

BANKA ÖDÜNÇLERİ KANALI: LİTERATÜR VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1986-2000)

M. Kutluğhan Savaş ÖKTE*

Özet

Bu makale, parasal aktarımın banka ödünçleri kanalı literatürünü gözden geçirmekte ve analitik bir yaklaşımla Türkiye ekonomisinde 1986-2000 dönemi için bu kanalın işleyiş koşullarını araştırmaktadır. Bu dönemde, Türkiye ekonomisinde banka ödünçleri kanalının çalışması için gerekli olan koşullar kısmen mevcuttur. Banka ödünçleri kanalının işleyişi üzerindeki en önemli kısıt, kamu açıklarının değişen finansman biçimi ile para otoritesinin buna uyum sağlayan rezerv politikasıdır. Diğer taraftan, finansal sistemin bankacılık ağırlıklı yapısı, mevduatın bankalar için ana fon kaynağı olmaya devam etmesi ve özel firmaların dış finansman temini bakımından bankalara bağımlı olmaları, bu dönemde banka ödünçleri kanalının işleyişini olumlu yönde etkileyen faktörler olmuşlardır.

Anahtar Kelimeler: Para görüşü, kredi görüşü, banka ödünçleri kanalı, parasal aktarım.

Abstract

Bank Lending Channel: A Survey of Literature and the Turkish Case (1986-2000)

This paper reviews the literature on the bank lending channel of monetary transmission and examines the operation conditions for this channel analytically in the Turkish economy during 1986-2000. The necessary conditions for the operation

* Yrd. Doç. Dr.; İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İngilizce İktisat Bölümü, mokte@istanbul.edu.tr.

of the bank lending channel were partially present in the Turkish economy during this period. The most important obstacle on the operation of the bank lending channel was the changing method of financing public deficits and reserve accommodating policy of the monetary authority to this method. On the other hand, banking sector dominant financial system, continuation of deposits as the main source of funds for banks and bank dependent nature of private firms for external finance raising were the factors that affected the operation of the bank lending channel positively during this period.

Key Words: Money view, credit view, bank lending channel, monetary transmission.

1. GİRİŞ

Makro iktisatçılar, para politikasının kısa dönemde üretimi ve iktisadi faaliyeti etkilemesi konusunda uzlaşmışlardır. Ancak, para politikasının üretim üzerindeki etkisinin tam olarak nasıl gerçekleştiği konusu halen aydınlatılamamıştır. Bu soruna faiz oranı kanalının işleyişiyle ilgili ampirik problemler de eklendiğinde, parasal aktarımın geleneksel açıklamasının yeterli olmadığı görülmüştür. Geleneksel aktarım kanalının para politikasının toplam talep ve üretim üzerindeki etkilerini tam olarak açıklayamaması, makro iktisatçıları finansal piyasalardaki asimetrik enformasyon problemine dayalı yeni bir açıklama yapmaya yöneltmiştir. Bu açıklama, kredi görüşü olarak bilinmekte ve kredi piyasalarındaki enformasyon problemlerinin önemi üzerinde durmaktadır.

Kredi görüşü, parasal aktarımın kredi piyasaları yolu ile işleyen en az bir kanalı daha olduğunu ve bu kanalın, faiz oranlarına ilaveten kredi temin edilebilirliği yolu ile çalıştığını iddia etmektedir. Kredi kanalı bu yaklaşımda, geleneksel aktarma mekanizmasından bağımsız ve ona alternatif bir kanal olarak değil, faiz oranı etkilerini yayan ve çoğaltan bir faktörler kümesi olarak düşünülmektedir.

Kredi görüşü, biri banka ödünçleri üzerindeki etkiler ve diğeri firmaların ve hanehalkının bilançoları üzerindeki etkiler yoluyla çalışan iki aktarma mekanizması önermektedir. Bunlar; banka ödünçleri kanalı ve bilanço kanalıdır. Bilanço kanalı, para politikasındaki değişikliklerin firmaların ve hanehalkının finansal pozisyonları üzerindeki etkisini; banka ödünçleri kanalı ise daha dar anlamda, para politikasındaki değişikliklerin mevduat kurumlarının ödünç arzları üzerindeki etkisini vurgulamaktadır.

Bu makalenin iki ana amacı vardır. Birincisi, banka ödünçleri kanalının işleyişiyle ilgili teorik ve ampirik literatürü gözden geçirmek; ikincisi de, bu kanalın çalışma koşullarını Türkiye ekonomisinde 1986-2000 dönemi için analitik bir yaklaşımla araştırmaktır.

Makale, üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, geleneksel aktarma mekanizmasının -para görüşünün- işleyişi ve varsayımları ile bu varsayımlara yöneltilen eleştiriler ve bu kanalın ampirik performansı hakkındaki tartışmalar yer almaktadır. İkinci bölümde, son yıllarda kredi konusuna olan ilginin artış sebepleri açıklanmakta ve kredi görüşünün arkasında yeni bir araştırma programının olduğu belirtilmektedir. Ayrıca, para görüşü ile kredi görüşü arasındaki farklılıklara temas edilmekte; bazı konulardaki farklı bakış açılarına rağmen, kredi görüşünün para görüşünden ayrı bir aktarma mekanizması olmadığı hususu vurgulanmaktadır. Yine bu bölümde, banka ödünçleri kanalının işleyişini gösteren Bernanke ve Blinder modeli tanıtılmakta ve çözümü yapılmaktadır. Bu modele göre banka ödünçleri kanalının etkin bir şekilde çalışması için gereken koşullar tespit edilmekte, modelin çalışmadığı istisnai durumlar ve modelin, kredi tayinlemesi ve kredi faiz oranları konuları karşısındaki tutumu ele alınmaktadır. İkinci bölüm, banka ödünçleri kanalının ampirik boyutunu meydana getiren çalışmalar ve bu çalışmalarda karşılaşılan sorunlarla tamamlanmaktadır. Üçüncü bölümde ise 1986-2000 dönemi için Türkiye ekonomisinde banka ödünçleri kanalının işleyiş koşulları, para politikası uygulaması, bankacılık sektöründeki gelişmeler ve şirketler kesiminin finansman tercihleri açısından incelenmekte ve bu kanalın etkin bir şekilde çalışmasını destekleyen ve engelleyen faktörler analitik bir yaklaşımla ortaya konulmaktadır.

2. GELENEKSEL AKTARMA MEKANİZMASI: PARA GÖRÜŞÜ

Para görüşü, Keynes (1936) - Hicks (1937) - Modigliani (1944) IS-LM modeline dayalıdır. Literatür bu görüşü, para arzındaki değişikliklerin faiz oranlarındaki değişiklikler yoluyla ekonomiyi etkilediği standart açıklama (faiz oranı kanalı) olarak kabul etmektedir.¹ R. Glenn Hubbard, para görüşünde finansal araçlar (bankalar) ve ödünç alanlar hakkında iki örtülü varsayımın yer aldığını belirtmektedir (Hubbard, 1995: 63-4). Birinci varsayım, bu görüşte bankaların bilançolarının aktif tarafının önemli olmamasıdır. Buna karşılık, bankalar bilançolarının pasif tarafında özel bir hizmet sunmaktadır. Bu hizmet, bankacılık sisteminin vadesiz mevduat ihraç ederek para yaratmasıdır. Böylece bankalar, para politikası değişikliğinin etkilerini otomatik olarak ekonomiyeye aktarabilmektedir. İkinci varsayım ise

¹ Keynes (1936), faiz oranı kanalının yatırım harcamaları bağlamında firma kararları yolu ile çalıştığını vurgulamıştır. Ancak, Hicks (1937), Modigliani (1944), Hansen (1953) ve Patinkin (1959) gibi Keynes sonrası iktisatçılar, konut ve dayanıklı tüketim malları ile ilgili tüketici kararlarını da yatırım kararları olarak kabul etmişlerdir. Dolayısıyla, faiz oranı kanalının kapsamına konut ve dayanıklı tüketim malları üzerine yapılan harcamalar da girmektedir.

Modigliani ve Miller'in (1958) finansal yapının ilgisizliği önermesi doğrultusunda, ödünç alanların sermaye yapılarının reel kararlarından bağımsız olmasıdır. Firmaların finansman kaynağı olarak iç fon veya dış fon kullanmaları arasında herhangi bir fark yoktur. Diğer bir ifadeyle, firmalar sahip oldukları borçların türü ile ilgilenmemektedir. Fama (1980), bu varsayımı bankalar açısından incelemiş ve Modigliani-Miller önermesini, bankaların portföy yönetimi faaliyetleri üzerinde durarak tüm finansal sisteme uygulanacak şekilde genişletmiştir. Fama'ya göre halkın banka mevduatı, tahviller veya hisse senetleri arasındaki portföy tercihlerindeki değişiklikler, bu varlıkların sahiplik haklarının isminin değişmesinden başka bir şey değildir (Fama, 1980: 39-40). Bu değişiklikler, ekonomide reel etkiler yaratamazlar. Dolayısıyla, bankaların da bir şirketin açık piyasada ihraç ettiği tahvili satın almaları veya o şirkete kredi vermeleri arasında herhangi bir fark olmamalıdır. Kısaca, finansal sistem sadece bir örtüden ibarettir. Bu husus, para görüşünde bankaların pasif bir rol oynadıklarını ve davranışlarının reel ekonomiyi etkilemediğini önermektedir.

IS-LM modeli, iki sektörle -kamu ve özel- ve üç aktifle - para, devlet tahvilleri ve reel varlıklar- tanımlanmaktadır (Pierce ve Tysome, 1985: 24). Modeldeki tek finansal değişken, tahviller üzerindeki faiz oranıdır.² Para talebinin ve reel varlık talebinin birbirlerini etkilemesi mümkün değildir. Çünkü, bu varlıkların getiri oranları birbirlerine karşı duyarsızdır. Modelde, para ile tahviller arasında ve tahviller ile reel varlıklar arasında ikame vardır. Fakat para ile reel varlıklar arasında doğrudan bir ikame yoktur. Para ve reel varlıklar arasındaki ikame dolaylı olarak faiz oranı vasıtasıyla sağlanmaktadır.

IS-LM modeline dayalı geleneksel aktarma mekanizmasının işleyişi, portföy dengesi yaklaşımının yardımıyla iki aşamada açıklanmaktadır. Örneğin, merkez bankası toplam talepteki büyümeyi yavaşlatmak için açık piyasa satışı yaptığı zaman bankacılık sistemindeki rezervler azalacak ve bankaların mevduat (para) satma imkânları kısıtlanacaktır. Mudiler (hanehalkı), portföylerinde olması gerekenden daha çok tahvil ve daha az para tutacaklardır. Eğer fiyat katılıkları geçerli ise, hanehalkının para tutumundaki düşüş ekonomideki reel para miktarını azaltacaktır. Modele göre para piyasası dengesinin yeniden kurulabilmesi için, hanehalkının elindeki tahvil fazlasından kurtulması gerekmektedir. Hanehalkı tahvil satışı yapacaktır. Portföylerdeki tahvil-para ikamesi, herhangi bir avantaj sağlamayana kadar devam edecek ve tahvil fiyatları düşerken tahviller üzerindeki reel faiz oranı yükselecektir. Para piyasası, daha yüksek reel faiz oranında yeniden dengeye gelecektir. Böylece parasal aktarım sürecinin ilk

² IS-LM modelinin daha fazla varlıktan ve faiz oranından oluşan genişletilmiş biçimleri için bkz. Tobin (1969, 1982).

aşaması tamamlanmış olacaktır. Bu noktadan sonra, tahvil talebinin reel varlık talebini etkilediği ikinci aşama başlayacaktır. Devlet tahvillerinin faiz oranının yükselmesi, geleneksel Keynesgil açıklamaya göre reel sermaye varlıklarına yatırım yapmanın fırsat maliyetini artıracak, ekonomideki optimum sermaye stokunun büyüklüğünü azaltacak ve sermaye varlıklarının talebini düşürecektir (Pierce ve Tysome, 1985: 24). İkinci aşamanın sonunda, tüketim ve yatırım harcamalarının uyarılmasının ardından, üretimin ve istihdamın toplam talepteki değişmelere ayarlanması gerçekleşecektir.

Faiz oranı kanalının işleyişi, beş varsayıma dayanmaktadır (Bernanke 1993; Hubbard 1995; Mishkin 1996, 2001). Birinci ve en önemli varsayım, para görüşünün para dışında kalan tüm finansal varlıkları birbirlerinin tam ikameleri olarak kabul etmesidir. IS-LM modelinde, para ve tahvil olmak üzere sadece iki finansal varlık vardır. Paraya tek alternatif varlık tahvil olup, bu iki finansal varlık arasında eksik ikame söz konusudur. Modelde, para dışındaki tüm finansal varlıklar (hazine bonoları, finansman bonoları, şirket tahvilleri, hisse senetleri, banka ödünçleri, tüketici kredileri vb.) toplu olarak tahvil ile temsil edilmektedir. Bu ise servet sahiplerinin portföylerindeki para ve para dışı varlık bileşimine duyarlılık gösterirlerken, para dışı finansal varlıklar arasındaki tercihlerinde tamamen kayıtsız kalmaları anlamına gelmektedir. Para görüşünde bu varsayım sayesinde, faiz oranındaki değişiklikler hariç, finansal varlıkların bileşimini değiştiren faktörlerin ekonomi üzerinde hiçbir etkisi olmamaktadır.

İkinci varsayım, merkez bankasının tam veya yakın ikamesi olmayan “dış paranın” arzını kontrol etmesidir. Bu varsayım, para görüşünde paranın “özel” olması şeklinde de ifade edilebilir. Para görüşünde, para politikası nominal dış para arzındaki değişikliklerle temsil edilmektedir. “Dış para”, bankaların rezervleri veya merkez bankasındaki rezervleri ile eşlenebilen nakit artı banka mevduatı olarak tanımlanmakta ve dolayısıyla parasal tabanı (gücü yüksek parayı) oluşturmaktadır. Bu görüşte “dış para”, özel sektör için net servet olarak kabul edilmektedir. Çünkü, bankaların bilançolarının aktifinde “dış paraya” karşılık gelen bir özel sektör yükümlülüğü yoktur. Diğer bir ifadeyle, banka bilançosunda “dış parayı” denkleştirici bir aktif kalemi bulunmamaktadır.

Üçüncü varsayım, merkez bankasının açık piyasa işlemleri yoluyla kısa vadeli nominal faiz oranlarında yarattığı değişikliklerin, kısa vadeli reel faiz oranlarını da etkilemesidir. Para görüşünü savunan iktisatçılar, bu varsayımı fiyatların yapışkanlığı ile açıklamışlardır (Taylor, 1995: 13-4). Fiyatların yavaş ayarlanması olgusu, kısa dönemde fiyatlardaki değişme beklentisinin de yavaş ayarlanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, kısa vadeli nominal faiz oranını yükselten daraltıcı bir para politikası, beklenen

enflasyon oranı aynı miktarda artmadığı için, reel faiz oranını da yükseltmektedir.

