz oranı ile kısa dönemli faiz oranı, gayri safi yurtiçi hasıla, tüketici fiyatları verilerini kullanmıştır. Etki tepki analizleri sonucunda faiz oranlarındaki bir artışın üretimi düşüreceğine yönelik teorik bilgileri doğrulayan bulgulara ulaşmış ve faiz oranı kanalının işlediğini göstermiştir.

Cambazoğlu ve Karaalp (2012), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 2003:1-2010:8 döneminde döviz kuru kanalının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analizde kısa vadeli faiz oranı, reel efektif döviz kuru, net ihracat hacmi, tüketici fiyat endeksi ve sanayi üretim endeksi verilerini kullanmışlardır. Genişletici bir para politikasına bağlı olarak değer kaybedecek olan döviz kurunun üretimi ve enflasyonu etkilemesi ile ekonomiyi etkileyeceği sonucuna ulaşılmışlar ve döviz kuru kanalın işlediğini ortaya koymuşlardır.

Çakır (2012), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2005:1-2011:5 döneminde kredi kanalının Türkiye’deki etkinliğini incelemiştir. Analizde toplam mevduatlar, menkul kıymet kredileri, krediler, döviz kuru, faiz oranları, sanayi üretim endeksi ve toptan eşya fiyat endeksi verilerini kullanmıştır. Analiz sonucunda kredi kanalının etkin işlemediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Çamoğlu ve Akıncı (2012), çalışmalarında Granger Nedensellik testi ve Johansen Eşbütünleşme analizi yöntemiyle 1999-2010 döneminde kredi piyasasının Türkiye’deki işleyişini analiz etmişlerdir. Analizde 17 sektöre ait nakdi kredi kullanımları ve toplam kredi hacmi verilerini kullanmışlardır. Granger Nedensellik testi sonuçlarından inşaat ve emlak sektörlerinde kullanılan kredi ile reel kredi hacmi

arasında iki yönlü bir ilişkinin olduğunu, diğer sektörlerde ise tek yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca Johansen Eşbütünleşme testi sonucunda Türkiye’de söz konusu dönemde değişkenler arasında istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlara ulaşmışlardır.

Filiz (2012), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2001:12-2008:5 döneminde Türkiye’deki faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları ve banka kredi kanalının etkinliğini analiz etmiştir. Analizde gecelik faiz oranı, kredi faiz oranı ile tahvil faiz oranı farkı, toplam krediler, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyat endeksi verilerini kullanmıştır. Analizde yapısal farklılık nedeniyle Chow testi uygulamış ve söz konusu dönemi 2001-2004 ve 2004-2008 olarak ikiye ayırarak incelemiştir. Analiz sonucunda faiz oranı kanalının ve kredi kanalının ikinci dönemde (2004-2008) etkin olarak çalıştığı bulgusuna, döviz kuru kanalının farklı dönemlerde farklı etkiler gösterdiğine ve etkisinin giderek azaldığı bulgusuna, varlık fiyatları kanalında hisse senedi fiyatları kanalının etkin olmadığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Taş ve diğerleri (2012), çalışmalarında VAR modelini kullanarak 1990:1-2010:4 döneminde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisi üzerinde işleyişine yönelik analiz yapmışlardır. Analizde toptan eşya fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, reel dolar döviz kuru, bankaların menkul kıymet stokları, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam mevduatları ve interbank gecelik faiz oranı verilerini kullanmışlardır. Analiz sonucunda söz konusu dönemde banka kredi kanalının etkin çalışması için gerekli koşulların sağlanamadığına yönelik bulgular elde etmişler ve banka kredi kanalının kısmen çalıştığını ifade etmişlerdir.

Altunöz (2013), çalışmasında VAR modeli kullanarak Toda-Yamamoto Nedensellik testi uygulamış ve 1986:1-2008:10 döneminde kredi kanalının Türkiye’deki işleyişini analiz etmiştir. Modelde bankacılık sektöründe tasfiye olacak kredilerin toplam kredilere oranını ve toplam kredilerin toplam aktifler içindeki payını veri olarak kullanmıştır. Analiz sonuçlarından asimetrik bilgi probleminin varlığının kredi kanalının işleyişini olumsuz etkilediğine yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Arabacı ve Baştürk (2013a), çalışmasında VAR analizi kullanarak 2001:5-2008: 5 döneminde faiz oranı kanalının Türkiye üzerindeki işleyişini incelemişlerdir. Analizde gecelik faiz oranı, devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı, sabit sermaye

oluşumu, yerleşik hane halklarının yurtiçi tüketimi, gayri safi yurtiçi hasıla ve tüketici fiyat endeksi verilerini kullanmışlardır. Ayrıca söz konusu dönemde yapısal kırılmaların olup olmadığına yönelik Chow testi uygulamışlardır. Bu testin sonuçlarından faiz oranı kanalının 2001-2004 dönemi ile 2004-2008 dönemlerinde farklı etkiler gösterdiğini tespit etmişlerdir. Faiz oranı kanalının 2004 sonrası dönemde mali baskının azaltılmasına bağlı olarak 2004 öncesi döneme göre daha etkin işlediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Arabacı ve Baştürk (2013b), çalışmalarında VAR modelini kullanarak IMF ile yapılan son iki Stand By anlaşmasının geçerli olduğu 2002:1-2008:5 döneminde Türkiye'deki döviz kuru kanalının işleyişini incelemişlerdir. Analizde gayri safi yurtiçi hasıla, tüketici fiyat endeksi, gecelik faiz oranı, reel efektif döviz kuru, ithalat fiyat endeksi ve dış ticaret hadleri verilerini kullanmışlardır. Söz konusu dönemde yapısal kırılmaların varlığına yönelik olarak Chow testi uygulamışlardır. Etki tepki analizi ile Chow testi sonuçlarından döviz kuru geçişkenliğinin ilgili dönemin tamamında sabit olmadığını dönemler arasında farklı düzeylerde geçişkenliğin yaşandığını ve 2006 yılı öncesi ile sonrası dönemlerde yapısal olarak farklılıkların ortaya çıktığını tespit etmişlerdir. Geçişkenliğin göreceli olarak daha yüksek olduğu 2006 dönemi öncesi mali baskınlığın yüksek olmasının döviz kuru paradoksuna neden olduğunu ve geçişkenliğin göreceli olarak azaldığı 2006 dönemi sonrasında ise mali baskınlığın azalması ile döviz kuru paradoksunun ortadan kalktığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Katı (2014), çalışmasında VAR modelini kullanarak 2003-2012 dönemine ait üçer aylık verilerle Türkiye'deki parasal aktarım kanallarının etkinliğini analiz etmiştir. Analizde gayri safi yurtiçi hasıla, TCMB gecelik faiz oranları, M1 para arzı, reel efektif döviz kuru, mevduat bankaları toplam krediler, tüketici fiyat endeksi, BIST endeksi, ihracat, bankacılık sektörü kredi hacmi ve yatırım harcamaları verilerini kullanmıştır. Etki tepki analizi ve varyans ayrıştırması analizleri sonucunda ilgili dönemde faiz oranı kanalının, varlık fiyatları kanalının, döviz kuru kanalının ve kredi kanalının etkin bir şekilde çalıştığını tespit etmiştir.

4. SONUÇ ve ÖNERİLER

4. 1. Sonuçlar

1990-2000 yılları Türkiye’de yapısal kırılmaların, krizlerin ve siyasi çalkantıların sürekli yaşandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde temel politika aracı olarak nominal döviz kuru kullanılırken merkez bankası nihai hedefini finansal istikrarı sağlama ve enflasyonun kontrol edilmesi şeklinde belirlemiştir. Ayrıca bu dönemde fiyatlama davranışları ve beklentiler üzerinde döviz kuru hareketleri etkili olmuş ve sabit döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulanmıştır.

2001 krizi sonrasında Türkiye ekonomisinde, ekonominin güçlendirilmesi, krizlere karşı kırılganlığının azaltılması ve şoklara karşı direncin artırılması amacıyla “Güçlü Ekonomiye Geçiş” olarak ifade edilen yeni bir parasal program uygulanmaya başlanmıştır. Bu program ile yapısal değişiklikler yapılmış, bankacılık ve kamu sektöründe yeni düzenlemeler yapılarak enflasyon ve ülke risk priminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri ortadan kaldırılmaya çalışılmış, serbest kur politikası ve enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmış, TCMB’nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş, TCMB araç bağımsızlığı fonksiyonunu kazanmış ve hesap verme sorumluluğunu üstlenmiş böylece politika uygulamalarında iletişim ve şeffaflığa önem vererek kamuoyunun güvenini kazanmıştır. TCMB 2002 yılından itibaren temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmış ve 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi rejimini 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. TCMB 2010 yılından itibaren fiyat istikrarını sağlama ve devam ettirme hedefiyle çalışmamak koşuluyla finansal sistemde de istikrarı sağlamaya çalışmıştır. Bu doğrultuda TCMB temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridoru ile zorunlu karşılık oranlarında kullanmaya başlamıştır.

Merkez bankaları uyguladığı para politikaları ile ekonomideki üretim, istihdam ve fiyat hareketleri gibi makro değişkenler üzerinde etkili olmaya çalışmaktadır. Uygulanan para politikasının bu makro değişkenler üzerinde ne derece

ve hangi yollarla etkili olduğunu gösteren süreç parasal aktarım mekanizmaları olarak tanımlanmaktadır.

Parasal aktarım mekanizmaları, uygulanan para politikası ile ekonomi arasında nasıl bir ilişkinin olduğunu ve bu ilişkinin yönünü ortaya çıkardığı için uzun zamandan beri hem teorik hem de ampirik çalışmalarda üzerinde durulan konuların başında gelmektedir. Literatüre baktığımızda beş farklı parasal aktarım mekanizması üzerinde durulduğu görülmektedir. Bu kanalları faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı şeklinde sıralayabiliriz. Para politikasının ekonomiyi etkilemesinde hangi parasal aktarım mekanizmasının etkin olduğu konusunda ekonomistler arasında kesin bir fikir birliği yoktur. Çünkü parasal aktarım mekanizması kanallarının etkin bir şekilde işleyişi ekonomilerin konjonktürüne, büyüklüklerine, dışa açıklıklarına göre zaman içerisinde değişebilmekte ve ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir.

Faiz oranı kanlının işleyişi şu şekildedir. Merkez bankasının genişletici bir para politikası uygulaması para arzını arttıracak ve reel faiz oranlarını düşürecektir. Faiz oranlarındaki bu düşüş sonucunda yatırımların maliyeti azalacak ve yatırımlar artacaktır. Yatırımlardaki artışa bağlı olarak toplam talep ve böylece üretim miktarı artacaktır. Türkiye ekonomisinde para ikamesinin yaşandığı dönemlerde TCMB'nin para arzı üzerindeki etkisi azalmış, fiyatlama ve üretim kararlarında döviz kuru etkili olmuş ve faiz oranı kanalının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi azalmıştır. 2001 yılı sonrasında ise enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya konulması, politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanılması ve bankacılık sektöründeki yapısal değişiklikler faiz oranı kanalının etkinliğini arttırmıştır.

Varlık fiyatları kanalının işleyişi şu şekildedir. Merkez bankasının genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda para arzı artacak ve artan para arzı karşısında ekonomik birimlerin ellerindeki para miktarı bollaşacaktır. Ekonomik birimler bu fazla parayı finansal piyasalarda değerlendirmek için hisse senedi satın almak isteyecektir. Hisse senedi talebinin artması sonucunda hisse senedi fiyatları artacaktır. Tobin'in q teorisine göre artan hisse senedi fiyatları sonucunda ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamaları artacak ve buna bağlı olarak da üretim miktarı artacaktır. Türkiye ekonomisi açısından değerlendirildiğinde gelişmiş ve derinleşmiş finansal piyasalara sahip olunmaması ve varlık fiyatları üzerinde birçok

değişkenin etkili olması gibi nedenlerden dolayı varlık fiyatları kanalı etkin bir şekilde çalışmamaktadır.

Döviz kuru kanalının işleyişi şu şekildedir. Merkez bankasının genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda para arzı artacak ve faiz oranları düşecektir. Artan para arzı ile piyasalarda TL bollaşırken, faiz oranlarında yaşanan düşüş nedeniyle ülkeye sermaye girişi azalacak ve yabancı para miktarı kısılaşacaktır. Bu durum TL'nin yabancı paralar karşısında değer kaybetmesine neden olacak ve döviz kuru yükselecektir. Yükselen döviz kuru sonrasında yurtiçinde üretilen malların fiyatı ithal edilen malların fiyatına göre daha ucuz hale gelecektir. Yurtiçinde üretilen malların fiyatının ucuzlaması sonucunda ihracat satışlarımızdaki artışla gelirlerimizde artacaktır. İthal edilen malların fiyatının yüksek olması ithalatımızı azaltacak ve böylelikle ithalat giderlerimizde azalacaktır. Bu durum net ihracattaki artışa bağlı olarak üretim artışı sağlayacaktır. Türkiye ekonomisinde 2001 yılı öncesinde hükümetin gelir ve giderleri arasındaki dengesizlik, bankacılık ve finans sektörünün etkin işlemeyişi ile finansal kırılganlıklar döviz kuru hareketleri ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde istikrar programlarında sabit döviz kuru rejimi benimsendiği için fiyatlama ve üretim kararları ile enflasyon öngörülerinde sabit döviz kuru rejimi etkili olmaktadır. Sabit döviz kuru rejiminde geçişkenlik derecesi ve hızının yüksek olması ekonomik birimlerin davranışlarını ve dolayısıyla ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemiştir. 2001 yılı sonrasında uygulanmaya konulan yeni programla birlikte serbest kur rejimi benimsenmiş ve ekonomik birimler karar alırken döviz kurlarını daha az dikkate almıştır. Ayrıca sabit kur rejiminde kurlardan fiyatlara geçiş etkisinin derecesi ve hızı azalmıştır.

Kredi kanalının işleyişi şu şekildedir. Merkez bankasının genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda para arzı artacak buna bağlı olarak bankaların mevduatları ile rezervleri artacak ve bankaların kredi arzı artacaktır. Bankaların kredi hacminin artması tüketim ve yatırım yapmak isteyen ekonomik birimlerin fon ihtiyaçlarını daha kolay temin etmelerini sağlayacaktır. Böylece tüketim ve yatırım harcamalarının artması üretimi arttıracaktır. 2001 krizi öncesinde bankacılık sektörü yüksek bütçe açıkları ile reel faiz oranları nedeniyle kredi arzı azaltmakta ve küçük ve orta ölçekli firmalara makul düzeylerde uzun vadeli kredi vermemekteydi. Bu dönemde banka kaynakları çoğunlukla hükümetin harcamaları için kullanılıyordu. 2001 yılı sonrasında yaşanan gelişmelere bağlı olarak bankalar hükümet

harcamalarını finanse eden kurumlar olma özeliğinden uzaklaşarak ekonomik birimlerin harcama ve yatırımları için gerekli olan fonu verme faaliyetlerine başlamışlardır. Ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarının artması ekonomik faaliyetleri etkilemiştir. Böylece kredi kanalı etkin işlemeye başlamıştır.

Beklenti kanalı ise ekonomik birimlerin geçmiş dönemlerdeki tecrübelerden ve para otoritelerinin uygulamalarından faydalanarak gelecekte ekonomik faaliyetlerin nasıl şekil alacağına ve etkilerini ne şekilde göstereceğine yönelik öngörülerde bulunmaları ile işlemektedir. Türkiye ekonomisinde 2001 yılı öncesinde mali baskınlık ve para ikamesi olgularının varlığı, yüksek seyreden enflasyon, üretim ve fiyatlama kararlarında sabit döviz kurunun önemli faktör olması ve döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olması ekonomik birimlerin beklentilerini olumsuz etkilemiştir. 2001 yılından sonra ise yapısal değişikliklerle birlikte enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlanmasıyla mali baskınlık ve para ikamesinin etkisi azalmış, sabit döviz kuru rejimi uygulanmaya başlanmış ve kurlardan fiyatlara geçiş etkisi azalmıştır. Ayrıca TCMB’de yapılan değişiklikler sonucunda ekonomik birimlerin güveni kazanılmıştır. Bu yaşanan gelişmeler sonucunda da beklentiler kanalının ve para politikasının etkinliği artmıştır.

Parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi üzerinde resmi müdahaleler, ekonomideki fiyatlama mekanizması, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerin vade yapısı, bankacılık sisteminin finansal durumu, sermaye hareketleri, finansman kaynakları ile hanehalkı ve firmaların finansal yapıları şeklinde ifade edilen faktörler etkili olmaktadır.

Resmi otoriteler finansal piyasalarda istikrarı, fiyat istikrarını, yüksek istihdamı sağlamayı amaçlamaktadırlar. Bu amaçlarına ulaşmak içinde finansal piyasalara ilişkin doğrudan müdahaleler, faiz oranı kontrolleri, banka kredi limitleri, belli bölgelere sağlanan kredi olanakları gibi başlıca resmi müdahalelerde bulunmaktadır. Resmi otoriteler piyasanın işleyişine göre almış oldukları tedbir ve kararlarla parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini etkilemektedirler.

Piyasada meydana gelen değişiklik karşısında fiyatların hemen tepki vermemesi fiyat katılıklarına neden olmaktadır. Fiyatların katı olması parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini etkilemektedir.

Faiz oranı geçişkenliğinde bankaların aracı kurum olma özelliklerinin yanında gelişmiş para ve sermaye piyasalarının varlığı, finansal araçların çeşitliliği ve fon kaynaklarının fazla olması gibi faktörler önem arz etmektedir. Politika faiz oranlarında değişikliğin banka faiz oranlarına geçiş etkisi yani banka faiz oranlarının politika faiz oranlarına olan duyarlılık derecesi parasal aktarım mekanizmaları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu duyarlılık derecesinin belirlenmesinde finansal sistemin yapısı rol oynarken finansal sistemin yapısında finansal piyasaların derinliği ve gelişmişliği, alternatif finansman kaynaklarının varlığı, bankacılık sektöründeki rekabet, hukuk sisteminin etkinliği, finansal sözleşmelerin vade yapısı, asimetrik bilgi maliyetlerinin yüksekliği ile düzenleme ve geçiş maliyetleri gibi faktörler etkilemektedir.