Dördüncü varsayım, merkez bankasının kısa vadeli reel faiz oranlarında yarattığı değişikliklerin, uzun vadeli reel faiz oranlarını da etkilemesidir. Konut satın alınması ya da tesis, makine ve teçhizat yatırımı gibi uzun dönemli kararlarda uzun vadeli faiz oranının etkili olduğu düşünülmektedir. Kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki ise vade yapısının beklentiler modeliyle açıklanmaktadır (Taylor, 1995: 17). Bu modele göre uzun vadeli faiz oranı, gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması olmaktadır. Modelde ayrıca, piyasa katılımcılarının kısa vadeli faiz oranları hakkındaki değerlendirmeleri de önem kazanmaktadır. Merkez bankası, kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmeye yönelik tedbirler alabilir. Eğer katılımcılar faiz oranlarındaki artışı geçici olarak görüyorlarsa yani, kısa vadeli faiz oranının gelecekte aşamalı olarak eski seviyesine geri döneceğini bekliyorlarsa, vade yapısı ilişkisine göre uzun vadeli oran kısa vadeli orandan daha az yükselecektir. Öte yandan, katılımcılar faiz oranlarındaki artışın daimi olmasını bekliyorlarsa, uzun vadeli oran kısa vadeli orandan daha fazla yükselecektir. Vade yapısının beklentiler modeli, kısa vadeli nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin neden uzun vadeli nominal faiz oranlarını etkilediğini açıklamaktadır. Mal ve hizmet fiyatlarındaki geçici katılımlar dikkate alındığında ise, kısa vadeli reel faiz oranları en azından bir süre için uzun vadeli reel faiz oranını da etkileyecektir.

Beşinci varsayım ise üretimdeki hareketlerin, para politikasının faize duyarlı harcamalarda yarattığı değişikliklere tepki göstermesidir. Bu varsayıma göre IS-LM modelinde üretimin belirleyicisi olan toplam talebin birçok unsurunun faiz oranındaki değişikliklere duyarlı olması söz konusudur.

Para görüşünün geleneksel aktarım kanalı olarak doğru olan birçok yönü vardır. Örneğin, merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranları üzerindeki kontrolü tartışmasız bir konudur (Hubbard, 1995: 64). Kısa vadeli reel faiz oranlarının para politikası değişikliğine tepki gösterdikleri yönünde de kanıtlar mevcuttur.³ Ancak bu kanalın, uygulamada para politikasının tek potansiyel aktarım kanalı olarak görülmesine itiraz edilmektedir (Bernanke, 1993: 55; Hubbard, 1995: 64).

İlk itiraz, para görüşünün para dışında kalan tüm finansal varlıkları birbirlerinin tam ikamesi olarak kabul etmesine yapılmaktadır. Bu husus, hem ödünç alanlar hem de ödünç verenler açısından geçerlidir. Sermaye maliyeti, fon kaynaklarına göre değişebilmektedir. Bu durum, firmaların

³ Bkz. Bernanke ve Blinder (1992).

planlanan yatırım projelerini yüksek maliyetli dış fonlara başvurmadan gerçekleştirmelerine imkân vermekte ve iç fonların üstün olduğu bir hiyerarşi yaratmaktadır. Böylece firmalar açısından iç fonlarla dış fonlar arasındaki tam ikame ilişkisi ortadan kalkmaktadır.⁴ Öte yandan, bütün özel kredi türlerinin aynı olduğunu kabul etmek de mantıklı görünmemektedir. Zira, büyük ve piyasada uzun zamandan beri tanınmış olan bir şirkete sunulan kredi imkânları ile küçük ve gelişme yolunda olan bir şirkete sunulan kredi imkânları aynı değildir. Para görüşü, bu varsayım nedeniyle ajanlar arası heterojenliğin önemini de göz ardı etmektedir. Kısaca, ikame edilebilirlik varsayımı uç bir varsayım olup, para görüşünü kutuplaştırmaktadır.

İkinci itiraz, para görüşünde merkez bankasının “dış paranın” arzı üzerindeki kontrolünün esas alınmasına yapılmaktadır. Para, modern ekonomilerde çoğunlukla özel sektör için hem bir varlığı hem de bir borcu temsil eden iç para biçimini almıştır. İç para, özel kesime kredi vermek suretiyle yaratılan banka mevduatıdır. Bankaların bilançolarında mevduata karşılık gelen bir özel sektör yükümlülüğü (krediler) vardır. Bu nedenle iç para, özel sektör için net servet olarak kabul edilmemektedir. Parasal tabanın büyük bir kısmının endojen olması söz konusudur. Para görüşünün, kesin bir şekilde sadece nakit ve banka mevduatını tam veya yakın ikamesi olmayan varlıklar olarak nitelendirmesi de eleştirilmektedir. Ekonomide, arzları para otoritesi tarafından kontrol edilemeyen likit varlıklar da vardır. Örneğin, yatırım fonu katılma belgeleri bankacılık sistemi dışında işlem görebilen ve istenildiği anda nakde çevrilebilme özelliği taşıyan enstrümanlardır. Bu tür para benzerlerinin varlığı, çok kısa dönemler hariç, para otoritesinin mevduat (para) arzını azaltarak faiz oranlarını ve dolayısıyla toplam talebi etkileme gücünü sınırlayabilmektedir.

Üçüncü itiraz, bu kanalda harcamalar üzerinde en fazla etkisi olduğu düşünülen faiz oranının uzun vadeli reel faiz oranı olmasına yapılmaktadır. Para politikasının en güçlü etkisinin gecelik faiz oranları gibi kısa vadeli faiz oranları üzerinde olması ve en zayıf etkisinin de uzun vadeli faiz oranları üzerinde olması söz konusudur (Bernanke ve Gertler, 1995: 28). Bu durumda para görüşünü savunan iktisatçıların, vade yapısının beklentiler modeline dayanarak, para politikasının uzun vadeli reel faiz oranlarına duyarlı harcamalar üzerinde önemli etkilere sahip olduğu yönündeki iddiaları ortada kalmaktadır.

Son olarak da, geleneksel aktarım kanalının ampirik bakımdan para politikasının harcamalar ve dolayısıyla üretim üzerindeki nispeten geniş etkilerini yeterince açıklayamamasına itiraz edilmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 27-8). Para görüşünü savunan iktisatçılar, tüketim ve yatırım

⁴ Bkz. Fazzari vd. (1988).

talebinin reel faiz oranıyla negatif ilişki içinde olduklarına dair güçlü ampirik kanıtlar bulunduğunu ileri sürmüşlerdir.⁵ Ancak, birçok ampirik çalışmada sermaye harcamalarının, envanter yatırımlarının ve diğer belli başlı harcama kategorilerinin faiz oranlarına duyarlılıkları çok düşük çıkmıştır.⁶ Bu nedenle üretimin para politikasındaki değişikliklere tepkisi, faiz oranı kanalının öngördüğünden daha fazla olmuştur.

Bu itirazlar, para görüşünün parasal aktarımdaki rolünü reddetmek anlamına gelmemelidir. Para görüşü, geleneksel aktarım kanalı olarak halen literatürdeki ağırlığını korumaktadır. Bu itirazlar, para görüşünün eksik yönlerini belirtmek amacıyla yapılmıştır. Nitekim son yıllardaki çalışmalar, para görüşünden daha geniş bir varlık ikamesine imkân veren ve bu görüşle birlikte para politikasının iktisadi faaliyet üzerindeki etkilerini daha iyi açıklayabilen tamamlayıcı bir kanala işaret etmektedir. Bu kanal, literatürde kredi görüşü veya ödünç verme görüşü olarak geçmektedir.

3. KREDİ GÖRÜŞÜ: BANKA ÖDÜNÇLERİ KANALI

Krediler, yirminci yüzyıl boyunca çeşitli iktisatçılar tarafından önemli bir parasal aktarım kanalı olarak görülmüştür.⁷ Son yıllarda, bu konunun yeniden araştırılmasının çeşitli sebepleri olmuştur. Ben S. Bernanke, entelektüel ilginin ötesinde bu sebepleri üç noktada özetlemiştir (Bernanke, 1993: 57). Birincisi, finansal piyasalarda yaşanan hızlı rekabet ve değişim ortamıdır. Bu durum, finansal buluşlar ve yenilikler ile düzenlemeden arındırma çabalarına bağlı olarak ortaya çıkmakta ve parasal aktarma mekanizmasının anlaşılmasını, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin zamanlaması ve boyutu hakkındaki değişikliklerin tahmin edilmesi açısından zorunlu kılmaktadır. İkincisi, kredilerle alakalı bazı değişkenlerin belli dönemlerde para politikasının iyi göstergeleri olduklarının kanıtlanmış olmasıdır. Bu dönemler, kredi piyasasındaki aksaklıkların derecesini vermektedir. Kredi piyasalarında enformasyonla ilgili problemlerin sıkı para politikası uygulanan dönemlerde kötüleştiği görülmüştür. Bu durum, firmalar açısından iç fonlarla dış fonların maliyetleri arasındaki farkın artması ve para politikasının reel sektör üzerindeki etkilerinin çoğalması şeklinde yorumlanmıştır. Üçüncüsü, banka ödünçlerinin parasal

⁵ Bu çalışmalara örnek olarak Jorgenson (1963), Taylor (1993, 1995) ve Romer ve Romer (1994) verilebilir.

⁶ Toplam talebin faiz elastikliğinin çok düşük olduğunu gösteren çalışmalara örnek olarak, Hirtle ve Kelleher (1990) verilebilir. Uygur (1991) ve Özatay (1990) ise, Türkiye ekonomisi için yapılan uygulamalarda benzer sonuçlara ulaşan çalışmalardır.

⁷ Hawtrey (1919), Fisher (1933), Keynes (1936), Roosa (1951), Radcliffe Komitesi (1959), Gurley ve Shaw (1955, 1960) ve Friedman (1981) kredi literatürüne başlangıç niteliği taşıyan çalışmalar olarak kabul edilmiştir.

aktarımdaki rolü ile bankaların finansal piyasalardaki özel konumları arasında önemli bir ilişki olmasıdır. Bu konu, bankacılık sistemi düzenlemeleri ve mevduat sigortası ile ilgili güncel tartışmalardaki temel sorun olmaya devam etmektedir.

Kredi konusuna olan akademik ilginin arkasında ise yeni bir araştırma programı yer almıştır. Bu programdaki teorik çalışmaların motivasyon kaynağı, IS-LM modeline dayalı geleneksel aktarma mekanizmasının reel kesim ve finansal kesim arasındaki etkileşimi tam olarak açıklayamamasıdır. 1970'lerin sonuna gelindiğinde, makro iktisat literatürünün reel/finansal kesim etkileşimi konusunda ulaştığı nokta, paranın ve para piyasası faaliyetlerinin esas alınması ile finansal sistemin diğer unsurlarının ihmal edilmesi şeklinde ifade edilmektedir (Gertler, 1988: 566). Bu aşamada, yeni klasik iktisat okulunun politika etki(n)sizliği önerisi de dahil, finansal faktörlerin üretim ve istihdam üzerindeki etkileri halen para arzı şokları çerçevesinde düşünülmektedir. Dolayısıyla, iktisatçıların dikkatinin kredilerden ziyade iktisadi faaliyetle en çok alakalı büyüklük olan paraya çevrilmesi normal karşılanmaktadır. Finansal piyasalar tüm karmaşalarına rağmen makro modellerde sadece iki değişkenle temsil edilmektedir. Bunlar; faiz oranı ve para stokudur. Faiz oranı, finansal piyasalar ve reel kesim arasındaki ilişkiyi vurgulayan tek finansal değişkendir ve para stoku, makro modellerde görülen tek finansal büyüklüktür (Blanchard ve Fischer, 1989: 478). Ticari bankalar da, yükümlülüklerinin bir kısmının para arzı tanımına girmesi nedeniyle makro iktisatçıların dikkatini çeken tek finansal kurumdur (Gertler, 1988: 563).

Ancak, makro iktisat literatürü 1970'lerin sonundan itibaren finansal piyasaların ekonomideki rolü ile ilgili düşüncede önemli bir değişime işaret etmektedir. Faiz oranının tek başına finansal piyasalar ve reel kesim arasındaki bağları yeterince yansıtmadığı iddia edilmekte; kredi temin edilebilirliğinin ve bilançoların kalitesinin yatırım harcamalarının önemli belirleyicileri oldukları savunulmaktadır. Dahası, para stokuna fiyat seviyesinin ve üretimin belirlenmesinde anahtar büyüklük olma rolü verilmemekte ve bu husus, kısmen para stokunun endojen olması ile kısmen de finansal sistemin veri bir faaliyet seviyesinin finansmanı için ihtiyaç duyulan iç parayı yaratabilecek kadar esnek olması ile açıklanmaktadır (Blanchard ve Fischer, 1989: 478).

Yeni araştırma programı, mikro bazda yatırımların alternatif fon kaynaklarının maliyetleri (iç fon temin edilebilirliği, nakit akımı, yeni borç ya da öz kaynak finansmanına erişim imkânları), kredi piyasalarının performansı gibi finansal değişkenlere bağlı olduğunu ve makro bazda konjonktür analizinin finansal yönlerinin bulunduğunu ileri sürmektedir. Mikro temelleri finansman hiyerarşisi ve kredi tayinlaması teorileri altında

incelenen bu yaklaşım, riskden kaçınan firma ve banka teorileri yoluyla makro analize taşınmaktadır.⁸ Bu bağlamda, enformasyon ekonomisindeki gelişmelerin ve ampirik çalışmalardaki ilerlemelerin katkılarından söz edilmektedir.⁹

Parasal aktarım konusu, yeni araştırma programında kredi görüşüyle temsil edilmektedir. Kredi görüşünün teorik temellerinde yeni araştırma programındaki modellerin çıkarımları yer almaktadır. Kredi piyasalarının asıl fonksiyonu, ekonomide tasarrufların ve yatırımların etkin bir şekilde tahsisini sağlamaktır. Ödünç alanlar ve ödünç verenler arasındaki eksik enformasyondan kaynaklanan sorunlar, kredi piyasalarının işleyişinde de etkili olmaktadır. Ödünç veren kurumlar, esas görevlerinin yanında bu tür sorunlarla da ilgilenmek zorunda kalmaktadır.¹⁰ Enformasyon problemleri, finansal aracılardan ortaya çıkış sebeplerini ve finansal sistemin karmaşık yapısını en az işlem maliyetleri kadar ve hatta onlardan daha iyi açıklayabilmektedir. Enformasyon problemleri, kredi piyasalarındaki dengelerin tayinleme yoluyla oluşma ihtimallerini de ortaya koymaktadır. Kredi görüşü, bu özellikleri dolayısıyla yeni araştırma programının finansal piyasalarla ve para politikasıyla ilgili bir alt-kolu olmaktadır.

Kredi görüşü, finansal piyasalardaki asimetrik enformasyon problemi nedeniyle para politikasındaki değişikliklerin etkilerinin reel ekonomiye aktarılmasında kredilerin ve bilançoların önemini vurgulamakta ve likidite faktörüne yer vermektedir. Kredi kanalının çalışması, iki aktarma mekanizmasıyla gösterilmektedir. Bunlar; banka ödünçleri kanalı ve geniş kredi kanalı veya bilanço kanalıdır. Geniş kredi kanalı, kredi piyasası

⁸ Bkz. Stiglitz ve Weiss (1981); Myers ve Majluf (1984); Fazzari vd. (1988); Stiglitz (1992); Greenwald ve Stiglitz (1993).