Para politikası değişikliklerinin ekonomik birimlerin harcama kararları üzerindeki etkisi finansal sözleşmelerin vade yapısı ile ilişkilidir. Kısa vadeli olan finansal sözleşmeler mevduat ve kredi faiz oranlarının yenilenme sıklığını arttırmakta ve bankalar değişen piyasa faiz oranlarını banka kredi ve mevduat faiz oranlarına hızlı bir şekilde uygulamaktadır. Finansal sözleşmelerin kısa vadeli olması para politikası uygulamalarının ekonomi üzerindeki etkilerinin hızla yayılmasına yardımcı olmaktadır.

Bankalar, ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını faaliyete geçirmeleri için gerekli fonun temin edildiği önemli finansal aracı kurumlardır. Birçok ekonomik faaliyetin gerçekleşmesi için finansman kaynağı görevi gören bankalar, ekonomik faaliyetlerin gerçekleştirilmesini etkileyerek ülke ekonominin gelişmesine önemli bir katkı sağlamaktadırlar. Bankaların finansman yapıları ekonomik faaliyetleri etkileme gücünü belirlemektedir. Bankaların finansman yapıları üzerinde de bankaların büyüklüğü, dış finansman kaynakları, bilançoları, karlılıkları, likidite durumları, sermaye yeterlilik oranları ve müşteri ilişkileri gibi faktörler etkili olmaktadır. Güçlü finansman yapısına sahip olan bankalar kredi kanalının işleyişini olumlu etkilemektedirler.

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde ekonomik birimler harcama kararı alırken sadece yurtiçi finansal kaynaklara bağımlı kalmamakta dış kaynaklardan da yararlanabilmektedirler. Bu durum daraltıcı para politikası uygulamalarının olduğu dönemlerde bankaların kredi arzlarını azaltarak ekonomik faaliyetlerin azalmasını önlemektedir. Ayrıca sermaye hareketlerinin serbest olması

ile finansal piyasalarda görülen entegrasyon işlemlerindeki artış piyasalardaki rekabetin yükselmesini sağlayarak parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini arttırmaktadır.

Finansman kaynakları ekonomik faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için gerekli fonun temin edilmesinde önemli faktördür. Finansal aracılık faaliyetlerinin etkin olmadığı ekonomilerde ekonomik birimler finansman ihtiyaçlarını daha çok bireysel tasarruflardan ve dağıtılmayan kurum karlarından sağlamaktadırlar. Böyle bir durumda da para politikasının harcamalar üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır. İç kaynakların dış kaynaklardan fazla olduğu ekonomilerde tüketim ve yatırım harcamaları faiz oranlarındaki değişikliklerden daha az etkilenmekte yani faiz oranlarının geçişkenliği kısıtlı olmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde ise finansal aracılık faaliyetlerinin hız kazanması ile ekonomik birimler fon ihtiyaçlarını banka kredileri ve alternatif fon kaynaklarından tedarik etmekte ve toplam talebin para politikası değişikliklerine olan duyarlılığı artmaktadır.

Varlık portföylerinin çeşitlendiği gelişmiş finansal piyasalarda ekonomik birimlerin para politikası değişikliklerine duyarlılık derecesi daha yüksektir. Firmaların faaliyet gösterdikleri sektörlerle göre yapacakları harcamalar üzerinde para politikası uygulamalarının etkisi fazla olabilmektedir. Bilançoları zayıf olan hanehalkı ve firmaların para politikası uygulamalarına karşı duyarlılık dereceleri yüksek iken bilançosu güçlü olan hanehalkı ve firmaların ise para politikası uygulamalarına karşı duyarlılık derecesi düşüktür.

4. 2. Öneriler

TCMB, uyguladıkları politikalarla faiz oranı kanalı üzerinden ekonomi üzerinde etkili olabilmektedir. Faiz oranı kanalının etkin bir şekilde işlemesi için TCMB'nin ekonomiyi iyi bir şekilde analiz etmesi, ekonomide var olan yapısal sorunların çözümüne odaklı doğru politikalar uygulaması gerekmektedir. Ayrıca faiz oranı kanalının etkin işlemesi için gelişmiş bir finansal sistem yapısına ihtiyaç vardır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ekonomilerde hedeflerden sapmaları önlemek için faiz oranlarında sık sık değişiklik yapılması varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların artmasına neden olmaktadır. Bu da finansal sorunların yaşanmasına ve ekonominin daralmasına zemin hazırlayabilmektedir. Hisse senedi fiyatları,

finansal küreselleşme ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak iktisadi ve siyasi konjonktüre karşı daha duyarlı hale gelmiştir. Bu durum varlık fiyatları kanalının etkin bir şekilde işlemlerini engellemektedir. Varlık fiyatları kanalının etkin bir şekilde işlemesi için varlık portföyleri ile hisse senedi piyasası genişletilmeli, ekonomik birimlerin tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmeleri teşvik edilmeli, hisse senedi piyasasının finansal piyasalarda çekiciliği arttırılmalı ve özel sektörün sermaye piyasalarından dışlanması önlenmelidir.

Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları döviz kuru kanalının işleyişini olumsuz etkileyebilmektedir. Döviz kuru kanalının işlemesi için üretimde ithal mallarına olan bağımlılığın azaltılması gerekmektedir. Ekonomik birimler ithal edilecek, uluslararası piyasalarda rekabet edebilecek malların üretildiği alanlarda yatırım yapmaya teşvik edilmeli ve yatırımcıya gerekli imkanlar sağlanmalıdır. Bunun için de AR-GE ve teknopark gibi çalışmalar desteklenmelidir.

Ekonomik birimler tüketim ve yatırım harcamalarını temin etmek için fon ihtiyacı duymaktadırlar. Bankalar, ekonomik birimlerin fon ihtiyacını temin eden önemli finansal kuruluşlardır. Bankaların ekonomik birimlerin fonlarını karşılamak için verecekleri kredi miktarı üzerinde merkez bankalarının uygulamış olduğu politikaların çok büyük bir payı vardır. Bankalar, merkez bankalarının politikalarına göre hareket etmektedirler. Bu nedenle merkez bankaları doğru politikalar uygulamalıdır. Kredi kanalının etkin bir şekilde işlemesi için bankalar daraltıcı para politikasının uygulandığı dönemlerde kredi arzını azaltmamak için aktiflerindeki menkul kıymet ihracı yoluna gitmemelidirler yani merkez bankaları uyguladığı politikalarla bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir. Ayrıca firmalar banka kredilerine bağımlı olmalı yani banka kredi arzında bir daralma olduğunda menkul kıymet satarak yatırım yapmamalıdır. Bankacılık sektöründe oligopolistik bir fiyatlama sisteminin oluşmaması için rekabet ortamı geliştirilmelidir. Bankacılık sisteminin finansal durumu parasal aktarım için önemli faktör olduğu için para otoriteleri bankacılık sisteminin finansal durumunu etkileyecek makroekonomik gelişmelerin bankacılık sektörüne olan etkilerini bilmesi ve gerekli önlemleri alması gerekmektedir.

Ekonomik birimlerin geleceğe yönelik beklentilerini oluşturabilmesi için para otoritelerinin ekonomik faaliyetleri etkileyen değişkenlerle ilgili öngörülerini

kamuoyuna bildirmelidir. Beklenti kanalının işleyebilmesi için para otoritelerinin doğru politikalar uygulaması, uyguladığı politikaları ve hedeflerini kamuoyuna iletmesi, kamuoyunun güvenini kazanması gerekmektedir.

Parasal aktarım mekanizmalarının etkin bir şekilde işlemesi için resmi otoriteler ekonomik faaliyetleri yavaşlatacak müdahaleler yapmamalıdır. Fiyat katılıklarının nedenleri araştırılmalı çözüm yolları bulunmalıdır. Bankalar finansal aracılık faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yerine getirmelidir. Para, sermaye ve finansal piyasaların geliştirilmesi ve derinleştirilmesi gerekmektedir. Finansal enstrümanların çeşitliliği artırılmalıdır. Makroekonomik gelişmelerin bankacılık sektörünü olumsuz etkilemesi önlenmelidir. Bankaların vermiş olduğu mevduat faiz oranı ile kredilere konulan faiz oranı arasındaki marjın bankacılık sistemini dolayısıyla ekonomik yapının işleyişini olumsuz etkilemeyecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Agha, A. I., Ahmed, N., Mubarik, Y. A., and Shah, H. (2005). Transmission Mechanism of Monetary Policy in Pakistan. *State Bank of Pakistan Research Bulletin*, 1, (1), 1-23.
- Akay, H., ve Nargeleçekenler, M. (2009). Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (2), 129-152.
- Akbaş, H. (2007). *Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Akçay, M. A. (1997). *Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*. Uzmanlık Tezi, T.C. Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.
- Akçay, M. A. (1998). Para Politikası Araçları. *Sayıştay Dergisi*, 28, 32-47.
- Akdiş, M. (2001). *Para Teorisi ve Politikası*. (1. Basım). İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 489-490.
- Akkılıç, S. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de Döviz Kuru Kanalı*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akkan, N., ve Nargeleçekenler, M. (2008). Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39, 109-132.
- Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli, M. ve Orak, O. (2008). Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi. *TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, 8 (11), 1-16.
- Alacahan, N. D. (2012). Türkiye Ekonomisinde İş Çevrimleri Kuramı (1998-2011): Hodrick-Prescott Filtresi. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 10 (20), 7-28.
- Albeni, M., ve Demir, Y. (2005). Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı). *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, 14. 1-18.
- Alexander, W. E., Balino, T. J. T., and Enoch, C. (1996). Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy. *Finance & Development*, March, 14-17. Web:<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/alexande.pdf> adresinden 05.07.2015’te alınmıştır.

- Allen, W. A. (2004). Implementing Monetary Policy. *Handbooks in Central Banking Lecture Series*, 4, 1-48.
- Altunöz, U. (2010) Parasal Aktarım Mekanizmaları. *Bankacılar Dergisi*, 73, 1-89.
- Altunöz, U. (2013). Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Ampirik Bir Çalışma: Kredi Tayinlaması. *Akademik Bakış Dergisi*, 37, 1-20.
- Apak, S., ve Uçak, A. (2007). Ekonomik Büyümenin Anlamlılığı ve Gelişmişlik: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 34, 57-65.
- Arabacı, Ö., ve Baştürk, M. F. (2013a). Faiz Oranı Kanalının 2001-2008 Döneminde Türkiye’de Etkinliğinin Değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13 (2). 15-33.
- Arabacı, Ö., ve Baştürk M. F. (2013b). Türkiye’de Döviz Kuru Kanalı: 2002-2008 Dönemi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9 (18), 111-132.
- Arıcan, E., ve Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 1 (1), 1-50.
- Artar, O. (2010). *İktisadım Evrimsel Gelişiminde Parasal Yaklaşımlar ve Ekonometrik Bir Analiz*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aslan, B. O. (2008). *Finansal Gelişme ve Yeniliklerin Para Politikası Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Aslan, H. (2009). *Para Teorisi ve Politikası*. (1. Basım). Bursa: Alfa Aktüel.
- Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 23 (2), 75-89.
- Atay, M. (2010). *1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikasının Konjonktür Hareketleri Üzerine Etkisi: Teori ve Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Awad, T. and Alsowaidi, S. (2005). Effectiveness of Monetary and Fiscal Policies: The Case of Qatar. Web: <http://qspace.qu.edu.qa/handle/10576/8103> adresinden 10.08.2016’da alınmıştır.
- Aydöner, A. (2008). *Türkiye’de 2000-2006 Döneminde Uygulanan Para Politikalarının TCMB Analitik Bilançosu Yardımıyla İrdelenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Aygün, A. (2011). *Para Politikalarının Likidite ve Gelir Etkisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Aykut E, (2003). Türkiye’de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi 1990-2002 Dönemi Uygulaması. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8, 1-13.
- Bain, K., and Howells, P. (2009). *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*. (2nd Edition). New York: Palgrave Macmillan.
- Bakan, S. (2009). 1980'den Günümüze Türkiye'de Uygulanan Neo-Liberal İktisat Politikaları. *T.C. Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (DÜSBED)*, 1 (2), 116-125.
- Ball, L., Mankiw, N. G., and Romer, D. (1988). The New Keynesian Economics and the Output- Inflation Trade-off. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-82.
- Barışık, S., ve Çetintaş, H. (2008). Para Politikası Araçlarının Etkinliği Perspektifinden Türkiye’de Zorunlu Karşılıkların GSYİH ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: 1987-2004 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analiz. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 16, 116-138.
- Bedirhanoglu, A. (2012). *Para Politikasında Öngörülmedik Değişikliklerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Teori ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Berk, J. M. (1998). Monetary Transmission: What do we Know and How Can we Use it?. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 205, 145-170.
- Bernanke, B. S. and Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspective*, 9 (4), 27-48.
- Bicil, İ. M. (2009). *Parasal Aktarma Mekanizmasında Kredi Kanalı: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.
- Bilan, O., and Kryshko, M. (2008). Does Monetary Policy Transmission in Ukraine Go Through The Interest Rates?. *EERC Working Paper Series*, 30, 1-37.
- Bilir, B. (2006). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Boivin, J., Kiley, M. T., and Mishkin, F. S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time. *NBER Working Paper*, 15879, 1-88.

- Boughrara, A. (2009). Monetary Transmission Mechanism in Morocco and Tunisia. *Economic Research Forum (ERF)*, 460, 1-29.
- Bozkurt, C. (2006). *Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye için Uygun Politika Seçimleri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Bozoklu, Ş. (2005). *Banka Kredisi Aktarım Mekanizması: VAR Yaklaşımı*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Budak, A., ve Fıkırkoca, E. (2011). Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası. *TSPAKB*, 53, 1-18.
- Butzen, P., Fuss, C., and Vermeulen, P. (2001). The Interest Rate and Credit Channels in Belgium: An Investigation with Micro-Level Firm Data. *ECB Working Paper*, 107, 1-53.
- Büyükakın, T. (2007). Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi? *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13, 22-36.
- Büyükakın T., Bozkurt H., ve Cengiz, V. (2009a). Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye’de Döviz Kuru Kanalinin VAR Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24 (1), 171-198.
- Büyükakın T., Bozkurt H., ve Cengiz, V. (2009b). Türkiye’de Parasal Aktarımın Faiz Kanalinin Granger Nedensellik ve Toda-Yamamoto Yöntemleri ile Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33, 101-118.
- Cambazoğlu, B. (2010). *Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Cambazoğlu, B., ve Karaalp H. S. (2012). Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi*, 19 (2), 53-66.
- Cengiz, V. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalinin Etkinliği Üzerine Bir Analiz: Türkiye Örneği (1990-2006)*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Cengiz, V. (2008). Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma. *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 22 (1), 115-127.
- Cengiz, V. (2009). Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi ve Ampirik Bulgular. *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, 33, 225-247.
- Cengiz, V., ve Duman, M. (2008). Türkiye’de Banka Kredi Kanalinin Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006). *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26 (2), 81-104.

- Ceylan, E. (2010). *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye’de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Charoenseang, J., and Manakit, P. (2007), Thai Monetary Policy Transmission in an Inflation Targeting Era, *Journal of Asian Economics*, 18, 144-157.
- Chmielewski, T. (2003). Interest Rate Pass-Through in the Polish Banking Sector and Bank-Specific Financial Disturbances. Web: <https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/chmielewski.pdf> adresinden 10.08.2016’da alınmıştır.
- Cunningham, S. R. (2008). Quantity Theory II. *University of Connecticut*, 309, 1-14. Web: <http://web.uconn.edu/cunningham/econ309/quantitytheory.ppt> adresinden 13.08.2015’te alınmıştır.
- Çağlav, E. D. (2014). *Para Politikası Araçlarının Etkinliği Çerçevesinde Türkiye’deki Para Politikası Uygulamaları 1990-2012*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Çakmaklı, S. (2005). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Çakır, Z. (2012). *Türkiye’de Kredi Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilecik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bilecik.
- Çamoğlu, S. M., ve Akıncı, M. (2012). Türkiye’de Sektörel Banka Kredilerinin Gelişimi: Bir Zaman Serisi Analizi. *Yönetim ve Ekonomi*, 19 (1), 193-210.
- Çavuşoğlu, A. T., (2002). Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation. *ERC Working Paper*, 2 (3), 1-30.
- Çavuşoğlu, F. (2010). *Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik Türkiye Örneği*. Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Çiçek, M. (2011). Paranın Miktar Teorisi ve Türkiye’de Geçerliliği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16 (3), 87-115.
- Çiçek, H., Gözegir, S., ve Çevik, E. (2010). Bir Maliye Politikası Aracı Olarak Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği (1990-2009). *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11 (1), 141-156.
- Çoban, O., ve Şahin, S. (2011). Türkiye’de Para Politikalarının Bankaların Karlılıkları Üzerine Etkisi. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16 (22), 335-350.

- Davidson, P. (1991). Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? A Post Keynesian Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1), 129-143.
- Davis, P. (2010). New International Evidence on Asset-Price Effects on Investment, and a Survey for Consumption. *OECD Journal: Economic Studies*, 1-49.
- De Bondt, G. (1997). Monetary Transmission in Six Eu-Countries: an Introduction and Overwiev. *Netherlands Central Bank Research Memorandum WO&E*, 527/9742, 1-30.
- De Bondt, G., Mojon, B. and Valla, N. (2005). Term Structure and The Sluggishness of Retail Bank Interest Rates in Euro Area Countries. *Working Paper Series*, 518, 1-46.
- Demir, Y. (2001). Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 6 (2), 109-130.
- Demirhan, E. (2002). *Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Demirhan, İ. (2007). *Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Dikmen, N. (2006). Nominal GSUH ve Politika Tercihi: St. Louis Model Uygulaması. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20 (2), 87-105.
- Dileyici, D. (2001). Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı. *Kamu Tercihi ve Anayasal İktisat Dergisi*, 2, 27-47.
- Dinler, Z. (2006). *İktisada Giriş*. (12. Basım). Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları.
- Disyatat, P., and Vongsinsirikul, P. (2003), Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand. *Journal of Asian Economics*, 14, 389-418.
- Doğan, B. (2012). Geleneksel Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 33, 211-220.
- Doğru, B. (2012). *Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Düzgün, R. (2010). Türkiye Ekonomisinde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3 (11), 230-237.
- Edwards, S. (1998). Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion. *NBER Working Papers*, 6756, 1-23.