⁹ Enformasyon ekonomisindeki gelişmeleri finansal piyasa konularına uygulanacak şekilde genişleten önemli çalışmalar için bkz. Jaffee ve Russell (1976), Jaffee ve Stiglitz (1990), Stiglitz ve Weiss (1981), Williamson (1986, 1987a, 1987b), Bernanke ve Gertler (1989) ve Gertler (1988). Ampirik çalışmalardaki ilerlemelerin katkısını veren literatürün birinci kolu, Büyük Bunalım'da finansal faktörlerin rolünü yeniden araştıran çalışmaları; ikinci kolu ise savaş sonrası dönem para-(toplam talep)-üretim ilişkisini vektör otoregresyon (VAR) tekniğine dayalı olarak yeniden sorgulayan çalışmaları kapsamaktadır. Birinci koldaki literatür için bkz. Kindleberger (1973); Mishkin (1976, 1978); Temin (1976, 1989); Hunter (1982); Bernanke (1983); Hamilton (1987, 1992); Haubrich (1990); Calomiris (1993). İkinci koldaki literatür için bkz. Sims (1972, 1980) ve Litterman ve Weiss (1985).

¹⁰ Bunlar; tersi seçim, ahlâki tehlike (zafiyet), maliyetli durum doğrulaması (izleme maliyetleri) ve temsilci maliyetleridir. Bu sorunlar genel olarak kredi sözleşmesi yapan taraflar arasındaki asimetrik enformasyondan kaynaklanmaktadır. Yeni araştırma programına göre enformasyon problemleri, kredi piyasasındaki aksaklıkların temelini oluşturmaktadır. Bu problemlerin kesin çizgilerle birbirinden ayrılması da mümkün değildir. Kredi piyasası aksaklıklarının mikro modelleri hakkında ayrıntılı bilgi ve açıklamalar için bkz. (Walsh, 2001: 288-302).

aksaklıklarının sadece banka ödünçleri piyasası ile sınırlı olmadıkları, fakat tüm kredi piyasaları için önemli oldukları görüşüne dayanmaktadır (Walsh, 2001: 286). Bu kanalda; öz sermaye, nakit akımı ve likit varlıklar gibi finansal değişkenlerin para politikasındaki değişikliklere tepkisi önem kazanmaktadır.

Banka ödünçleri kanalı ise banka kredisinin özel statüsü ve bankaların ekonominin finansal yapısındaki rolü üzerinde durmaktadır. Para görüşünün aksine, bankalar bu kanalda para politikasının etkilerinin reel ekonomiye aktarılmasında önemli bir rol üstlenmektedir. Banka kredisinin “özel” olmasının veya yakın ikamelerinin bulunmamasının nedeni, bankaların kredi piyasalarında sahip oldukları enformasyon üstünlükleridir. Birçok ödünç alıcı ve özellikle de banka dışı kaynaklardan fon temininde güçlük çeken küçük firmalar, bankaların kredi piyasalarında asimetric enformasyon problemlerini çözmek üzere çok uygun bir konumda olmaları dolayısıyla bu piyasalara bağımlı hale gelmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 40). Bu firmalar ve tüketiciler, bankalardan ödünç alamadıkları zaman kredi piyasalarına ulaşamamakta ve banka ödünçlerindeki azalmalar, bunların harcamalarının azalmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan büyük firmalar, hisse senedi ve tahvil piyasaları gibi diğer fon kaynaklarına kolay erişim imkânları sebebiyle para politikası değişikliklerinden küçük firmalar kadar etkilenmemektedir.

Para görüşü bankaların bilançolarının pasif tarafının önemini vurgularken, kredi görüşü bankaların bilançolarının aktif tarafının önemini vurgulamaktadır. Para politikası, bankacılık sistemindeki rezervler yoluyla parasal tabanı etkilemekte ve bu da, faiz oranlarında ve bankacılık sektörünün bilançosunda ayarlanmalara neden olmaktadır. Para görüşünde, mevduat ve para arzı üzerindeki nihai etkiler, bankacılık sektörü bilançosunun pasif tarafındaki ayarlanmalara yansımaktadır. Çünkü bu görüşte, merkez bankasının para politikası vasıtasıyla nominal “dış para” miktarını kontrol edebildiği varsayılmaktadır. Örneğin, merkez bankasının para arzını azaltmak istemesi halinde, açık piyasa satışları yoluyla bankacılık sistemindeki rezervleri çekerek faiz oranlarını artırması ve bunun da toplam talebi bastırması beklenmektedir. Oysa para politikası, bankacılık sistemindeki rezervler ve faiz oranları yoluyla banka kredisi arzını ve dolayısıyla bankacılık sektörü bilançosunun aktif tarafını da etkilemektedir. Bankalar, açık piyasa satışından sonra rezervlerindeki azalmayı menkul kıymet portföylerini ayarlayarak ya da mevduat sertifikası gibi rezerv tutmayı gerektirmeyen yükümlülükler ihraç ederek telafi edebilir; aksi halde, verdikleri ödünç miktarını azaltmak zorunda kalabilirler (Walsh, 2001: 286). Buna göre banka ödünçleri kanalının çalışması için iki önkoşul gerekmektedir. Birincisi, bankalar açısından mevduat dışı fonların mevduatın tam ikamesi olmaması ve ikincisi de, hem bankalar hem de

bankalardan ödünç alanlar açısından banka kredisine yakın ikamelerin bulunmamasıdır (Haan, 2003: 294).

Banka ödünçleri kanalı, faiz oranı kanalından ayrı bir aktarma mekanizması değildir. Bu hususu, banka ödünçleri kanalının işleyişinin önkoşulları da göstermektedir. Birinci önkoşul, para görüşünde paranın “özel” olması varsayımıyla ifade edilmiştir. Ama, önemli olan ikinci önkoşulun gerçekleşmesidir. Bazı ödünç alıcılar (özellikle küçük firmalar ve tüketiciler) bankalara bağımlı olmalı ve bankalar, kredileri portföylerindeki menkul kıymetlerin eksik ikameleri olarak görmelidir. Para politikası toplam talebi ancak bu sayede, sadece faiz oranları yoluyla değil, banka kredisi arzı yoluyla da etkileyebilmektedir (Brissimis ve Magginas, 2005: 881-2). Merkez bankası daraltıcı bir politika izlediği zaman banka mevduatı azalacak ve kredi arzı, toplam talep üzerinde faiz oranlarındaki artışın yarattığı etkiyi tamamlayacak şekilde düşecektir. Banka ödünçleri kanalının varlığı, kredi arzı üzerindeki bu etkinin kredi talebi daralmasından yani, kredi talebinin yüksek faiz oranlarına ve bunun sonucunda üretimdeki düşüslere bağılı olarak azalmasından ayrılmasını zorunlu kılmaktadır.

3.1. Bernanke ve Blinder Modeli

Ben S. Bernanke ve Alan S. Blinder, banka ödünçleri kanalının işleyişini açıklayan ilk modeli geliştirmişlerdir. Modelin kuruluş amacı, para politikasının toplam talebi ilave bir kanal yoluyla nasıl etkilediğini göstermektir. Model, geleneksel IS-LM modelinin genişletilmiş bir biçimidir. Bernanke ve Blinder’e göre IS-LM modeli, toplam talebin standart modeli olarak banka varlıklarına ve banka borçlarına eşit muamele yapmamakta; bankanın borcu olan mevduata (paraya) toplam talebin belirlenmesinde özel bir rol vermektedir (Bernanke ve Blinder, 1988: 435). Ayrıca IS-LM modeli, banka ödünçlerini “tahvil piyasasında” diğer borç enstrümanlarıyla birlikte ele almakta ve bir anlamda onları önemsizleştirmektedir. Bernanke ve Blinder, IS-LM modelinin bu özelliğinin Walras Yasası’nı ihlal eden bir dengesizlik olduğunu belirtmişlerdir. Bernanke ve Blinder’e göre toplam talebin belirlenmesinde banka ödünçlerinin de rolü olmalıdır.

Bernanke ve Blinder, bu noktadan hareketle toplam talebin belirlenmesinde hem paraya hem de “kredilere” (banka ödünçlerine) rol veren bir model kurmuşlardır. Bernanke ve Blinder modelinin en önemli özelliği, sadece paraya dayalı olan standart modelden daha geniş bir varlık ikamesine izin vermesidir. Para ve tahvil, standart modelde görünen ve birbirlerinin eksik ikamesi olan iki finansal varlıktır. Bernanke ve Blinder standart modele üçüncü bir varlığı, banka ödünçlerini, ekleyerek IS-LM modelinin genişletilmiş biçimine ulaşmışlar ve banka ödünçlerinin de diğer iki finansal varlıkla eksik ikame halinde olduğunu kabul etmişlerdir. Bu

önemli bir varsayım olup, bankaların kredi piyasalarındaki özel konumlarını vurgulamak amacıyla yapılmıştır.

Bernanke ve Blinder modelinde IS-LM modelinin aksine üç piyasa bulunmaktadır. Bunlar; para, kredi ve mal piyasalarıdır. Model, üç finansal varlıkla (para, tahvil ve kredilerle) bu piyasaların nasıl dengeye geldiğini göstermektedir. Bernanke ve Blinder modeli, IS-LM modelinin tahviller ve krediler arasındaki tam ikame edilebilirlik varsayımını terk etmiştir. Ayrıca, kredi tayinlemesinin olmadığı varsayılmıştır. Bernanke ve Blinder modeli, IS-LM modelinin genişletilmiş bir biçimi olduğu için kısa dönemde fiyat seviyesini sabit kabul etmekte ve ekonominin sadece talep yönünü ele almaktadır. Dolayısıyla, bu model de IS-LM modeli gibi ekonominin arz cephesini ihmal etmektedir.

Modelde banka ödünçleri kanalının tanıtımına, IS-LM modeline bir bankacılık sektörü eklenerek başlanmaktadır. Bankaların varlık olarak tahvil B^b , kredi L^s ve rezerv R tuttukları ve borçlarının da mevduattan D olduğu varsayılmaktadır (Bernanke ve Blinder, 1988: 435). Buna göre sermayesi ihmal edilen herhangi bir banka için basitleştirilmiş bilanço denklemi aşağıdaki gibi yazılmaktadır:

$$B^b + L^s + R = D \quad (1)$$

Ayrıca, bankaların sadece yasal nedenlerle rezerv tuttukları R^d ve zorunlu karşılık oranının τ olduğu kabul edilerek,

$$R = R^d = \tau D \quad (2)$$

denkleminde ulaşılmakta ve denklem (1) tekrar şöyle yazılmaktadır:

$$B^b + L^s + \tau D = D$$

$$B^b + L^s = (1 - \tau)D \quad (3)$$

Böylece, bankaların kredi ve tahvil şeklindeki varlıklarının toplamı $(1-\tau)D$ 'ye eşit olmaktadır.

Modelde, hem ödünç verenlerin hem de ödünç alanların tahviller ve krediler arasında bu enstrümanların faiz oranlarına göre seçim yaptıkları varsayılmaktadır (Bernanke ve Blinder, 1988: 435). Diğer bir ifadeyle, modelde krediler ve tahviller hem bankalar hem de firmalar açısından birbirlerinin eksik ikameleri olmaktadır. ρ kredilerin faiz oranı ve i tahvillerin faiz oranı olmak üzere, kredi talebi fonksiyonu L^d modelde şöyle verilmektedir:

$$L^d = L(\rho^-, i^+, y^+) \quad (4)$$

Kredi talebinin, kredilerin faiz oranıyla negatif ρ^- , tahvillerin faiz oranıyla i^+ ve gelir seviyesiyle pozitif y^+ bir ilişki içinde olduğu kabul edilmektedir. Gelir seviyesi y , kredi talebi fonksiyonundaki sınır değişken olup, talep

edilebilecek maksimum kredi miktarını göstermektedir. Kredi talebi fonksiyonuna gelir seviyesinin alınmasının sebebi, işlem amaçlı kredi talebiyle açıklanmaktadır. Bu talebin, firmaların çalışma sermayesi ve hanehalkının likidite ihtiyaçlarından kaynaklandığı belirtilmektedir.

Model, kredi arzı L^s fonksiyonunu ise şöyle tanımlamaktadır:

$$L^s = \lambda (\rho^+, i^-) (1 - \tau)D \quad (5)$$

Buna göre kredi arzının, tahvillerin faiz oranıyla negatif i^- , kredilerin faiz oranıyla pozitif ρ^+ bir ilişki içinde olduğu ve $(1 - \tau)D$ 'ye bağlı olduğu kabul edilmiştir. Mevduat ise kredi arzı fonksiyonundaki sınır değişken olup, arz edilebilecek maksimum kredi miktarını göstermektedir.

Denklemler (4) ve (5) bir araya getirilerek, kredi piyasası denge koşuluna ulaşılmaktadır:

$$L^d = L^s$$

$$L(\rho^-, i^+, y^+) = \lambda (\rho^+, i^-) (1 - \tau)D \quad (6)$$

Bernanke ve Blinder modeli, üç temel ilişki üzerine kurulmuştur (Bernanke ve Blinder, 1988: 436). Bunlardan birincisi, LM ilişkisi olup, standart modeldeki gibi para piyasasını tarif etmektedir. Mevduat (para) arzı D^s , banka rezervleri çarpı para çarpanı $(1/\tau)$ olarak tanımlanmış ve nakit ihmal edilmiştir:

$$D^s = R (1/\tau) \quad (7)$$

Mevduat (para) talebinin D^d ise işlem amaçlı para talebinden kaynaklandığı varsayılmıştır. Buna göre D^d , bankalarda işlem amacıyla mevduat (vadesiz mevduat) tutmanın alternatif maliyeti olan tahvil faizinin ve gelirin bir fonksiyonu olmuştur:

$$D^d = D(i^-, y^+) \quad (8)$$

Ayrıca, toplam servetin sabit olduğu varsayılmış ve toplam servet, para talebinin belirleyicileri arasına katılmamıştır. Denklemler (7) ve (8) bir araya getirilerek, para piyasası denge koşuluna ulaşılmıştır:

$$D^d = D^s$$

$$D(i^-, y^+) = R (1/\tau) \quad (9)$$

İkinci ilişki IS ilişkisi olup, standart modeldeki gibi mal piyasasını tarif etmektedir. Üretimin talep tarafından belirlendiği ve toplam talebin hem tahvil faiz oranı hem de kredi faiz oranı ile negatif bir ilişki içinde olduğu kabul edilmektedir. Buna göre IS denklemi aşağıdaki gibi yazılmaktadır:

$$y = Y(i^-, \rho^-) \quad (10)$$

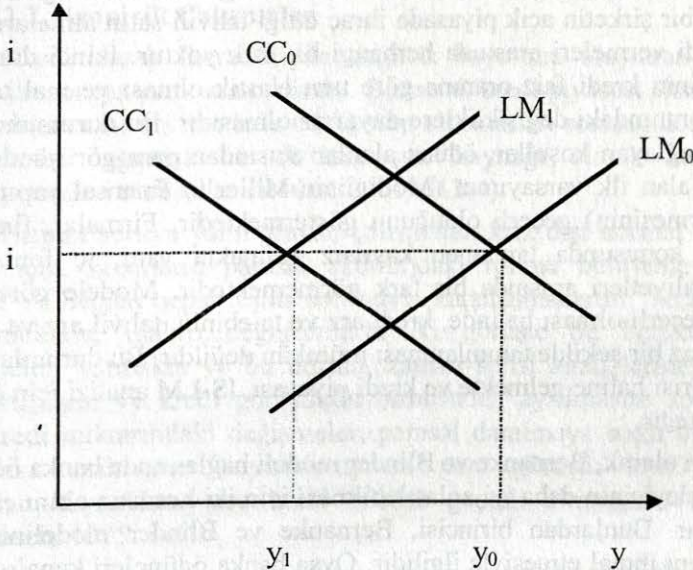
Üçüncü ilişki ise CC ilişkisidir. Bu ilişki, para piyasası ve kredi piyasası denge koşullarını veren denklemler, mal piyasası denge koşulunu veren IS denklemiyle birleştirilerek elde edilmekte ve “mallar ve kredi” ilişkisi adını almaktadır. Bu amaçla önce para piyasası denge koşulunu veren (9) numaralı denklemdeki R ($1/\tau$) ifadesi kredi piyasası denge koşulunu veren (6) numaralı denklemin sağ tarafındaki D yerine yazılarak kredi faiz oranı için çözüm yapılmakta;

$$\rho = \Phi(i^+, y^+, R^-) \quad (11)$$

ve sonra (11) numaralı denklem IS ilişkisini veren (10) numaralı denklemde yerine konulmaktadır:

$$y = Y(\bar{i}, \rho) = Y[\bar{i}, \Phi(\bar{i}, y^+, R^+)] \quad (12)$$

CC eğrisi de, IS eğrisi gibi negatif eğimlidir. Ancak, bu eğrinin IS eğrisinden farkı, para politikası değişikliklerine ve kredi piyasası şoklarına duyarlı olmasıdır. Bu durumda, para politikası değişikliklerinin hem LM ilişkisini hem de CC ilişkisini etkilemesi söz konusudur. Şöyle ki, LM eğrisini LM_0 'dan LM_1 'e sola yukarı doğru kaydıran bir parasal şok, kredi faiz oranındaki artışa bağlı olarak CC eğrisini de CC_0 'dan CC_1 'e sola içeri doğru kaydıracaktır (Şekil 1). Böylece üretim, başlangıçtaki y_0 denge seviyesinin çok altında y_1 seviyesinde gerçekleşmiş ve para politikasındaki değişikliklerin üretim üzerindeki etkisi sadece faiz oranı kanalının işlediği standart modelle karşılaştırıldığında daha fazla artmış olacaktır.



Şekil 1. Bernanke ve Blinder modelinde negatif bir parasal şokun etkileri

Kaynak: (Trautwein, 2000: 161).

Bernanke ve Blinder modeline göre, banka ödünçleri kanalının etkin bir şekilde çalışması için aşağıdaki koşulların sağlanması gerekmektedir:

(1) Kredi arzı, para politikası değişikliklerine duyarlı olmalıdır [denklem (5)].

(2) Firmaların ve hanehalkının harcamaları, kredi temin edilebilirliğine bağlı olmalıdır [denklemler (4) ve (10)]. Bu koşul; ödünç alanların reel harcamalarını, kredi temin edilebilirliğindeki bir azalmadan tam olarak tecrit edememeleri anlamına gelmektedir. Yani, krediler diğer finansman kaynaklarının eksik ikameleri olmalıdır.

(3) Bankalar, ödünç arzlarını para politikasının rezervlerinde yarattığı bir değişiklikten tam olarak tecrit edememelidir [denklemler (5) ve (11)]. Diğer bir ifadeyle, bankaların portföylerinde kredilerin tam ikameleri olan varlıklar bulunmamalıdır.

Öte yandan, Bernanke ve Blinder modeline göre banka ödünçleri kanalının çalışmadığı iki durum vardır. Bernanke ve Blinder, bu durumların parasal aktarımda sadece para görüşünün geçerli olması halinde ortaya çıkabileceklerini ifade etmişlerdir (Bernanke ve Blinder, 1988: 436). Bunlardan birincisi, kredi arzının kredi faiz oranına göre elastikliğinin sonsuz olması yani, bankaların bilançolarındaki kredileri ve tahvilleri birbirlerinin tam ikameleri olarak görmeleri durumudur. Bu durumda, para görüşündeki ikinci örtülü varsayım geçerli olmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, Fama'nın (1980) finansal sistemin sadece bir örtü olduğu iddiası doğrultusunda, bankaların bir şirketin açık piyasada ihraç ettiği tahvili satın almaları veya o şirkete kredi vermeleri arasında herhangi bir fark yoktur. İkinci durum ise, kredi talebinin kredi faiz oranına göre tam elastik olması ve mal talebinin kredi faiz oranındaki değişikliklere duyarsız olmasıdır. Bu durumun gerçekleşmesini sağlayan koşullar, ödünç alanlar açısından para görüşünde örtülü olarak yer alan ilk varsayımın (Modigliani-Miller'in finansal yapının ilgisizliği önermesinin) geçerli olduğunu göstermektedir. Firmalar, finansman kaynakları konusunda tamamen kayıtsız kalmakta yani, iç fonlarla dış fonların maliyetleri arasında bir fark görmemektedir. Modele göre bu iki durumun geçerli olması halinde, kredi arz ve talebinin, tahvil arz ve talebinden bağımsız bir şekilde tanımlanması mümkün değildir. Bu durumlarda, CC eğrisi IS eğrisi haline gelmekte ve kredi piyasası, IS-LM analizi için önemini kaybetmektedir.

Son olarak, Bernanke ve Blinder modeli bağlamında banka ödünçleri kanalının işleyişinin daha iyi anlaşılabilmesi için iki hususun altını çizmekte yarar vardır. Bunlardan birincisi, Bernanke ve Blinder modelinin kredi tayınlanmasını ihmal etmesiyle ilgilidir. Oysa banka ödünçleri kanalı, parasal aktarımda kredi kanalının rolü konusundaki tartışmaların çoğunda, kredi tayınlanmasıyla özdeş kabul edilmektedir. Bernanke'ye göre bu olgunun kredi

görüşüyle tutarsız hiçbir yönü bulunmamaktadır (Bernanke, 1993: 56). Hatta bu olgu, ampirik bakımdan kredi faizlerinin yapışkanlığını açıklamada yararlı olabilmektedir. Burada belirtilmesi gereken husus, kredi tayinlamesinin, kredi kanalının ortaya çıkması için yeterli ama, gerekli bir koşul olmadığıdır (Walsh, 2001: 288). Teoride, kredi kanalının varlığı için gerekli olan koşul, ödünç alanlar açısından banka ödünçlerinin ve diğer kredi türlerinin birbirlerinin eksik ikameleri olmalarıdır [(2).koşul].

İkinci husus, Bernanke ve Blinder modelinde kredi faiz oranlarının oynadığı rolle ilgilidir. Bu modelde, kredi faiz oranı tahvil faiz oranıyla birlikte kredi arz ve talebinin ve toplam talebin bir belirleyicisi olarak yer almaktadır. O halde, kredi kanalının işleyişini kredi faiz oranlarına veya faiz oranı farklarına bakarak da izlemek mümkündür. Yani, kredi kanalının işleyişini sadece para arzı, banka ödünçleri arzı, finansman bonusu ihracı gibi finansal piyasa büyüklüklerine bakarak izlemek yeterli olmayabilir. Eğer kredi görüşü doğruysa ve parasal bir daralmanın ekonomi üzerindeki etkisi banka ödünçlerinin azalması yoluyla gerçekleşiyorsa, sıkı para politikası uygulanan dönemlerde, kredi faiz oranlarının açık piyasa faiz oranlarına göre yükselmesi gerekmektedir (Bernanke, 1993: 58). Bernanke ve Blinder modeli, sıkı para politikası uygulanan dönemlerde kredi faiz oranı ve tahvil faiz oranı arasındaki farkın ($p - i$) açıldığını ima etmektedir. Bu husus, kredi kanalı teorisinde yan bir argüman olarak yer almalıdır.

3.2. Ampirik Çalışmalar

Kredi kanalı literatürünün ampirik boyutunu oluşturan çalışmalar genelde iki soruya yanıt aramışlardır. Birincisi, kredi piyasası aksaklıklarının parasal aktarım süreci üzerinde etkili olup olmadıkları sorusu; ikincisi de, bu aksaklıkların bağımsız bir iktisadi şok kaynağı olarak kabul edilip edilemeyecekleri sorusudur (Walsh, 2001: 313-4).

Birinci soruya yanıt arayan çalışmalar, kriz dışı normal konjonktür evreleri için, kredilerin parasal aktarımdaki rolünü belirlemeye yönelik olmuşlar ve hemen hepsi teşhis sorunuyla karşılaşmışlardır. Teşhis sorununun temelinde, makro değişkenlerin iki görüşte de benzer davranış sergilemeleri yatmakta ve bu durum, zaman serisi analizlerine dayanarak para görüşünün ve kredi görüşünün birbirinden ayrılmasını zorlaştırmaktadır. Kredi miktarındaki değişmeler, parasal daralmaya bağlı olarak kredi talebindeki azalmadan kaynaklanıyorsa para görüşü; kredi arzındaki azalmadan kaynaklanıyorsa kredi görüşü geçerli olmaktadır (Oliner ve Rutenbusch, 1995: 3-4).

Birinci soruya yanıt arayan çalışmaları dört grupta incelemek mümkündür. İlk grupta, Bernanke ve Blinder'in (1992) para politikası ve banka ödünçleri arasındaki zamanlama ilişkisini sorgulayan çalışmaları yer

almaktadır. Bernanke ve Blinder, 1980 öncesi dönemde ABD Merkez Bankası'nın (Federal Reserve Board: FED) gecelik faiz oranlarını yükseltmesini izleyen altı-dokuz ay içinde, bankaların menkul kıymet portföylerini yeniden düzenlemeye başladıklarını ve ödünç vermeyi büyük ölçüde azalttıklarını bulmuşlar ve banka ödünçlerindeki azalmanın işsizlik oranını artırdığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, banka ödünçlerinin parasal daralmaya yavaş tepki vermelerini, bankaların kredi portföylerini hızla ayarlamalarının zor olmasına bağlamışlar; çalışmalarındaki teknik sorunu ise paradan kredilere ve kredilerden de üretime doğru benzer bir zamanlama kalıbının, para görüşünde de ortaya çıkabilmesi olarak ifade etmişlerdir.

İkinci grupta, banka ödünçleri kanalının parasal aktarımda önemli bir rol oynamadığını gösteren çalışmalar vardır. Bu çalışmaları; King (1986), Romer ve Romer (1990) ve Ramey (1993) yapmışlardır. King (1986), Granger nedensellik testlerini ve vektör otoregresyon (Vector Autoregression: VAR) tekniğini kullanarak, parasal büyüklüklerin gelecekteki üretimi banka ödünçlerine göre daha iyi tahmin ettiklerini bulmuştur. Romer ve Romer (1990), daraltıcı para politikası uygulanan dönemlerde kredi görüşüne destek veren herhangi bir kanıt bulamadıklarını belirtmişlerdir. Romer ve Romer'in hem klasik en küçük kareler metodu hem de iki aşamalı en küçük kareler metodu ile elde ettikleri regresyon sonuçları, para-üretim ilişkisinde önemli gecikmeler olduğunu göstermiştir. Romer ve Romer bu sonuçları, aktarma mekanizmasında para için bağımsız bir rolün desteklenmesi olarak yorumlamışlardır. Öte yandan, kredi-üretim ilişkisinde önemli gecikmelerin olmamasını ve iki regresyon tekniği ile elde edilen tahminler arasında fazla bir fark bulunmamasını da, aktarma mekanizmasında kredilere bağımsız bir rol verilemeyeceği şeklinde yorumlamışlardır. Ramey (1993) ise kredi kanalının işleyişine en sert eleştiriyi yöneltmiştir. Ramey, Romer ve Romer'in yaklaşımını bir eş bütünleşme (cointegration) analizi kullanarak geliştirmiş ve endüstriyel üretimin politika şokuna tepkisini tahmin etmiştir. Çalışmada, politika şokunu temsilen gecelik faiz oranlarındaki ve bir tür sözel indeks olan Boschen-Mills göstergesindeki¹¹ değişimler kullanılmış ve üç kredi değişkeninin davranışı incelenmiştir. Birçok durumda, kredi değişkenlerinin para politikası şoklarının üretim üzerine aktarımında önemsiz bir rol oynadıkları ortaya çıkmıştır. Ramey bu kanıtlara dayanarak, para kanalının esas itibarıyla kredi kanalından çok daha önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bu çalışmaların ortak özelliği, geçmiş verilerle yapılan zaman serisi analizlerinde, parasal büyüklüklerin reel iktisadi faaliyeti kredi değişkenlerine göre çok daha iyi tahmin ettiklerini göstermeleridir. Ancak, kredi görüşünü savunan iktisatçılar bu konuya ihtiyatla yaklaşmışlardır. Çünkü, bu

¹¹ Boschen-Mills göstergesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. (Walsh, 2001: 35-7).

iktisatçılara göre geçmişe ait verilerle çalışmak geleceğe ait verilerle çalışmaktan daha kolaydır ve gelecekte hangi finansal/parasal göstergenin önem kazanacağını bilmek zordur (Bernanke, 1993: 59-60). Burada sorun, kredi kanalı teorisinin ampirik çalışmalardan zamanlama kalıpları çıkarmak üzere yeterince gelişmemiş olmasıdır (Walsh, 2001: 315-6). Bu husus, ileriye dönük beklentiler dikkate alındığında özellikle doğru olmaktadır. Gelecekteki üretim beklentileri, kredi-üretim ilişkisini değiştirecek şekilde firmaların envanterlerini ve bankaların kredi portföylerini yeniden ayarlamalarına neden olabilir. Bu da, kısa dönemde para-kredi-üretim ilişkilerinin zamanlama kalıplarını yorumlamayı güçleştirir.

Bu çalışmaların banka ödünçleri kanalını olumsuz yönde değerlendirmeleri, teşhis sorunuyla da ilgilidir. Daraltıcı para politikası, hem banka borçlarında hem de banka varlıklarında azalmaya yol açacaktır. Böyle bir durumda, bankacılık sektörü bilançosunun iki tarafındaki azalmadan kaynaklanan üretim düşüşlerini sadece para kanalına veya kredi kanalına ya da her ikisine birden bağlamak zorlaşacaktır. Teşhis sorununu çözenin yolu, banka dışı alternatif kredi türlerine bakmaktır. Banka ödünçleri kanalına göre parasal daralmadan sonra kredi miktarındaki düşüşün nedeni kredi arzındaki azalmadır. Çünkü, daraltıcı para politikası banka ödünçleri arzını azaltmada ayrı bir etkiye sahiptir. Banka ödünçlerinin daha az temin edilebilmesi, firmaları ve tüketicileri diğer kredi kaynaklarına yöneltecektir. Bu durumda, banka dışı alternatif kredi kaynaklarının talebi artacak ve ekonomi genelinde kredilerin kompozisyonu değişecektir. Para görüşünde ise daraltıcı politikadan sonra kredi miktarındaki düşüşün nedeni kredi talebindeki azalmadır. Çünkü, parasal daralma toplam talebi ve toplam kredi talebini azaltacak şekilde faiz oranlarını yükseltmektedir. Bu görüşte, parasal daralmadan sonra mevcut tüm kredi türlerinin talebi azalacaktır (Oliner ve Rutenbusch, 1995: 4).