- Egert, B. and MacDonald, R. (2009). Monetary Transmission Mechanism In Central And Eastern Europe: Surveying The Surveyable. *Journal of Economic Surveys*, 23 (2), 277–327.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2007). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*. (11. Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Ekonomi Ansiklopedisi (3. Cilt). (1984). *Para politikası*. İstanbul: Paymaş Yayınları.
- Ekren, N. (2002). Ödemeler Bilançosunu Yapılandırma Politikaları. *Activeline*. Web:<https://uzerm.files.wordpress.com/2010/12/c3b6demeler-bilancosunu-yapc4b1landc4b1rma-politikalarc4b1.pdf> adresinden 20.03.2015'te alınmıştır.
- Eraslan, C. (2003). *Para Politikasının Etkililiğine İlişkin Tartışmalar Bağlamında Alternatif Stratejilerin Karşılaştırılması*. Yayınlanmamış Yüksek lisans tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Erçel, G. (1996). Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 11 (29), 28-29.
- Erdemil, C. (2006). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Erdoğan, S., ve Beşballı, S. G. (2009). Türkiye’de Banka Kredileri Kanalinin İşleyişi Üzerine Ampirik Bir Analiz. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11 (1), 28-41.
- Erdoğan, S., ve Yıldırım, D. Ç. (2008). Türkiye’de Döviz Kuru Kanalinin İşleyişi: VAR Modeli ile Bir Analiz. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39, 95-108.
- Erdoğan, S., Yıldırım, D. Ç. (2009). Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4 (2), 57-72.
- Ertek, T. (2010). *Makro Ekonomiye Giriş*. (3. Basım). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Ertuğ, D. (2007). *Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor Kuralı: Eşbütünleşme Yaklaşımı*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Eser, H. B., Memişoğlu, D., ve Özdamar, G. (2011). Sosyal Siyasetin Üretilmesi Sürecinde Refah Devletinden Neo-Liberal Devlete Geçiş: Devletin Kamu Hizmeti Sunma İşlevinin Değişimi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16 (2), 201-217.
- Estrella, A. and Mishkin, F. S. (1995). The Term Structure of Interest Rates and its Role IN Monetary Policy fort he European Central Bank. *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, No: 9526, 1-41.
- European Central Bank (ECB). (2000). Monetary Policy Transmission in the Euro-Area. *Monthly Bulletin*, July, 43-58. Web:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mbjul2000_article07.pdf adresinden 10.08.2015'te alınmıştır.

European Central Bank (ECB). (2004). *The Monetary Policy of The ECB*. Web: <http://www.ecb.int> adresinden 12.03.2015'te alınmıştır.

European Central Bank (ECB). (2011). *The Monetary Policy of the ECB*. Web: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> adresinden 20.08.2015'te alınmıştır.

Filiz, M. (2012). *Türkiye'de Parasal Geçiş Mekanizmalarının Etkinliği Üzerine Teorik ve Ampirik Bir İnceleme*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

Fontana, G., and Gerrard, B. (2004). A Post Keynesian Theory of Decision Making Under Uncertainty. *Journal of Economic Psychology*, 25, 619-637.

Fried, J. and Howitt, P. (1980). Credit Rationing and Implicit Contract Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 12 (3), 471-487

Friedman, M. (1970). A Theoretical Framework For Monetary Analysis. *Journal of Political Economy*, 78 (2), 193-238.

Friedman, M. (1988). Money and the Stock Market. *Journal of Political Economy*, 96 (2), 221-245.

Gadirli, J. (2009). *Finansal İstikrarın Sağlanmasında Merkez Bankalarının Rolü: Azerbaycan Merkez Bankası*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Gambacorta, L. (2008). How do banks set interest rates? *European Economic Review*, 52, 792-819

Gaygılı, A. K. (2007). *Finansal Açıklığın Para Politikalarının Etkinliği Üzerine Yansımaları: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Goodfriend, M., and King, R. (1997), The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics*, 12, 231-296.

Göklemez, B. (2011). *Para Politikası Aktarım Mekanizması ve Türkiye'deki Etkinliği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Göktaş, D. (2010). *Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında Parasal Aktarım Mekanizması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Gray, S. (2011). Central Bank Balances and Reserve Requirements. *IMF Working Paper*. 11 (36), 1-55.

- Greenwald, B., and Stiglitz, J. (1993). New and Old Keynesians. *Journal of Economic Perspectives*, 7 (1), 23-44.
- Gül, Y. K. (2006). *Türkiye’de 1980 Sonrası Uygulanan Para Politikaları ve Sonuçları*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Gündüz, L. (2001). Monetary Transmission Mechanism and Bank Lending in Turkey. *ISE Review*, 5 (18), 1-72.
- Güneş, H. (1990). Türkiye’de Para Arzını Artıran Nedenler. *İstanbul Ticaret Odası*, 8, 1-57.
- Güney, S., ve Alacahan, N. D. (2012). Parasal Aktarım Mekanizmaları ve Türkiye Değerlendirmesi. *Akademik Bakış Dergisi*, 33, 1-13.
- Güngör, K. (1998). İktisadın Tarihine Kısa Bir Bakış ve Merkantilizmden Günümüze
İktisadi Düşünceler Web:
http://www2.aku.edu.tr/~kgungor/kamil_gungor.pdf adresinden
08.07.2015’te alınmıştır.
- Güngör, M. (2009). *Türkiye’de Uygulanan Para Politikasının Sermaye Piyasası Karlılığına Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gür, E. T. (2003). *Kredi Kanalıının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Gürsoy, A. (2013). *1990-2000 ve 2001-2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hatipoğlu, F. (2007). *Döviz Kuru Aktarma Kanalı ve Para Politikası: Türkiye 1990-2006*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Hein, S. E. and Stewart, J. D. (2002). Reserve Requirements: A Modern Perspective. *Economic Review*, 87 (4), 41-52.
- Higgins, M., and Osler, C. (1997). Asset Market Hangovers and Economic Growth: The OECD During 1984-1993. *Oxford Review of Economic Policy*, 13 (3), 110-134.
- Hopkins, E., Lindé, J. and Söderström, U. (2009). The monetary transmission mechanism. *Economic Review*, 2, 31-50.
- Horvarth, B., and Maino, R. (2006). Monetary Transmission Mechanism in Belarus. *IMF Working Paper Series*, WP/06/246, 1-22.
- Horváth, C., Krekó, J. and Naszódi, A. (2004). Interest rate pass-through: the case of Hungary. *Magyar Nemzeti Bank*, 1-40.

- Hubbard, G. R. (1995). Is There a “Credit Channel” for Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 77 (3), 63-77.
- Humphrey, T. M. (1997). Fisher Andwicksell on the Quantity Theory. *Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Quarterly*, 83 (4), 71-90.
- Ireland, P. N. (2005). The Monetary Transmission Mechanism. *Federal Reserve Bank of Boston Working Papers*, 6 (1), 1-13.
- İssı, S. S. (2009). *Para Politikasında Merkez Bankasının Etkinliği, Bağımsızlığı ve Kredibilitesi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Iwata, S., and Wu, S. (2006). Estimating Monetary Policy Effects when Interest Rates are Close to Zero. *Journal of Monetary Economics*, 53, 1395-1408.
- İnal, D. G. (2006). *Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İnan E. A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye. *Bankacılar Dergisi*, 39, 1-19.
- İslatince, H. (2002). Rasyonel Beklentiler Teorisinin Rasyonelliği Tartışmaları. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3 (1), 17-23.
- İslatince, H. (2007). İktisatta Denge ve Dengesizlik Kavramlarına Yönelik Kurumsal Tartışmalar. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19, 205-216.
- Jain, C. L., and Tomic, I. M. (1995). *Essential of Monetary and Fiscal Economics*, New York: Graceway Publishing Company. Web: <https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=8Z1lLhyOMawC&oi=fnd&pg=PR13&dq=Essential+of+Monetary+and+Fiscal+Economics&ots=O66Z4gNhpE&sig=F7UV0mqxooYAKrMQNKWnd3eZo#v=onepage&q=Essential%20of%20Monetary%20and%20Fiscal%20Economics&f=false> adresinden 14.08.2015’te alınmıştır.
- Jayarman, T. K., and Choong, C-K. (2008). Monetary Transmission Mechanism in Fiji: An Empirical Analysis of The Quarterly Model. *International Journal of Business and Management*, 3 (11), 11-26.
- Kamin, S., Turner, P., and Van’t, J. (1998). The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies. *Bank of International Settlements, Policy Papers*, 3, 5-64.
- Kapız, S. (2010). *Para Politikasının Yürütülmesinde Sinyal Kalitesi ve İletişim*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *TCMB Çalışma Tebliği*, 12/17, 1-25.

- Kara, H. ve Ögünç, F. (2005). Exchange Rate Pass-Through in Turkey: It is Slow, but is it Really Low? *Research Department Working Paper*, No: 05/10, 1-17.
- Kara, H., Ögünç, F., Özlale, Ü. ve Sarıkaya, Ç. (2007). Estimating the Output Gap in a Changing Economy. *Southern Economic Journal*, 74 (1), 269-289.
- Karaca, O. (2010). *Para Politikası Aktarım Mekanizması ve 2001 Krizi Sonrası Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Karadaş, E., Mutluer, D., Özer, Y. ve Aysoy, C. (2006). Türkiye’de İmalat Sanayindeki Firmaların Fiyatlama Davranışı. *TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, No:06/02, 1-89.
- Karahan, Ö. (2006). Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 13 (2), 151-163.
- Karahan, H. (2015). Faizden Talebe Giden Yol: Parasal Aktarım Mekanizması. *Seta Perspektif*, 100, 1-6.
- Kasapoğlu, Ö. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye için Uygulama*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Katı, E. (2014). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi ve Türkiye Örneği: VAR Modeli Çerçevesinde Ampirik Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırklareli.
- Kaya, Y. (2002). Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri 1997-2000. *BDDK Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporları*, 2002/1, 1-16.
- Kesriyeli, M. (1997). 1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü*, 97 (4), 1-34.
- Keyder, N., ve Ertunga, E. İ. (2012). (12. Basım) *Para Teori-Politika-Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. (1st Edition). Australia: Col Choat.
- Koçyiğit, D. (2009). *Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Korkmaz, M., Güney, S., ve Alacahan N. D. (2012). Türk Devlet Bütçe Giderlerinin Bir Uygulama ile İncelenmesi. *Uluslararası Hakemli Beşeri ve Akademik Bilimler Dergisi*, 1 (1), 1-16.
- Krugman, P. (2008). *Optimal Fiscal Policy in a Liquidity Trap*. Web: www.princeton.edu/~pkrugman/optimalg.pdf adresinden 12.07.2015’te alınmıştır.

- Kwapil, C. and Scharler, J. (2006). Limited Pass-Through from Policy to Retail Interest Rates: Empirical Evidence and Macroeconomic Implications. *Monetary Policy & the Economy*, Q4/06, 26-36.
- Kydland, F., and Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85 (3), 473–492.
- Landreth, H., and Colander, D. C. (2002). History of Economic Thought. (4th Edition). Boston: Houghton Mifflin Company.
- Lensink, R., and Sterken, E. (2002). Monetary Transmission and Bank Competition in the EMU. *Journal of Banking & Finance*, 26, 2065-2075.
- Lipsey, R. G., Steiner P. O., and Purvis, D. D. (1984). *İktisat 2*. (Çev. Ö.Faruk Batirel ve diğerleri). Eskişehir, Bilim Teknik Yayınevi.
- Loayza, N., and Hebbel, K. S. (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview. Web:http://si2.bcentral.cl/public/pdf/banca-central/pdf/v4/001_020Gallego.pdf adresinden 17.08.2015'te alınmıştır.
- Lucas, R. E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4 (2), 103-124.
- Meltzer, H. A. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 49-72.
- Meulendyke, A. M. (1992). Reserve Requirements and The Discount Window in Recent Decades. *FRBNY Quarterly Review*, 17 (3), 25-43.
- Minsky, H. (1993). On the Non-Neutrality of Money. *FRBNY Quarterly Review*, 18, 1, 77-82.
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *The Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 3-10.
- Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 5464, 1-27.
- Mishkin, F. S. (2000). *Para Teorisi - Politikası*. (Çev. İ. Şıklar ve diğerleri). İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (2001). The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy. *National Bureau Of Economic Research (NBER) Working Series, Working Paper*, 8617, 1-21.
- Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. (7th Edition). USA: Harper Collins Publishers.
- Mishkin, F. S. (2014). *Para Politikası Stratejisi*. (1. Basım). (Çev. Necat ÇOŞKUN). İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.

- Mohanty, M. S., and Turner, P. (2008). Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New?. *Bank for International Settlements BIS Papers*, 35, 1-537.
- Mojon, B. (2000). Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy. ECB Working Paper, 40, 1-45.
- Morris, C. S., and Gordon, H. S. (1995). Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second Quarter, 59-75.
- Muth, J. F. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, 29 (3), 315-335.
- Norrbin, S. (2000). What have we learned from empirical tests of monetary transmission effect?. *Central Bank of Sweden Working Paper Series*, 121, 1-40.
- Onaran, Z. (1995). *Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Orakçı, C. A. (2009). *Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi: Dünya ve Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Orhan, O. ve Erdoğan, S. (2003). *Para Politikası*. İstanbul: Avcı Ofset.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Örnek, İ. (2009). Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi. *Maliye Dergisi*, 156, 104-125.
- Özcan, C. C. (2010). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları: Türkiye Üzerine Bir Analiz*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Özçiçek, Ö. (2006). Türkiye’de 1980 Sonrası Para Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Yeri. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15 (1), 257-268.
- Özdemir, A. (2010). *Türkiye’de Para Politikasının Ekonomik İstikrarı Sağlamadaki Rolü (1980 Sonrası Dönem)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Özgüven, A. (1997). *İktisat Bilimine Giriş*. (7. Basım). İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Öztürk, N. (2011). *Para Banka Kredi*. (1. Basım). Bursa: Ekin Basım Yayım Dağıtım.
- Öztürk, N. (2012). *Türkiye’de Para Politikası-Faiz İlişkisi ve Faiz Oranlarında Yaşanan Değişikliklerin Kurumsal Kredi Kullanımına Etkileri*.

Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Öztürkler, H., ve Çermikli, A. H. (2007). Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44 (514), 57-68.
- Palley, T. I. (2001). The Stock Market and Investment: An Other Look at the Micro-Foundations of Q Theory. *Cambridge Journal of Economics*, 25, 657-667.
- Parasız, İ. (1999). *Para Ekonomisi*. (2. Basım). Bursa: Ezgi Kitapevi.
- Parasız, İ. (2012). *Para Teorisi ve Politikası*. (3. Basım). Bursa: Ezgi Kitapevi.
- Paya, M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*. (6. Basım). İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Peker, O., ve Canbazoğlu, B. (2011). Türkiye’de Banka Kredi Kanalınnın İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. *Yönetim ve Ekonomi*, 18 (2), 127-143.
- Pétursson, T. G. (2001). The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analysing the Financial Market Pass-Through. *Central Bank of Iceland, Working Papers*, 14, 1-22.
- Poddar, T., Sab, R., and Khachatryan, H. (2006), The Monetary Transmission Mechanism in Jordan. *IMF Working Paper*, WP/06/48, 1-26.
- Prag, J. (1994). Money Supply Announcements and Interest Sensitive Stocks. *Review of Financial Economics*, 3, (1-2).
- Rabin, A. A., and Yeager, L. B. (1997). The Monetary Transmission Mechanism. *Eastern Economic Journal*, 23 (3), 293-299.
- Reyes, L. O. (2002). A VAR Analysis of the Monetary Transmission Mechanism in the USA. *Econ 511 Course Time Series Econometrics*, 1-22.
- Rocha, J. (1998). The transmission mechanism of monetary policy in Peru. *Bank For International Settlements (BIS) Papers*, 98 (3), 181-194.
- Romer, D. (2000). Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), 149-169.
- Saad-Filho, A., and Johnston, D. (2005). *Neoliberalism A Critical Reader*. London: Pluto Press.
- Savaş, V. F. (2007). *Keynezyen İktisat Yıkılırken*. (3. Basım). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability, *IMF Working Paper* 04/187, 1-18.

- 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, 5- 35.
- Serban, M. (2002). *Budget Deficit and Inflation*. Academy of Economic Studies, Doctoral School of Finance and Banking, Bucharest.
- Serdengeçti, S. (2002). Fiyat İstikrarı Konuşması. Web: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3c75fc9c-14aa-4daf-aacc-2936888b4ec3/fiyat_istikrar.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3c75fc9c-14aa-4daf-aacc-2936888b4ec3 adresinden 09.03.2015'te alınmıştır.
- Serel, A. ve Darıcı, B. (2006). Para İkamesini Etkileyen Faktörler: Türkiye Uygulaması. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11 (1), 150-167.
- Serin, Vildan. (1987). *Para Politikası (Tarihi-Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması)*. İstanbul: Fatih Yayınevi Matbaası.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama*. (19. Basım) İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Seyrek, İ. Duman., M., ve Sarıkaya, M. (2004). Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5 (1), 201-212.
- Sezer, B. V. (2013). *TCMB Para Politikası Araçları ve 2002-2012 Yılları Arası TCMB Politikalarının İncelenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Slavin, S. L. (2009). *Macroeconomics*. (9th Edition). New York: The McGraw-Hill.
- Smets, F., and R. Wouters (1999). The Exchange Rate and the Monetary Transmission Mechanism in Germany. *DNB Staff Reports*, 35, 1-45.
- Sözer, Ç. (2013). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Stiglitz, E. J. and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71 (3), 393-410.
- Stone, G. W. (2007). *CoreEconomics*. (1st Edition). New York: Worth Publishers.
- Süslü, B. ve Dişbudak, C. (2012). TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI). *Yönetim ve Ekonomi*, 19 (2), 67-85.
- Sørensen, C. and Werner, T. (2006). Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area. *ECB Working Paper Series*, No: 580, 1-63.