Üçüncü grupta, teşhis sorununu çözmek üzere banka dışı alternatif kredi türlerini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmaların bir bölümü toplulaştırılmış verilerle ve bir bölümü de ayrıştırılmış verilerle yapılmıştır. Kashyap vd. (1993) ilk bölümdeki, Gertler ve Gilchrist (1993, 1994), Oliner ve Rutenbusch (1992) ve Kashyap vd. (1992) ikinci bölümdeki çalışmalara örnek olarak verilebilir.

Kashyap vd. (1993), teşhis sorununa kredilerin banka ve banka dışı kaynaklar arasındaki kompozisyonunu araştırarak yer vermişlerdir. Kashyap vd., Romer ve Romer'in (1989) federal açık piyasa komitesi (Federal Open Market Committee: FOMC) toplantı tutanaklarından belirledikleri daraltıcı politikaya geçiş tarihlerini kullanmışlar ve banka dışı finansman kaynağı olarak, ABD'de 1960'lardan beri önem kazanan finansman bonusu ihracını incelemişlerdir. Finansman bonusu ihracının genelde parasal daralma

dönemleri süresince hızla genişlediğini bulmuşlar ve bu durumu, kredi görüşünü destekleyici bir gelişme olarak yorumlamışlardır. Kashyap vd.'ne göre şirketlerin finansman tercihleri, parasal daralmayı müteakip banka ödünçlerinden uzaklaşmaktadır. Fakat bu geçiş, esas itibariyle banka ödünçlerindeki daralma nedeniyle değil, finansman bonusu ihracındaki artıştan dolayı ortaya çıkmaktadır.

Toplulaştırılmış verilere dayalı kanıtlar, ödünç alanların konjonktüre karşı duyarlılıklarında ve kullandıkları kredi türlerinde homojenlik olmadığı için sorun yaratmışlardır. Küçük firmaların satışlarının büyük firmaların satışlarına göre konjonktürden daha fazla etkilenmesi ve küçük firmaların, finansman bonusu piyasasına daha kolay erişebilen büyük firmalara göre banka ödünçlerine daha çok bağımlı olmaları söz konusudur. Gertler ve Gilchrist (1993, 1994), Kashyap vd.'nin sonuçlarını, küçük ve büyük imalat firmalarının davranışlarını karşılaştırmak suretiyle geliştirmişlerdir. Gertler ve Gilchrist, parasal daralma sonrası finansman bonusu ihracındaki artışın tamamen büyük firmaların ödünçlerindeki artışı yansıttığını göstermişlerdir. Çalışmanın sürpriz sonucu ise, büyük firmaların parasal daralma dönemlerinde banka ödünçlerini de artırmalarıdır. Aksine, küçük firmaların hem toplam ödünçleri hem de banka ödünçleri parasal daralmayı müteakip hızla azalmaktadır. Bu durum, politika değişimini izleyen iki yıl boyunca büyük ve küçük firmaların envanter yatırımlarında ve satış büyümelerinde belirgin farklara yol açmaktadır.

Gertler ve Gilchrist'in sıkı para politikasından mağdur olan firmaların genelde küçük firmalar olduğu yönündeki bulguları, başka çalışmalarla da teyit edilmiştir. Örneğin, küçük ve büyük firmaların yatırımlarını karşılaştıran Oliner ve Rudenbusch (1992), küçük firmaların sermaye yatırımlarının parasal daralmadan sonra daha hızlı bir şekilde düştüğünü bulmuşlardır. Kashyap vd. (1992), bir grup halka açık şirketi analiz etmişler ve dış finansman temini bakımından bankalara bağımlı olan bu şirketlerin, 1981-1982 parasal daralma döneminde envanterlerini nispeten daha hızlı bir şekilde azalttıklarını göstermişlerdir. Bunlar; tahvil derecelendirmeleri olmayan ve iç likiditeleri düşük olan şirketlerdir.

Gertler ve Gilchrist, küçük firmaların genellikle büyük firmalara göre finansal açıdan daha zayıf olduklarına ve kredi maliyetlerinin bu firmalar için daha yüksek olduğuna dikkat çekmişlerdir. Gertler ve Gilchrist, bankaların küçük firmalarla yaşamlarının kısa olması nedeniyle uzun süreli bir müşteri ilişkisine girmek ve böyle bir ilişkiye yatırım yapmak istemediklerini de belirtmişlerdir.

Öte yandan, ayrıştırılmış verilere dayalı olan çalışmalar, daraltıcı bir politikanın küçük ve büyük firmaların banka ve banka dışı finansman karması üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını göstermiştir. Bu durum,

banka ödünçleri kanalı olmadan da şirketlerin finansman davranışının açıklanabileceği şeklinde yorumlanmıştır.¹²

Buraya kadar incelenen çalışmalar daha çok para arzı, kredi arzı ve finansman bonusu ihracı gibi finansal piyasa büyüklüklerine dayalı olarak yapılmışlardır. Literatürde, bu çalışmaları tamamlayıcı mahiyette, finansal piyasa fiyatlarına yani, faiz oranlarına veya faiz oranları farklarına bakmak şeklinde bir strateji de gelişmiştir (Bernanke, 1993: 58-9). Ancak, bu stratejinin alternatif hipotezlerin test edilmesi için uygun olmadığı görülmüştür. Burada sorun, kredi sözleşmesinde yazılı faiz oranının, kredilerin gerçek fiyatını yansıtmamasıdır. Kredilerin gerçek fiyatı çok boyutlu olup, vadeyi, teminat koşullarını ve sözleşmedeki diğer hükümleri de içine almaktadır. Ayrıca, ortalama kredi faiz oranı serilerinin kullanılabilirliği de tartışmalı bir konudur. Bu serilerin, bankaların üstlendikleri kredi risklerinin zaman içinde sabit kalmaması nedeniyle anlamlı olmadıkları ifade edilmiştir. Sonuçta, sadece kredi faiz oranlarına bakarak parasal aktarımda kredi kanalının varlığını tespit etmenin doğru olmayacağı kanaatine ulaşılmıştır.

Dördüncü grupta, bu noktadan hareketle yapılan çalışmalar vardır. Bernanke (1990) ve Friedman ve Kuttner (1992) gibi bazı makro iktisatçılar, tamamlayıcı stratejinin bir uzantısı olarak kredi benzerlerinin faiz oranlarıyla hazine bonusu faiz oranları arasındaki farkları araştırmışlar ve bu farkların, iktisadi faaliyetin gidişatı hakkında ne ifade ettiğini göstermeye çalışmışlardır.

Bernanke (1990), finansman bonusu faiz oranları ve hazine bonusu faiz oranları arasındaki farkın daraltıcı para politikasının bir göstergesi olduğunu önermiştir. Bernanke'nin bu açıklaması, kredi görüşüyle tutarlı olup, Kashyap vd.'nin finansman bonusu ihracıyla ilgili bulgularını tamamlamıştır. Daraltıcı para politikası, kredi görüşünde olduğu gibi kredi arzını azaltıyorsa, firmaları finansman bonusu piyasasına girmeye zorlamalıdır. Finansman bonusu piyasasındaki arz baskısı, finansman bonolarının fiyatlarını düşürmekte ve finansman bonusu faiz oranlarını hazine bonusu faiz oranlarına göre yükseltmektedir. Böylece, faiz oranları arasındaki fark açılmaktadır. Bernanke, aynı hususun bankalar açısından mevduat sertifikası faiz oranı ve hazine bonusu faiz oranı arasındaki fark için de geçerli olduğunu belirtmiştir. Bu açıklama da kredi görüşüyle tutarlıdır. Eğer parasal daralma bankaları mevduat sertifikası piyasasından fon teminine zorluyorsa, mevduat sertifikalarının faiz oranları da hazine bonusu faiz oranlarına göre yükselmelidir. Her halükarda, faiz oranları arasındaki farkın açılması, sıkı para politikası uygulandığına ve bu da, iktisadi faaliyetin gerileyeceğine işaret etmektedir.

¹² Bu çalışmalara örnek olarak Oliner ve Rudenbusch (1995, 1996) verilebilir.

Friedman ve Kuttner (1992), bu konuda firma nakit akımlarının konjonktüre duyarlı oldukları yönünde alternatif bir hipotez ileri sürmüşlerdir. Friedman ve Kuttner'a göre para politikasına veya başka bir sebebe bağlı olarak nihai talepte düşüş beklendiğinde, firmaların nakit akımları azalacak ve envanterleri artacaktır. Azalan nakit akımları, istenmeyen envanter birikimleriyle birlikte firmalar için bir finansman açığı yaratacaktır. Bu finansman açıkları, firmaları finansman bonusu piyasasına girmeye zorlayacak ve finansman bonusu faiz oranlarıyla hazine bonusu faiz oranları arasındaki fark artacaktır. Friedman ve Kuttner, bu durumun, konjonktürün tepe noktalarından hemen önce veya bu noktalarda oluştuğunu belirtmişler ve dolayısıyla, finansman bonusu faiz oranlarıyla hazine bonusu faiz oranları arasındaki farkın açılmasını, gelecekte olumsuz ekonomik koşulların habercisi olarak yorumlamışlardır. Friedman ve Kuttner'ın açıklamalarının genelde Kashyap vd.'nin finansman bonusu ihracı konusundaki kanıtlarıyla tutarlı olduklarını söylemek mümkündür. Öte yandan, Friedman ve Kuttner'ın nakit akımı hipotezleri, hem para görüşünde hem de kredi görüşünde çalışabildiği gerekçesiyle eleştirilmiştir.

Banka ödünçleri arzındaki hareketlerin tek başına konjonktüre sebep olabilecekleri düşüncesi, makro iktisatçıları kredi arzı şoklarının ekonomi üzerindeki etkilerini araştırmaya yöneltmiştir. ABD ekonomisinin 1989-1992 döneminde yaşadığı deneyim de, bu ilişkilerin araştırılmasında etkili olmuştur. Söz konusu dönemde, FED'in faiz oranlarını yirmi kattan daha fazla düşürmesine rağmen toplam talep %2'den daha az artmış, yatırımlar ise azalmıştır. Banka ödünçlerindeki alışılmamış düşüşler ve firmaların ödünç alırken karşılaştıkları güçlükler, 1990-1991 resesyona katkıda bulunmada kredi piyasalarının bağımsız bir rol oynadıklarına dair kanıtlar olarak ileri sürülmüştür. Banka ödünçleri kanalının varlığını tespitiye yönelik olarak ikinci soruya yanıt arayan ve kredi arzı şoklarının konjonktür üzerindeki etkisini sorgulayan çalışmalara, Bernanke ve Lown (1992) ile Walsh ve Wilcox (1995) örnek verilmektedir.

Bernanke ve Lown (1992), ekonominin reel kesiminde bir problem olduğu zaman bankaların özel sektöre alışılmışından daha az kredi verdiklerini belirtmişler ve konjonktürün bu aşamasında bankaların kredi tayinlemesine gitmelerini normal karşılamışlardır. Walsh ve Wilcox (1995) ise banka ödünç arzı şoklarının, bankaların sermaye yeterlilik rasyolarındaki ve zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerle ve kredi kontrolleriyle ilişkili olduklarını göstermişlerdir. Walsh ve Wilcox, kredi faiz oranı şoklarının ABD'deki konjonktürde önemli bir rol oynadıkları yönünde kanıt bulamamışlar, fakat bu şokların 1990-91 resesyondaki rollerinin alışılmışın dışında olduğuna işaret etmişlerdir.

Kredi görüşü konusundaki ampirik çalışmaların çoğu ABD ekonomisi için yapılmıştır. Son yıllarda, Japonya, Avrupa ülkeleri ve Avrupa Parasal Birliği ile ilgili çalışmalar da dikkat çekmektedir.¹³ Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerden ve bankacılık krizlerinden sonra bu ülkeler için yapılan çalışmalarda da artış vardır.¹⁴ Türkiye ekonomisi üzerine yapılan ampirik çalışmalar ise Özatay vd. (1996), Gündüz (1999, 2001), Çavuşoğlu (2002), Çiçek (2005) ve Özçiçek'tir (2006).

Özatay vd. (1996), sanayi üretimi ve kredi miktarı arasındaki ilişkiyi indirgenmiş formda bir üretim denklemi kullanarak tahmin etmişlerdir. Çalışma, üç aylık verilere dayanmakta ve 1987-1995 dönemini kapsamaktadır. Tahmin sonuçları; reel faiz oranındaki, reel konsolide bütçe harcamalarındaki ve reel kurdaki gelişmelerin yanı sıra reel kredi miktarındaki değişmelerin de sanayi üretiminde dalgalanmalara yol açtığını göstermiştir. Çalışmada, reel kredi miktarındaki değişikliklerin anlamlı olmadığı, zamana yayıldığı da bulunmuştur.

Gündüz (1999, 2001), 1986-1998 dönemine ait aylık verileri kullanarak parasal aktarma mekanizmasında banka ödünçleri kanalının rolünü analiz etmiştir. Çalışma, bir VAR modelinden elde edilen tahmin sonuçlarına dayanmakta ve teşhis sorununun varlığına rağmen banka ödünçleri kanalının işleyişine dair kanıtlar sunmaktadır. Ampirik bulgular, parasal daralmadan sonra bankaların menkul kıymetlerinin ve kredilerinin ani olarak mevduatlarından daha fazla azaldığını göstermiştir. Kredilerle üretim arasındaki etki-tepki (impulse-response) ilişkilerinin zamanlaması ve varyans ayrışımı sonuçları da, banka ödünçleri kanalı lehine görünmüştür. Bununla birlikte, tahmin sonuçlarının geleneksel faiz oranı kanalıyla ve döviz kuru kanalıyla da tutarlı olduğu belirtilmiştir.

Çavuşoğlu (2002), 1988-1999 dönemi için Türk bankacılık sistemindeki 58 mevduat bankasının ödünç verme davranışlarını araştırmıştır. Çalışmada, Genelleştirilmiş Momentler Metodu ve dinamik panel verilere dayalı modeller kullanılmıştır. Ancak, tahmin sonuçları banka ödünçleri kanalının varlığını desteklememiştir. Denklem tahminleri, modellerde para politikası göstergesi olarak kullanılan zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler ile kredi arzının büyüme oranı arasında önemli bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur. Ampirik bulgular, banka ödünç verme davranışının bilançoların sağlamlığı ve aktif portföylerinin kalitesi gibi bankalara özgü

¹³ Bkz. Ogawa (2000), Nagahata ve Sekine (2005), Kakes ve Sturm (2002), Atanasova ve Wilson (2004), Fountas ve Papagapitos (2001) ve Lensink ve Sterken (2002).

¹⁴ Bkz. Borensztein ve Lee (2002), Kim vd. (2002) ve Agénor vd. (2004). Alper ve Sağlam (2001), Civeir (2003) ve İşcan (2003), bu konuda Türkiye ekonomisi üzerine yapılan çalışmalardır.

faktörler ile Hazine'nin bankacılık sistemine sattığı kamu menkul kıymetleri tarafından etkilendiğini göstermiştir.

Çiçek (2005), VAR metodolojisini ve üç aylık verileri kullanarak, 1995Q1-2003Q2 dönemi için Türkiye'de parasal aktarma mekanizmasının işleyişini incelemiştir. Geleneksel faiz oranı kanalı dışında çalışmaya konu olan üç kanal daha vardır. Bunlar; banka kredisi kanalı, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalıdır. Sonuçlar, iktisadi faaliyetteki dalgalanmaların yaklaşık %25'nin faiz oranı kanalı aracılığıyla parasal faktörler tarafından belirlendiğini ortaya koymuştur. Diğer üç kanalın ise para politikasının iktisadi faaliyet üzerindeki etkinliğini azaltırken, fiyatlar üzerindeki etkinliğini artırdıkları görülmüştür. Ampirik bulgular, banka kredilerindeki değişimin çok küçük bir kısmının (%0.45) faiz oranlarından kaynaklandığını ve reel üretimdeki değişimin düşük bir oranının (%5) banka kredileriyle açıklanabildiğini göstermiştir. Bu bulgulara dayanılarak, bankaların Türkiye'de iktisadi faaliyetin finansmanı açısından önemli bir rollerinin olmadığı neticesine ulaşılmış ve faiz oranı kanalının en iyi çalışan kanal olarak görülmesi gerektiği belirtilmiştir.

Özçiçek (2006), Granger nedensellik testini, vektör hata düzeltme modelini (Vector error correction model: VECM) ve VAR analizini kullanarak 1982 sonrası dönemde kredi kanalının etkisini araştırmıştır. Çalışmada, para politikasının çok kısa süreliğine kredi arzını etkileyebildiği ve nedenselliğin yönünün üretimden krediye doğru olduğu bulunmuş; ve dolayısıyla, kredi miktarındaki hareketlerin kredi talebindeki değişimlerden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Kredi miktarının iktisadi faaliyeti olumlu ya da olumsuz yönde etkilediğine dair bir kanıt rastlanmamıştır.

4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BANKA ÖDÜNÇLERİ KANALI: 1986-2000

Türkiye, 1980 yapısal reform programıyla dışa dönük, piyasa odaklı ve açık bir ekonomik sisteme geçmiştir. Finansal liberalleşme süreci de, bu programın bir uzantısı olmuştur (Yeldan, 2001: 129). Bu süreçte bir dizi ekonomik, yasal ve kurumsal reform yapılmıştır. Faiz oranları üzerindeki devlet denetimi kaldırılmış, Sermaye Piyasası Kanunu ile yeni bir Bankalar Kanunu çıkarılmış ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturulmuş, döviz alım-satımı serbest bırakılmış, Hazine tarafından Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihaleleri başlatılmış, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tekrar faaliyete geçirilmiş, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde Bankalararası Para Piyasası ile Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuş ve Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamıştır. En önemli reform ise, Ağustos 1989'da alınan 32 sayılı "konvertibiliteye geçiş" kararıyla, uluslararası sermaye hareketlerinin ülkeye giriş ve çıkışı

önündeki tüm engellerin kaldırılması olmuştur. Ayrıca, finansal varlıklar çeşitlenmiş, yeni finansal araçlar ortaya çıkmış ve finansal piyasalardaki deregülasyon çabaları hız kazanmıştır. Kısaca, 1980 sonrası dönem, Türkiye ekonomisinde para politikası uygulaması ve finansal sektörün yeniden yapılandırılması açısından önemli gelişmelerin yaşandığı bir dönem olmuş ve bu gelişmeler, banka ödünçleri kanalının işleyişini etkilemiştir.

4.1. Para Politikası ve Banka Ödünçleri Kanalı

Para politikası uygulaması açısından banka ödünçleri kanalının işleyişi üzerinde etkili olan gelişmelere geçmeden önce, 1986-2000 döneminde Merkez Bankası'nın izlediği para politikası hakkında bilgi vermekte yarar vardır. Merkez bankası bu dönemde, para programları hazırlamış, parasal hedefler belirlemiş ve bazı yıllarda bu hedefleri kamuoyuna duyurarak, enflasyonla mücadeleyi para politikası amaçları arasına almıştır. Ancak, para politikasının esas amacı finansal piyasalarda istikrar sağlamak olmuş ve çoğu kez enflasyonla mücadelenin önüne geçmiştir. Bunun sebebi olarak da, para ikamesi (dolarizasyon) olgusu, yüksek kamu açıkları ve özellikle 1995'ten sonra artan siyasal istikrarsızlık gösterilmiştir (TCMB, 2002: 35). 1989'da sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi, hem para politikasının uygulandığı ortamı önemli ölçüde değiştirmiş hem de ekonomiyi güçlü ve kısa vadeli sermaye akımlarına maruz bırakmıştır. Merkez Bankası bilançosundaki büyüme, Türk Lirası kalemlerdeki genişlemeden çok net dış varlıklardaki artışa bağlı hale gelmeye başlamıştır. Böylece para politikası aşamalı olarak etkinliğini kaybetmiş ve Merkez Bankası'nın parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü zayıflamıştır.

Para politikası, yüksek reel faiz-düşük kur veya aşırı değerli Türk Lirası makasına dayalı olarak yürütülmüş ve kamu açıklarının sıcak para girişleriyle finansmanına imkân veren bir mekanizma ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası, yüksek enflasyon nedeniyle Türk Lirası'ndan kaçışı önlemek ve para ikamesi tehlikesine karşı Türk Lirası'nın değerini korumak istemiştir. Bu politika, halihazırda yüksek olan kamu açıklarıyla birlikte çok yüksek reel faiz oranlarına yol açmıştır (TCMB, 2002: 63). Kur politikası ise enflasyon oranı kadar veya bu orandan daha az bir kur artışı şeklinde yürütülmüştür (Keyder, 2002: 132). Merkez Bankası, 1989-1994 döneminde, sterilizasyon yapmadan döviz kurunun belli bir seviyenin üstüne çıkmasını engellemiştir. 1995-1998 döneminde ise kur politikası, reel döviz kurunun istikrarı esas alınarak yürütülmüş ve sterilizasyon müdahale aracı olarak seçilmiştir. Yüksek reel faiz-düşük kur veya aşırı değerli Türk Lirası makasına dayalı para politikası ve bu yolla kamu açıklarının finansmanı, 5 Nisan Kararları ve 1998 yılında Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund: IMF) ile yapılan Yakın İzleme Anlaşması (IMF Staff

Monitored Program) gibi kısmi istikrar politikası uygulamalarına rağmen, iktidardaki hükümetler için çekiciliğini korumuş ve ülkeye sıcak para girişini devam ettirmiştir. Merkez Bankası da, temel politika olarak finansal piyasalarda istikrar sağlamayı ve Hazine'nin borçlanmasını kolaylaştırmak üzere piyasaları manipüle etmeyi sürdürmüştür.

Bozulan mali denge ve özellikle reel faizlerin yükselmesi, 1999 yılında kurulan koalisyon hükümetini, iç borçların çevrilebilirliği konusunda endişelendirmiş ve Aralık 1999'da IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapmaya götürmüştür. Hükümet, 2000 yılı başında IMF'le imzaladığı stand-by anlaşması gereği, üç yıllık bir dönemi kapsayan istikrar programını uygulamaya koymuştur. 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, döviz kuruna dayalı bir istikrar programıdır. Programın amacı, yıllık %60-70 seviyelerine ulaşmış olan enflasyon oranını 2002 sonu itibarıyla tek haneli rakamlara indirmektir. Programın üç önemli ayağından birisi, sürünen sabit kur (crawling peg) uygulamasıdır (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 391-2). Burada amaç, enflasyonist beklentilerin aşağıya çekilebilmesi için, döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranına göre belirlenerek önceden açıklanmasıdır. Yani, döviz kuru nominal çapa görevi yaparak enflasyon beklentilerini düşürecektir. Buna göre 1 dolar artı 0.77 euro'dan oluşan bir para sepetinin Türk Lirası değerindeki yüzde değişim bir buçuk yıllık bir süre için sabitlenmektedir. Sürünen sabit kur uygulamasının ikinci unsuru para politikasıyla ilgilidir. Kur politikasını desteklemek için, Merkez Bankası'nın likidite (para) yaratma mekanizması katı bir biçimde döviz girişlerine bağlanmaktadır. Buna göre parasal tabandaki değişimler sadece Net Dış Varlıklar (NDV) kalemindeki değişikliklerle sınırlandırılmıştır. Merkez Bankası bilançosunun Net İç Varlıklar (NİV) kalemi üzerine bir üst limit konulmuş ve bu limit, programda performans kriteri olarak kabul edilmiştir. Burada amaç, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerini kullanarak döviz girişlerinin parasal taban üzerindeki etkilerini nötr hale getirmesini önlemektir. Merkez Bankası sterilizasyon yapmayacak ve yarı para kurulu gibi bir görev üstlenecektir. Döviz girişlerinin doğrudan parasal genişlemeye yol açması ise faiz oranlarını olumlu yönde etkileyecektir. Ayrıca, bankacılık sektörünün likidite ihtiyaçlarının karşılanması için zorunlu karşılık oranları düşürülecektir.

1986-2000 döneminde, Merkez Bankası'nın izlediği para politikasını ana hatlarıyla verdikten sonra, para politikası uygulaması açısından banka ödünçleri kanalının işleyişi üzerinde etkili olan dört gelişmeden söz etmek mümkündür. Bunlardan birincisi, 1986 yılında uygulamaya konulan yeni para politikası rejimidir. Bu rejimle birlikte, para politikasının yürütülmesinde doğrudan para politikası araçları yerine, dolaylı para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Yeni para politikası rejiminin temel amacı, bankacılık sistemindeki rezervlerin ayarlanması yoluyla para arzının dene-

timi olarak ifade edilmiştir (TCMB, 2002: 15). Bu da, Bernanke ve Blinder modeline göre banka ödünçleri kanalının etkin çalışma koşullarından biri olan, kredi arzının para politikası değişikliklerine duyarlı olması koşulunun gerçekleşmesini sağlamıştır.

İkincisi, iç borçlanma stratejisindeki değişiktir. 1980'li yılların ortasından itibaren kamu açıklarının Merkez Bankası kaynaklarıyla finansmanının para arzı ve dolayısıyla enflasyon üzerindeki olumsuz etkileri göz önüne alınarak, yurtiçi mali piyasalardan borçlanma yoluna gidilmiştir. Bu da, ticari bankaların fonlarının kamu kesimine aktararak özel kesime verdikleri kredilerin azalmasına ve bilançolarında kamu menkul kıymetlerinin payının artmasına neden olmuştur (Gür, 2003: 122).

Üçüncüsü, 5 Nisan Kararları kapsamındaki önlemlerdir. Bunlardan ilki, Merkez Bankası'nın Nisan 1994'te bankacılık sistemindeki tüm Türk Lirası ve döviz cinsi mevduatı tam güvence kapsamına almasıdır. Bu uygulama, 2000 yılı Haziran ayına kadar devam etmiştir. Mevduata tam güvence verilmesi sadece ahlaki tehlike problemini artırmakla kalmamış, aynı zamanda küçük bankaların mevduat çekebilmek için devlet bankalarıyla faiz yarışına girmelerine ve yüksek faizlerin cazibesine kapılan mudilerin de bankalarının kontrolünü ihmal etmelerine neden olmuştur. Böylece, bankacılık sektöründe, çift taraflı olarak risklerin göz ardı edildiği bir ortam doğmuştur (Kazgan, 2005: 251). İkincisi, Merkez Bankası'ndan Hazine'ye verilen kısa vadeli avans miktarının kademeli olarak sınırlandırılmasıdır.¹⁵ Bu önlemi, iç borçlanma stratejisindeki değişikliğin devamı olarak görmek mümkündür. Bu önlem ile, kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası'nın yükü hafiflerken, bankaların yükü ağırlaşmıştır. Üçüncüsü, hazine bonusu, devlet tahvili ve repo gelirlerine uygulanan vergi oranının sıfıra düşürülmesidir. Bu düzenlemenin amacı, yabancı para işlemlerinin maliyetlerini yükseltmek yoluyla Türk Lirası'na olan talebi artırmak olmuştur. Dördüncüsü de, Türk Lirası'na olan talebi artırmak ve piyasalarda güveni tesis etmek maksadıyla bankaların zorunlu karşılık ve disonibilite oranlarında değişiklik yapılmasıdır. Buna göre bankaların mevduatları oranında ne kadar likit varlık tutmaları gerektiğini gösteren disonibilite oranı artırılmış ve likit varlık olarak tutulacak menkul kıymetler içinde hazine bonolarının payı yükseltilmiş; ayrıca, mevduat zorunlu karşılıkları düşürülmüş ve bu karşılıkların düşürüldüğü miktarda bankaların hazine bonusu almaları zorunlu hale getirilmiştir (Kumcu, 2004: 9). Böylece

¹⁵ Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avans miktarı cari yılın bütçe ödeneğinin %15'i olarak belirlenmiş ve bu uygulama 1994 krizine kadar devam etmiştir. 1994 krizinden sonra ise bu oranın tedricen azaltılması hedeflenmiştir. Buna göre avans limitinin 1995'te %12'ye, 1996'da %10'a, 1997'de %6'ya ve müteakip yıllarda %3'e düşürülmesi planlanmıştır. Bkz. (Keyder, 2002: 30-1; TCMB, 2002: 14).

bankaların portföylerinde daha fazla hazine bonosu tutmaları sağlanmış ve esas itibariyle banka yükümlülüklerinin kontrolü için kullanılan bu politika araçları, bütçe açıklarının finansmanını kolaylaştıracak şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Özetle; 5 Nisan Kararları kapsamındaki önlemler, banka ödünçleri kanalının işleyişi açısından olumsuz bir etki yaratmış ve banka bilançolarında menkul kıymetler lehine, krediler aleyhine bir durum ortaya çıkarmıştır (Gür, 2003: 56-7).

Dördüncü gelişme, hükümetin 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nı uygulamadaki kararlılığının getirdiği olumlu beklentiler neticesinde, faiz oranlarının hızla gerilemesi ve buna bağlı olarak, üretimin ve iç talebin canlanmaya başlamasıdır. Programın ilk dokuz ayını tamamladığı dönemde, bankaların düşük faizlerle verdikleri bireysel kredilerin desteğiyle, ertelenmiş tüketim ve yatırım talepleri öne çekilmiş ve tasarruflar tüketime kaymıştır. Bu da, banka ödünçleri kanalının faiz oranı kanalından bağımsız bir aktarma mekanizması olmadığını göstermiştir. Öte yandan, faiz oranlarındaki hızlı düşüş, talep canlı kaldığı için enflasyonla mücadelede önemli sorunlar yaratmıştır.

4.2. Bankacılık Sektörü ve Banka Ödünçleri Kanalı

Bankacılık sektörü, 1986-2000 döneminde de finansal sistemdeki ağırlığını korumuştur. 1980'lerdeki tüm finansal liberalleşme çabalarına rağmen sermaye piyasalarının gelişmemiş olması, bankacılık kesimi ağırlıklı dolaylı finansman yönteminin devam etmesine neden olmuştur. Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü, 2000 yılı sonu itibariyle 155 milyar dolara (gayri safi milli hasılanın [GSMH] %83'üne) ulaşmış ve toplam mevduatın GSMH'ya oranı %30.5'ten %51.7'ye çıkmıştır (Tablo 1). Mevduat bankalarının kredi piyasasındaki aracılık fonksiyonları artmış; kredi hacmi içindeki payları, diğer finansal aracılardan varlığına rağmen %77.1'den %92.1'e yükselmiştir (Tablo 1). Ancak, finansal reform sürecinden beklenenin aksine, mevduat bankaları kredilerinin GSMH'ya oranı, 1986-2000 döneminde yılda ortalama %18.7 olmuş ve sadece bazı yıllarda %20'yi aşmıştır (Tablo 1). Bu da, finansal piyasalarda kamu menkul kıymetlerinin egemenliği nedeniyle reel sektöre ait kredi hacminin genişletilemediğini göstermiştir.