- Şahin, S. (2011). *Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Şeker, M. (2006). Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri. *Sosyoekonomi*, 060104, 73-92.
- Şengönül, A., ve Thorbecke, W. (2005). The Effect of Monetary Policy on Bank Lending in Turkey. *Applied Financial Economics*, 15 (13), 931-934.
- Şıklar, İ. (2004). *Para Teori ve Politikası*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web-Ofset Tesisleri.
- Taban, S., ve Kara, A. (2006). Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1 (2), 11-26.
- Talaslı, İ. A. (2012). *Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Taş, D. (2006). *Parasal Aktarım Mekanizması ve VAR Analizi ile Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Taş, S., Örnek, İ., ve Utlı, S. (2012). Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21 (1), 53-74.
- Taşkın, F. (2011). Türkiye’de Ticari Bankaların Performansını Etkileyen Faktörler. *Ege Akademik Bakış*, 11 (2), 289-298.
- Taylor, J. B. (1979). Staggered Wage Setting in a Macro Model. *American Economic Review*, 69 (2), 108-113.
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 11-26.
- TCMB, (2000). Yıllık Rapor.
- TCMB, (2002). Yıllık Rapor.
- TCMB, (2005). Yıllık Rapor.
- TCMB, (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.
- TCMB, (2007a). Bülten, Sayı:6.
- TCMB, (2007b). Yıllık Rapor.
- TCMB, (2008). Yıllık Rapor.
- TCMB, (2009). Yıllık Rapor.
- TCMB, (2010). Yıllık Rapor.

TCMB, (2011). Yıllık Rapor.

TCMB, (2012). Yıllık Rapor.

TCMB, (2013a). Parasal Aktarım Mekanizması.

TCMB, (2013b). Yıllık Rapor.

TCMB, (2014). Yıllık Rapor.

TCMB. (2015a). Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/> adresinden 09.03.2015'te alınmıştır.

TCMB. (2015b). Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar> adresinden 18.03.2015'te alınmıştır.

TCMB. (2015c). Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+ve+Finansal+Istikrar> adresinden 18.03.2015'te alınmıştır.

TCMB. (2015d). Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri> adresinden 07.06.2015'te alınmıştır.

TCMB. (2015e). Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri/Acik+Piyasa+Islemleri+Cesitleri> adresinden 07.06.2015'te alınmıştır.

TCMB, (2015f). Yıllık Rapor.

Thiessen, G. G. (1996). The Transmission of Monetary Policy in Canada. *Bank of Canada, Discussion Paper*, 1-125.

Togay, S. (1994). Post Keynesyen Teoride Para Arzının İçselliği. *Ekonomik Yaklaşım*, 5 (13), 47-66.

Tokel, D. (2011). *Para Politikası ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Topçu, F. (2008). *Döviz Kuru Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Türker, Y. (2001). Türk Bankacılık Sisteminde Net Faiz Marjının Modellenmesi. *BDDK MSPD Çalışma Raporları*, 4, 1-31.

- Tüysüzoğlu, S. (2012). *Monetary Transmission Mechanism in Turkey*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Utlı, S. (2010). *Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Variçli, E. (2011). *Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Ekonomisi için Banka Kredi Kanalı'nın Etkinliği Üzerine Bir İnceleme: Teori ve Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Weber, A., Gerke, R. and Worms, A. (2009). Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence based on VAR estimates. *BIS Working Papers*, 276, 1-53.
- Weth, M. (2002). The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany. *Discussion paper*, 11/2, 1-34.
- Wong, W-K., Khan, H., and Du, J. (2005). Money, Interest Rate, and Stock Prices: New Evidence from Singapore and the United States. *U21 Global Working Paper*, 7, 1-26.
- Yapraklı, S. (2011). Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Parasal Aktarım Mekanizmasının Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 15, 15-37.
- Yavuz, S. ve Tokucu, E. (2006). Post Keynesyen İktisat ve Belirsizlik. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 21 (1), 147-161.
- Yay, G. (1996). Yeni Klasik Makro İktisat Web: <http://gulsunyay.com/portal/modules.php?name=News&file=print&sid=3> adresinden 19.08.2015'te alınmıştır.
- Yıldırım, D. Ç. (2007). *Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmasının Döviz Kuru Kanalı: VAR Modeli Analizi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Yıldırım, K., Karaman, D., ve Taşdemir M. (2003). *Makroekonomi*. (7. Basım). Eskişehir: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, C. B. (2012). *Türkiye'de Enflasyon Beklentilerini Belirleyen Makroekonomik Unsurlar*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Zengin, A. (2000). Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular). *C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2 (2), 27-41.

EKLER

EK 1. Parasal Aktarım Kanallarının Etkinliğine Yönelik Uluslararası Literatür

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Smets ve Wouters (1999)	Almanya (1975:1-1997:4)	VAR Analizi -Reel GDP -Tüketici fiyat endeksi -Reel döviz kuru -İhracat -İthalat -Net ihracat	Döviz kuru kanalının ithalat, ihracat, net ihracat, fiyatlar ve üretim üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.
Butzen, Fuss ve Vermeulen (2001)	Belçika (1985-1998)	VAR Analizi ve Panel Veri Analizi - Firmaların toplam aktifleri ve pasifleri -Reel duran varlıklar -Amortisman oranı -Yatırım / sermaye oranı -Nakit akışı / sermaye oranı	Araştırma sonucunda para politikasının faiz oranı kanalı ve kredi kanalı üzerinden firmaların yatırımlarını etkilediğini tespit etmişlerdir.
Disyatat ve Vongsinsirikul (2003)	Tayland (1993:Q1-2001:Q4)	VAR Analizi -Perakende faiz oranları -Banka kredileri asgari borç verme oranı -Mevduat faizleri para piyasası oranları -Repo oranı	Analiz sonucunda faiz oranı kanalı ile kredi kanalının görece olarak döviz kuru kanalı ile varlık fiyatları kanalına göre daha etkin çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır.
Agha, Ahmed, Mubarik ve Shah (2005)	Pakistan (1996:7-2004:3)	VAR Analizi -Sanayi Üretim Endeksi -Tüketici Fiyat Endeksi -Özel Sektör Kredi Hacmi -Karaçi Menkul Kıymetler Borsası (KSE-100) endeksi -Reel Efektif Döviz Kuru	Analiz sonucunda faiz oranı kanalının, banka kredi kanalının ve varlık fiyatları kanalının görece olarak döviz kuru kanalına göre daha etkin işlediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.
Poddar, Sab ve Khackhatryan (2006)	Ürdün (1996:Q1-2005:Q1)	VAR Analizi -Banka mevduat oranı -Borç verme faiz oranları -Reel GDP -Döviz rezervleri -Geniş tanımlı para arzı -Reel efektif döviz kuru	Analiz sonucunda faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalının etkin çalışmadığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Iwata ve Wu (2006)	Japonya (1991:1-2001:12)	VAR Analizi -Sanayi üretimi ve toptan satış fiyatı -Kısa vadeli nominal faiz oranı -Para arzı	Analiz sonucunda faiz oranı kanalının en etkili parasal aktarım kanalı olduğunu tespit etmişlerdir.
Charoenseang ve Manakit (2007)	Tayland (2000:6-2006:7)	VAR Analizi -Çekirdek enflasyon oranı -14 günlük repo oranı -3 aylık mevduat oranı ve minimum borç verme faiz oranı -Tüketici fiyat endeksi -Tasarruf mevduatı oranı -3-6 ve 6-12 ay ortalama vadeli mevduat oranı	Araştırma sonucunda kredi kanalının faiz oranı kanalına göre daha etkin çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır
Bilan ve Kryshko (2007)	Ukrayna (1997:1-2006:12)	VAR Analizi -Toplam rezervler -Faiz oranı -Fiyatlar genel düzeyi -Reel çıktı miktarı -Döviz kuru - Yatırımlar	Analiz sonucunda faiz oranı kanalının diğer aktarım kanallarına göre daha etkin olduğuna yönelik bir bulguya ulaşamamışlardır.

EK 2. Parasal Aktarım Kanallarının Etkinliğine Yönelik Ulusal Literatür

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Zengin (2000)	Türkiye (1994:1-2000:12)	VAR Analizi Eşbütünleşme Testi -İhracat fiyat endeksi -İthalat fiyat endeksi -Reel döviz kurları	Reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat fiyatları arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit etmiştir.
Gündüz (2001)	Türkiye (1986:1-1998:10)	VAR Analizi -Toptan eşya fiyat endeksi -Sanayi üretim endeksi -Reel dolar döviz kuru -Bankaların menkul kıymet stokları -Bankaların toplam kredileri -Bankaların toplam mevduatları -İnterbank gecelik faiz oranı	Banka kredi kanalının kısmen çalıştığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.
Çavuşoğlu (2002)	Türkiye (1998-1999)	Panel Veri Analizi -Mevduat bankalarının topla kredileri -Zorunlu karşılık oranlarındaki değişim -Kamu menkul kıymetlerinin toplam aktiflere oranı -Hisse senetleri ve net kar toplamının mevduatlar ve mevduat dışı fonlar toplamına oranı -Toplam menkul kıymetler portföyünün toplam aktiflere oranı - Kamu menkul kıymetleri	Söz konusu dönemde banka kredi kanalının etkin işlemediğine yönelik bulgular elde etmiştir.
Şengönül ve Thorbecke (2005)	Türkiye (1997:1-2001:6)	Regresyon Analizi -60 bankaya ait gecelik faiz oranı -Gecelik faiz oranı ve amortisman oranı arasındaki fark	Analiz sonucunda daraltıcı bir para politikası sonrasında likiditesi yüksek olan bankaların kredi arzlarını azaltmamak için nakit ve menkul kıymetlerden oluşan stoklarını azaltma yoluna gittikleri likiditesi düşük olan bankaların ise kredi arzlarını azaltma yoluna gittikleri sonucuna varmışlardır.