Tablo 1. Finansal Liberalleşme ve Bankacılık Sektörü

	Bankacılık sektörü aktif büyüklüğü/GS MH (%)	Toplam mevduat/G SMH (%)	Mevduat bankaları kredileri/ kredi hacmi (%)	Mevduat bankaları kredileri/GSM H (%)	İç borç stoku/ GSMH (%)
1986	49.4	30.5	77.1	19.6	20.5
1987	55.1	31.9	79.6	21.4	23.0
1988	52.9	29.4	78.5	17.6	22.0
1989	45.9	26.8	83.8	15.9	18.2
1990	41.8	23.7	87.3	16.4	14.4
1991	45.4	26.0	77.6	16.0	15.4
1992	48.2	26.8	75.9	16.8	17.6
1993	51.4	26.2	75.4	17.1	17.9
1994	49.6	31.0	74.3	14.8	20.5
1995	50.3	32.4	82.7	17.1	17.3
1996	57.5	39.2	84.7	20.7	21.0
1997	60.0	40.7	91.0	24.6	21.2
1998	64.7	42.8	94.4	20.8	21.7
1999	87.1	57.9	93.1	20.7	29.3
2000	83.0	51.7	92.1	21.0	28.9

Not: İç borç stoku, kısa vadeli avansları ve konsolide borçları da kapsamaktadır.

Kaynak: Gür (2003), Hazine İstatistikleri (2003) ve Yentürk (2003).

Finansal liberalleşmeden sonra bankacılık sektörünün bilançosunda önemli yapısal değişiklikler meydana gelmiş ve bu değişiklikler, banka ödünçleri kanalının işleyişi üzerinde etkili olmuştur. Kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla finansmanı stratejisine göre yürütülen yüksek reel faiz-düşük kur politikası, bankaların aktif yapılarını değiştirmiştir. Bankaların menkul kıymet yatırımlarının toplam aktiflerine oranı artmış ve bankalar, kredi vermekten vazgeçip kamu menkul kıymetleri satın almaya yönelmişlerdir (Tablo 2). Daha açık bir ifadeyle, bankalar yurtdışından dövizle borçlanarak temin ettikleri fonları, kamu menkul kıymetlerine yatırarak faiz-kur arbitrajına dayalı yüksek kazanç sağlamaya çalışmışlardır (Keyder, 2002: 113). Bu da, hem bankacılık sektöründeki açık pozisyonların artmasına neden olmuş hem de sektörü reel ekonomiye kaynak aktarmaktan uzaklaştırmıştır.

Erinç Yeldan, 1990-1999 dönemi için mevduat bankalarının toplam kredilerindeki kümülatif reel artış oranını %75.5 ve yıllık ortalama artış hızını %6.4 olarak hesaplamıştır (Yeldan, 2001: 148-9). Yeldan'ın analizine

göre mevduat bankalarının merkezi yönetimden tahvil ve bono şeklindeki alacakları reel olarak yaklaşık beş kat artmış ve bu alacakların yıllık ortalama artış hızı %19.1 olmuştur. Mevduat bankalarının toplam aktiflerindeki reel artış hızı ise %13.4 olarak bulunmuştur. Bu oran, söz konusu dönemde milli gelirin %3.9'luk büyüme hızıyla karşılaştırıldığında, mevduat bankalarının toplam aktiflerindeki reel artışın ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Ancak bu analizden, mevduat bankalarının bilançolarındaki büyümenin arkasında bu bankaların aktif yapılarının kamu kağıtlarına kayması olduğu sonucu çıkmıştır. Bu hususu teyit eden diğer iki gösterge Tablo 2'de verilmektedir. Bunlardan birincisi, Hazine iç borçlanmasının alacaklılara göre dağılımıdır. Bu dağılım incelendiğinde, bankaların 1987-2000 döneminde DİBS'nin tek alıcısı haline geldikleri görülmektedir. Tasarruf sahipleri sadece 1993 ve 1994 yıllarında iç borçlanma senetlerinin anlamlı bir alıcısı olabilmişlerdir. Bu yılların dışında ise bankaların DİBS ihraçları içindeki payı %85'in altına inmemiştir. İkinci gösterge, mevduat bankalarının elinde bulunan DİBS'nin kamu kesimi borçlanma gereğine (KKBG) oranıdır. Bu oran, dalgalı bir seyir izlemekle birlikte 1986 yılında %78.9'dan 2000 yılında %91.3'e çıkmıştır.

Tablo 2. Mevduat Bankaları Bilançosunun Aktif Yapısıyla İlgili Oranlar

	İç borçlanmanın alıcıları içinde bankaların payı (%)	Mevduat bankalarında ki DİBS/KKBG (%)	Toplam krediler /toplam aktifler (%)	Menkul değerler/toplam aktifler (%)	Yabancı para aktifler/yabancı para pasifler (%)	Yabancı para likit aktifler/yabancı para pasifler (%)
1986	-	78.9	45.0	10.5	-	-
1987	77.7	77.1	44.6	11.4	-	-
1988	90.5	97.1	39.7	11.9	103.8	65.1
1989	90.2	84.7	40.2	11.9	105.3	53.1
1990	85.9	51.6	45.4	10.5	88.1	43.2
1991	92.8	44.2	42.3	12.1	90.0	45.0
1992	79.1	42.8	40.2	11.3	86.8	49.6
1993	77.8	36.5	39.9	10.9	84.6	51.6
1994	71.5	48.0	37.4	11.3	96.5	51.9
1995	81.6	63.5	40.8	10.4	90.6	44.8
1996	84.4	66.7	41.3	15.2	93.6	44.6
1997	89.5	79.3	44.1	12.0	89.6	41.0
1998	86.8	74.9	36.7	11.8	84.9	39.5
1999	85.3	86.1	28.3	17.0	79.4	40.0
2000	75.9	91.3	31.2	11.5	76.0	35.9

Kaynak: Gür (2003), Hazine İstatistikleri (2003) ve Türkiye Bankalar Birliği (TBB).

Yüksek faiz-düşük kur politikası, bankacılık sektörünün aşırı risk almasına yol açmıştır. Bankalar bu nedenle, dövizde açık pozisyon vermek pahasına likit kalmayı tercih etmişler ve şirketlere kredi vermek konusunda isteksiz davranmışlardır. Mevduat bankalarının bilançolarında toplam kredilerin toplam aktiflere oranı, 1986 yılında %45'den 2000 yılında %31.2'ye düşmüştür (Tablo 2). 1999-2000 dönemi, buna bir istisna teşkil etmektedir. Bu dönemde, mevduat bankalarının bilançolarının aktifinde kredilerin payı artarken, menkul kıymetlerin payı azalmıştır. Krediler içinde özellikle tüketici kredilerinde hızlı bir artış gözlenmiştir. Bu da, 2000 yılı başında uygulamaya konulan istikrar programı neticesinde KKBG'nin ve DİBS hacminin azalması ve faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak menkul kıymetlerin bankalar açısından cazibesini yitirmesi şeklinde yorumlanmıştır (Gür, 2003: 76). Ne var ki, program geleceğe ilişkin kur hareketlerini önceden belirlemiş olduğundan, bankalar için devalüasyon riski ortadan kalkmış ve açık pozisyonlar yükselmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 385). 2000 yılı sonunda mevduat bankalarının yabancı para yükümlülükleri ile yabancı para varlıkları arasındaki fark 17.6 milyar dolara ulaşmış; yabancı para aktiflerinin yabancı para pasiflerine oranı %76 ve yabancı para likit aktiflerinin yabancı para pasiflerine oranı da %35.9 olmuştur (Tablo 2). İlk oranın düşüş seyri içinde olması, bankacılık sektörünün dövizde genişleyen açık pozisyonlarına; ikinci oranın düşüş seyri içinde olması ise bankacılık sektörünün spekülatif ataklara ve para krizlerine hazır hale geldiğine işaret etmiştir (Akçay, 2003: 178).

Bankacılık sektörünü yüksek getirili ve düşük riskli kamu menkul kıymetlerine yatırım yapmaya teşvik eden bir unsur da, bu dönemde para otoritesinin iç borçlanmanın maliyetlerini yükseltmemek amacıyla izlediği rezerv uyumlaştırma politikası olmuştur (Çavuşoğlu, 2002:12). 5 Nisan Kararları kapsamındaki bu politika değişikliğiyle birlikte, bankacılık sektörü spekülatif finansman biçimlerine yönelerek rantıye haline gelmiştir.¹⁶ Bu durumda, özel sektörün kredi piyasasından dışlanması piyasaya kuralları çerçevesinde gerçekleştiğini söylemek zorlaşmaktadır.

Teoride, banka ödünçleri kanalının işleyiş koşullarından birisi, bankalar açısından kredilerin ve menkul kıymetlerin birbirlerinin tam ikameleri olmamaları koşuludur. Finansal liberalleşme sonrasında bankacılık sektörü bilançosunun aktif yapısındaki değişim, bu koşulun gerçekleşmediğini göstermiştir. Bankalar, kredileri kamu menkul kıymetleriyle ikame etmişlerdir. Bankacılık sektörü bilançosunun aktif yapısındaki değişimin

¹⁶ Ancak, bunun tersini iddia eden çalışmalar da vardır. Bu çalışmalarda, bankaların menkul kıymet portföylerini emniyet stokları olarak gördükleri ve daraltıcı şoklar sırasında bunları çözerek krediler için kaynak yaratma eğiliminde oldukları belirtilmektedir. Bkz. (Uygur, 1999; Çavuşoğlu, 2002; Sengonul ve Thorbecke, 2005; Şengönül, 2005).

belirleyici unsurları ise kamu açıklarının değişen finansman biçimi ile para otoritesinin buna uyum sağlayan rezerv politikası olmuştur.

Bankacılık sektörü bilançosunun pasif tarafına bakıldığında, mevduatın yüksek maliyetine rağmen en önemli fon kaynağı olduğu görülmektedir. 1986-2000 döneminde, mevduatın bankaların fon kaynakları içindeki payı yılda ortalama %60 civarında olmuştur (Tablo 3). Bu hususu, finansal liberalleşme sürecinde geçerli olan pozitif reel faiz oranlarına ve 1994 yılı 5 Nisan Kararları ile mevduata tam güvence verilmesine bağlamak mümkündür (Çavuşoğlu, 2002: 12). Ancak, ekonomideki para ikamesi olgusu nedeniyle sektörün mevduat toplama faaliyetinin döviz cinsi mevduat üzerinde yoğunlaştığını belirtmekte yarar vardır. Diğer bir ifadeyle, toplam mevduattaki artışın arkasında döviz tevdiat hesaplarındaki (DTH) artış yer almaktadır. Tablo 3'ten de görüleceği gibi, M2 parasal büyüklüğünün GSMH'ya oranı düşerken, M2Y parasal büyüklüğünün GSMH'ya oranı yükselmiş; ve hem M2Y içinde hem de toplam mevduat içinde DTH'nın payı artmıştır. Bu da, yüksek enflasyon nedeniyle iktisadi birimlerin gerek likidite tercihleriyle, gerekse tasarruf biçimleriyle giderek Türk Lirası'ndan uzaklaştıklarını göstermiştir.

Tablo 3. Mevduat ve Parasal Büyüklüklerle İlgili Oranlar

	Mevduat/toplam kaynaklar (%)	M2/GSMH (%)	M2Y/GSMH (%)	DTH/M2Y (%)	DTH/toplam mevduat (%)
1986	60.2	23.8	28.5	16.6	17.4
1987	51.4	23.5	30.7	23.3	23.2
1988	50.1	21.0	28.4	25.9	24.8
1989	58.3	20.5	26.6	23.1	22.8
1990	56.6	18.0	23.5	23.3	23.2
1991	57.2	18.5	26.5	30.3	31.6
1992	55.2	17.3	26.6	35.1	35.9
1993	50.9	14.1	23.7	40.3	37.8
1994	61.8	16.2	30.7	47.3	49.7
1995	63.2	16.0	30.7	47.9	49.3
1996	67.2	19.5	35.9	45.6	44.7
1997	63.9	19.2	36.3	46.9	45.9
1998	64.9	21.3	37.8	43.5	41.8
1999	66.4	28.1	51.3	45.2	40.7
2000	56.5	25.4	45.3	43.9	39.0

Kaynak: Hazine İstatistikleri (2003).

Mevduat dışı fonlara bakıldığında ise bankacılık kesiminin yurtdışı bankalardan kullandığı kredilerin arttığı görülmüştür.¹⁷ Özel bankalar mevduat dışı fonlarını daha çok yabancı bankalardan borçlanmak yoluyla; kamu bankaları ise yatırım fonu ve menkul kıymet ihracı yoluyla temin etmişlerdir (Ertuğrul ve Selçuk, 2001: 14; Gür, 2003: 86).

Banka ödünçleri kanalının işleyişinin ön koşullarından birisi de, bankalar açısından mevduat dışı fonların mevduatın tam ikamesi olmaması koşuludur. 1986-2000 döneminde mevduatın bankacılık sektörü bilançosundaki en önemli fon kaynağı olması, bu ön koşulun gerçekleştiğini göstermektedir.

Son olarak bankacılık sektöründeki gelişmeler bağlamında, banka ödünçleri kanalının etkin çalışmasına engel olan faktörlerden birisinin de, sektörün yapısal sorunları olduğunu belirtmekte yarar vardır. Ekin Toksöz Gür'e göre bankacılık sektörü, bu sorunlar dolayısıyla geleneksel faaliyetlerinden uzaklaşmıştır (Gür, 2003: 123). 2000 yılı itibariyle bankacılık sektörünün çözüm bekleyen ve sektörün konjonktüre karşı duyarlılığını artıran temel sorunları; sektördeki yüksek yoğunlaşma oranları, grup veya holding bankacılığı, denetim eksikliği, kamu bankalarının sektördeki ağırlığı, mevduata verilen örtülü ve açık güvenceler, ölçek küçüklüğü ve sektörün dışa açık olmaması şeklinde ifade edilmiştir (Günel, 2001: 45-55). Yüksek faiz-düşük kur politikası yüzünden kamu açıklarının finansmanı işine fazlasıyla dahil olan bankalar, bu sorunlar nedeniyle de risk kontrolü ve yönetimi, aktif-pasif yönetimi gibi asli fonksiyonlarını ilgilendiren konuları ihmal ederek aşırı risk almışlardır. Böylece bankacılık sektörünün kırılabilirliği daha da artmış ve sektör küçük şoklara bile duyarlı hale gelmiştir.