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Özçiçek (2006)	Türkiye (1982:Q1-2005:Q4)	VAR Analizi -GSYİH -GSYİH deflatörü -Reel para miktarı (M1) -Mevduat bankalarının verdiği reel toplam kredi -Reel toplam vadesiz mevduat	Analiz sonucunda kredi kanalının etkin işlemediği ve 1982 yılından sonra GSYİH'deki artış veya azalışa göre yani talebe bağlı olarak kredi miktarının belirlendiği bulgusuna ulaşmıştır.
Öztürkler ve Çermikli (2007)	Türkiye (1990:1-2006:12)	VAR Analizi -Bankalararası gecelik faiz oranı -Sanayi üretim endeksi -Toptan eşya fiyat endeksi -M1 para arzı -Reel toplam kredi miktarı	Analiz sonucunda ekonomik büyüme sonrası kredi talebine yönelik artışın banka kesimi tarafından karşılanması için merkez bankasının faiz oranlarını bir para politikası aracı olarak kullanabileceği sonucuna ulaşmışlardır
Aklan ve Nargeleçekenler (2008)	Türkiye (1998:Q1-2001:Q4)	Panel Veri Analizi -Kısa vadeli gecelik faiz oranları -Enflasyon -Gayri safi yurtiçi hasıla -Bankaların likidite düzeyi	Analiz sonucunda banka kredi kanalının zayıf işlediğine ulaşmışlardır.
Cengiz ve Duman (2008)	Türkiye (1990:1-2006:9)	VAR Analizi -TEFE -Sanayi üretim endeksi -Reel efektif döviz kuru -Bankaların toplam menkul kıymet stoku -Bankaların toplam kredileri -Bankaların toplam mevduatları -Gecelik faiz oranı	Banka kredi kanalının para politikası aktarım kanalları arasında önemli yere sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Erdoğan ve Yıldırım (2008)	Türkiye (1995:1-2006:12)	VAR Analizi -Bankalararası gecelik faiz oranı -Reel döviz kuru -Dış ticaret dengesi -Reel gayri safi milli hasıla -Toptan eşya fiyat endeksi	Analizde döviz kuru kanalının işlediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.
Akay ve Nargeleçekenler (2009)	Türkiye (1997:1-2008:7)	VAR Analizi -Tüketici fiyat endeksi -Sanayi üretim endeksi -Hazine iskontolu ihaleleri bileşik faiz oranları -Üretici fiyat endeksi -İMKB ulusal 100 endeksi kapanış fiyatları	Analiz sonucunda para politikası ile hisse sendi fiyatları arasında sıkı bir ilişkinin olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.
Büyükkın ve diğerleri (2009)	Türkiye (1990:1-2007:9)	VAR Analizi -Gecelik basit faiz oranı ağırlıklı ortalaması -Reel efektif döviz kuru endeksi -Net ihracat -GSYİH -TEFE	Yapılan analizde parasal aktarım mekanizması içerisinde döviz kuru kanalının etkin işlediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.
Büyükkın ve diğerleri (2009)	Türkiye (1990:1-2007:9)	VAR Analizi -Gecelik faiz oranı -Sanayi üretim endeksi -Sabit sermaye yatırımları -Toptan eşya fiyat endeksi	Faiz oranlarındaki değişikliğin yatırımları, fiyatları ve üretimi etkilediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Erdoğan ve Beşbalı (2009)	Türkiye (1996:6-2006:9)	VAR Analizi -Bankaların toplam mevduatları -Bankaların toplam kredileri -Bankaların toplam menkul kıymet portföyleri -Sanayi üretim endeksi -Toptan eşya fiyat endeksi -Bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı	Analiz sonucunda banka kredi kanalının kısmen çalıştığına ilişkin bulgulara ulaşılmıştır.
Erdoğan ve Yıldırım (2009)	Türkiye (1995:1-2007:9)	VAR Analizi -Dayanıklı tüketim malları -Bankalararası gecelik faiz oranı -Hazine iskontolu ihaleleri faiz oranı -Sabit sermaye oluşumu	Analiz sonucunda faiz oranı kanalının etkin bir aktarım mekanizması olduğuna yönelik bulgulara ulaşılmıştır.
Örnek (2009)	Türkiye (1990:Q1-2006:Q4)	VAR Analizi -Reel gayri safi yurtiçi hasıla -Bankalararası basit faiz oranının ağırlıklı ortalaması -Reel efektif döviz kuru -İMKB ulusal 100 endeksi -Tüketici fiyat endeksi -Mevduat bankaları toplam kredileri	Analiz sonucunda faiz oranı kanalının para otoritelerinin ekonomiyi etkilemek için kullandığı en etkin aktarım mekanizması olduğuna yönelik bulgulara ulaşılmıştır.
Peker ve Canbazoglu (2011)	Türkiye (1990:1-2008:11)	VAR Analizi -M2 para arzı -Bankalararası gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranı -Mevduat bankaları toplam mevduatları -Mevduat bankaları toplam kredileri -Sanayi üretim endeksi -Tüketici fiyat endeksi -Mevduat bankaları toplam menkul kıymet portföyleri	Analiz sonucunda banka kredi kanalının etkinliğinin seçilen para politikası değişkenine bağlı olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Yapraklı (2011)	Türkiye (2006:5-2011:5)	VAR Analizi -Kısa dönem reel faiz oranı -Reel efektif kur endeksi -Tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) -Reel sanayi üretim endeksi	Analiz sonucunda döviz kuru kanalının söz konusu dönemde etkin bir şekilde işlediğini tespit etmiştir.
Doğan (2012)	Türkiye (2000:1-2011:3)	Var Analizi -90 gün vadeli Hazine bonosu faiz oranı ile kısa dönemli faiz oranı -Gayri safi yurtiçi hasıla -Tüketici fiyatları ile fiyatlar	Analiz sonuçlarından faiz oranı kanalının işlediğini tespit etmiştir.
Cambazoğlu ve Karaalp (2012)	Türkiye (2003:1-2010:8)	VAR Analizi -Kısa vadeli faiz oranı -Reel efektif döviz kuru -Net ihracat hacmi -Tüketici fiyat endeksi -Sanayi üretim endeksi	Analiz sonucunda döviz kuru kanalın işlediğine yönelik bulgulara ulaşılmıştır.
Çamoğlu ve Akıncı (2012)	Türkiye (1999:1-2010:9)	Granger Nedensellik Testi ve Johansen Eşbütünleşme Analizi -17 sektöre ait nakdi kredi kullanımları ve toplam kredi hacmi	Analiz sonucunda kredi kanalın işlediğine yönelik bulgulara ulaşılmıştır
Taş ve diğerleri (2012)	Türkiye (1990:1-2010:4)	VAR Analizi -TEFE -Sanayi üretim endeksi -Reel dolar döviz kuru -Bankaların menkul kıymet stokları -Bankaların toplam kredileri -Bankaların toplam mevduatları	Analiz sonucunda banka kredi kanalının kısmen çalıştığını ifade etmişlerdir.
Altınöz (2013)	Türkiye (1986:1-2008:10)	VAR Analizi -Bankacılık sektöründe tasfiye olacak kredilerin toplam kredilere oranı -Toplam kredilerin toplam aktifler içindeki payı	Analiz sonuçlarından asimetrik bilgi probleminin varlığının kredi kanalının işleyişini olumsuz etkilediğini tespit etmiştir.

YAZAR(LAR)	ÜLKE (DÖNEM)	YÖNTEM DEĞİŞKENLER	SONUÇ(LAR)
Arabacı ve Baştürk (2013)	Türkiye (2002:1-2008:5)	VAR Analizi -Gayri safı yurtiçi hasıla -Tüketici fiyat endeksi -Gecelik faiz oranı -Reel efektif döviz kuru -İthalat fiyat endeksi -Dış ticaret hadleri	Analiz sonucunda döviz kuru kanalının söz konusu dönem içerisinde farklı düzeylerde etkisinin olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.
Arabacı ve Baştürk (2013)	Türkiye (2001:5-2008:5)	VAR Analizi -Gecelik faiz oranı -DİBS faiz oranı -Sabit sermaye oluşumu -Yerleşik hane halklarının yurtiçi tüketimi -Gayri safı yurtiçi hasıla	Analiz sonucunda faiz oranı kanalının söz konusu dönem içerisinde farklı düzeylerde etkisinin olduğuna yönelik bulgulara ulaşmışlardır.