4.3. Şirketler Kesiminin Finansmanı ve Banka Ödünçleri Kanalı

Banka ödünçleri kanalının çalışabilmesi için, firmalar açısından banka kredilerinin ve menkul kıymet ihraçlarının birbirlerinin eksik ikameleri olmaları gerekmektedir. Dolayısıyla, özel sektör firmalarının dış finansman temini bakımından bankalara bağımlı oldukları tespit edilmelidir. Bu hususu teyit eden analizler, TCMB'nin sektörel bilançolarına ve mevduat bankalarının konsolide bilançolarına dayandırılarak yapılmıştır. TCMB sektörel bilançolarına göre firmaların iki ana dış finansman kaynağı; banka kredileri ve ticari kredilerdir. Ancak, ticari kredilerin finansal piyasalara

¹⁷ 1990'ların ilk yarısında, bankacılık kesimi dış kredi giriş ve çıkışlarının yıllık toplam hacmi 40-120 milyar dolar arasında seyretmiştir. 1995 yılında, bankaların dış kredileri üzerine konulan kaynak destekleme fonu nedeniyle dış kredi işlem hacmi 20 milyar doların altına inmiş ve 1998 yılında bu fon efektif olarak düşürülünce yeniden artmaya başlamıştır. 1999 yılında, bankacılık kesimi dış kredi işlem hacmi 120 milyar doları aşmıştır. Bkz. (Yeldan, 2001: 137, 146).

kolay erişebilen büyük firmalar tarafından verildikleri dikkate alındığında, bunların da bir şekilde banka kredisi bağlantılarının olması söz konusudur (Çavuşoğlu, 2002: 10-1; Gür, 2003: 90; TCMB, 2002: 38-9). Mevduat bankalarının kredilerinin sektörel dağılımı da, özel sektör firmalarının banka kredisine bağımlı olduklarını göstermiştir. Mevduat bankalarının konsolide bilançosuna göre 1986-2000 döneminde, özel şirketlerin ve bireysel işletmelerin krediler içindeki payları %62 olmuştur (Çavuşoğlu, 2002: 10-1). Türkiye’de özel sektör firmalarının dış finansman kaynakları içinde hisse senedi, tahvil ve finansman bonusu gibi menkul kıymet ihraç stokları ile banka kredilerinin payları da, bu firmaların bankalara bağımlı olduklarını teyit etmektedir (Tablo 4). 1986-2000 döneminde, banka kredilerinin toplam dış finansman kaynakları içindeki payı yılda ortalama %84 iken, hisse senetlerinin payı %15 olmuştur; özel sektör tahvil ve finansman bonusu ihraçlarının payları ise anlamlı bir düzeye ulaşamamıştır (Tablo 4). Hisse senedi ve özel sektör tahvil piyasaları, kamu kesiminin finansal sistemdeki ağırlığı nedeniyle yeterli derinliğe kavuşamamışlar; finansal reformlara ve deregülasyon çabalarına rağmen şirketler kesiminin fon ihtiyacını karşılayacak etkin bir konuma gelememişlerdir.

Tablo 4. Şirketler Kesiminin Finansmanı

	Hisse senedi (%)	Tahvil (%)	Finansman bonusu (%)	Banka kredileri (%)	Toplam
1986	7.2	1.2	0.00	91.60	100
1987	8.9	2.4	0.30	88.40	100
1988	11.8	2.0	0.60	85.60	100
1989	15.1	1.7	1.10	82.10	100
1990	17.8	1.7	0.26	80.24	100
1991	23.8	1.2	0.40	74.60	100
1992	21.0	0.7	0.30	78.00	100
1993	17.1	0.4	0.30	82.20	100
1994	16.0	0.2	0.03	83.77	100
1995	14.3	0.1	0.09	85.51	100
1996	7.2	0.1	0.10	92.60	100
1997	11.2	0.03	0.02	88.75	100
1998	14.5	0.04	0.00	85.46	100
1999	19.0	0.01	0.00	80.99	100
2000	20.6	0.0	0.00	79.40	100

Kaynak: Hazine İstatistikleri’nden (2003) hesaplanmıştır.

Öte yandan, yüksek enflasyon ve faiz oranları ile büyüme oranlarındaki oynaklık, bu dönemde özel sektörün kredi talebini azaltan faktörler olmuşlardır.¹⁸ Sonuçta, reel sektör de bankacılık sektörü gibi rantiyeye haline gelmiş ve bu sektördeki firmalar için kısa vadeli finansal yatırım hesapları (repo, hazine bonusu vb.) uzun vadeli sabit sermaye yatırımlarına göre öncelik kazanmıştır (Yeldan, 2001: 155-7).

5. SONUÇ

Literatürde para görüşü olarak geçen geleneksel aktarma mekanizmasının varsayımlarına yöneltilen eleştiriler ve özellikle firmaların sermaye yatırımlarının faiz oranlarına duyarlılıklarının kanıtlanamamış olması, makro iktisatçıları yeni bir kanal arayışına sevk etmiştir. Son yıllarda, enformasyon ve teşvik ekonomisindeki gelişmeler sayesinde, kredi piyasalarının parasal aktarımda önemli bir rol oynadıklarına dair geniş bir literatür ortaya çıkmıştır. Bu literatür, kredi görüşü olarak bilinmekte ve arkasında yeni bir araştırma programı yer almaktadır.

Kredi görüşü, bankaların ekonominin finansal yapısındaki rolünü vurgulamakta ve banka kredisinin özel statüsünü, bankaların kredi piyasalarında sahip oldukları enformasyon üstünlükleriyle açıklamaktadır. Kredi görüşünün para görüşünden farklı olan üç özelliği vardır. Bunlardan birincisi, bankaların bilançolarının aktif tarafına önem vermesidir. İkincisi, para dışındaki tüm finansal varlıkları tahvil adı altında tek bir kategoride toplamayıp, hem ödünç verenler hem de ödünç alanlar açısından bu varlıklar arasında ayırım yapma gereğine işaret etmesidir. Üçüncüsü, bazı ödünç alıcıların kredi koşullarındaki değişimlere duyarlılıklarının daha fazla olduklarını belirtmek suretiyle ajanlar arası heterojenliğin altını çizmesidir. Bu farklı özelliklerine rağmen, kredi görüşü para görüşünden bağımsız bir aktarma mekanizması değildir. Bunu, banka ödünçleri kanalının işleyişinin önkoşulları da göstermektedir. Banka ödünçleri kanalı, faiz oranlarındaki değişikliklerin toplam talep üzerindeki etkilerini çoğaltan ek bir mekanizma olarak görülmekte ve geleneksel aktarma mekanizmasına alternatif veya ona paralel bir kanal olarak düşünülmemektedir. Bernanke ve Blinder modeli de, bu noktadan hareketle geliştirilmiştir.

Bernanke ve Blinder modeli, banka ödünçleri kanalının işleyişini açıklayan ilk model olup, IS-LM modeline üçüncü bir finansal varlığı, banka ödünçlerini, ekleyerek kurulmuştur. Bernanke ve Blinder modelinin IS-LM modelinden farkı, mal ve para piyasalarının yanında kredi piyasasını da analize dahil etmesidir. Bu husus, modelde CC ilişkisiyle verilmiştir.

¹⁸ Türkiye Ekonomisi üzerine yapılan ampirik çalışmalar, bu hususu, teşhis sorunuyla veya nedenselliğin yönünün üretimden kredilere olması şeklinde açıklamıştır.

Böylece, para politikasının ilave bir kanal yoluyla toplam talebi nasıl etkilediği gösterilmiştir. Bernanke ve Blinder modeline göre banka ödünçleri kanalının etkin bir şekilde çalışabilmesi için; kredi arzının para politikası değişikliklerine duyarlı olması ve krediler ile menkul kıymetlerin hem bankalar hem de firmalar açısından birbirlerinin eksik ikameleri olmaları gerekmektedir.

Kredi görüşü, halen genel kabul görmüş bir yaklaşım olmaktan uzaktır. Ampirik kanıtlar, para görüşünün reel sektör üzerinde daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu önermektedir. Bağımsız bir banka ödünçleri kanalının varlığı kanıtlanamamıştır. Parasal daralma dönemlerinde, banka ödünçleri azalmaktadır. Ancak bu ilişki, basitçe iki kanalın ortak etkilerini ve dolayısıyla teşhis sorununu yansıtmaktadır. Toplulaştırılmış ve ayrıştırılmış verilerle yapılan çalışmalar ve finansal piyasa fiyatlarına dayalı analizler de, buna benzer ekonometrik sorunlarla karşılaşmışlardır. Kredi arzı şoklarının konjonktüre sebep olabileceğini araştıran çalışmalar da, kesin bir neticeye ulaşamamıştır. Türkiye ekonomisi üzerine yapılan ampirik çalışmalarda farklı yöntemler kullanılmışsa da, banka ödünçleri kanalının parasal aktarımda önemli bir rol oynadığı tespit edilememiştir. Bu çalışmalar, faiz oranı kanalının en iyi işleyen kanal olduğunu ve banka ödünçleri kanalının ancak diğer aktarım kanallarıyla birlikte para politikasının iktisadi faaliyet üzerindeki etkisini açıklayabildiğini göstermiştir. Nedenselliğin yönünün üretimden kredilere doğru olması da, bu ampirik bulguyu teyit etmiştir.

Son olarak, 1986-2000 dönemi için Türkiye ekonomisinde banka ödünçleri kanalının işleyiş koşulları analitik olarak incelenmiştir. Bu incelemede, banka ödünçleri kanalının işleyişini olumlu yönde etkileyen faktörler olarak; yeni para politikası rejiminin teoride kredi arzının para politikası değişikliklerine duyarlı olmasını sağlaması, bankacılık sektörünün finansal sistemdeki ağırlığını koruması, mevduatın bankalar açısından en önemli fon kaynağı olmaya devam etmesi ve özel sektör firmalarının dış finansman temini bakımından bankalara bağımlı kalmaları görülmüştür. Banka ödünçleri kanalının çalışmasını engelleyen en önemli kısıt ise 1980'li yılların ortalarından itibaren kamu açıklarının iç borçlanma stratejisine dayandırılan finansman biçimi ve buna paralel olarak, bankaların bilançolarının aktifinde yer alan kredileri kamu menkul kıymetleriyle ikame etmelerine imkân veren para politikası düzenlemeleri olmuştur. Bu kısıta, bankacılık sektörünün yapısal sorunlarının da eklenmesi gerektiği ifade edilmiştir. Dolayısıyla, 1986-2000 döneminde Türkiye ekonomisinde banka ödünçleri kanalının çalışması için gerekli olan şartların kısmen mevcut olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

- Agénor, P-R, J. Aizenman ve A.W. Hoffmaister. (2004) "The credit crunch in East Asia: what can bank excess liquid assets tell us?" *Journal of International Money and Finance*, 23, 27-49.
- Akçay, O. C. (2003) "The Turkish Banking Sector Two Years after the Crisis: A Snapshot of the Sector and Current Risks." İç. *The Turkish Economy in Crisis*, Z. Öniş, B. Rubin (ed.), London: Frank Cass and Company Limited, 169-87.
- Alper, C.E. ve İ. Sağlam. (2001) "The Transmission of a Sudden Capital Outflow: Evidence from Turkey." *Eastern European Economies*, 39 (2), 29-48.
- Atanasova, C.V. ve N. Wilson. (2004) "Disequilibrium in the UK corporate loan market." *Journal of Banking and Finance*, 28, 595-614.
- Bernanke, B. (1983) "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." *American Economic Review*, 73(3), 257-76.
- Bernanke, B. S. (1990) "On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads." *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, November/December, 51-68.
- Bernanke, B. S. (1993) "Credit in the Macroeconomy." Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, 18(1), 50-70.
- Bernanke, B. S. ve A. S. Blinder. (1988) "Credit, Money, and Aggregate Demand." *American Economic Review*, 78(2), 435-9.
- Bernanke, B. S. ve A. S. Blinder. (1992) "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission." *American Economic Review*, 82(4), 901-21.
- Bernanke, B. S. ve C. Lown. (1992) "The Credit Crunch." *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 205-39.
- Bernanke, B. S. ve M. Gertler. (1989) "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- Bernanke, B. S. ve M. Gertler. (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Blanchard, O. J. ve S. Fischer. (1989) *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Borensztein, E. ve J-W. Lee. (2002) "Financial crisis and credit crunch in Korea: evidence from firm-level data." *Journal of Monetary Economics*, 49, 853-75.
- Brissimis, N. S. ve N. S. Magginas. (2005) "Changes in financial structure and asset price substitutability: A test of the bank lending channel." *Economic Modelling*, 22(5), 879-904.
- Calomiris, C. W. (1993) "Financial Factors in the Great Depression." *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), 63-85.

- Civcir, İ. (2003) "Türkiye'de Kriz Sonrası Dönemde Kredi Çöküşü." İç. *Avrupa Birliği'ne Giriş Sürecinde Balkanlarla İlişkiler ve Türkiye Ekonomisi*, Ö. F. Çolak (der.), Ankara: İmaj Yayınevi, 87-105.
- Çavuşoğlu, T. (2002) "Credit transmission mechanism in Turkey: An Empirical Investigation." *ERC Working Papers in Economics* #02/03, 1-30.
- Çiçek, M. (2005) "Türkiye'de parasal aktarım mekanizması: VAR (Vektör otoregresyon) yaklaşımıyla bir analiz." *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 30, Sayı: 233'e Ek, 82-105.
- Eğilmez, M. ve E. Kumcu. (2004) *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*. 6. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Ertuğrul, A. ve F. Selçuk. (2001) "A Brief Account of the Turkish Economy: 1980-2000." *Russian and East European Finance and Trade*, 10(37), 6-28.
- Fama, E. (1980) "Banking in the Theory of Finance." *Journal of Monetary Economics*, 6(1), 39-57.
- Fauntas, S. ve A. Papagapitos. (2001) "The monetary transmission mechanism: evidence and implications for European Monetary Union." *Economics Letters*, 70, 397-404.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard ve B. C. Petersen. (1988) "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-95.
- Fisher, I. (1933) "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica*, 1, 337-57.
- Friedman, B. (1981) "The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis." National Bureau of Economic Research, Working Paper # 831.
- Friedman, B. ve K. Kuttner. (1992) "Money Income, Prices, and Interest Rates." *American Economic Review*, June, 472-92.
- Gertler, M. (1988) "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview." *Journal of Money, Credit and Banking*, 20(3), 559-88.
- Gertler, M. ve S. Gilchrist. (1993) "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence." *Scandinavian Journal of Economics*, 95(1), 43-64.
- Gertler, M. ve S. Gilchrist. (1994) "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms." *Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309-40.
- Greenwald, B. ve J. E. Stiglitz. (1993) "Financial Market Imperfections and Business Cycles." *Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 77-114.
- Gurley, J. ve E. Shaw. (1955) "Financial Aspects of Economic Development." *American Economic Review*, 45(4), 515-38.
- Gurley, J. ve E. Shaw. (1960) *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Günel, V. (2001) *Türk Bankacılık Sektörünün Sorunları ve Geleceği*. Ankara: ATO.
- Gündüz, L. (1999) "Monetary Transmission and Bank Lending in Turkey." *ERC/METU, International Conference in Economics III*, Ankara.

- Gündüz, L. (2001) "Monetary Transmission and Bank Lending in Turkey." *ISE Review*, 5(18), 13-30.
- Gür, E.T. (2003) *Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Haan, L. D. (2003) "Microdata evidence on the bank lending channel in the Netherlands." *De Economist*, 151(3), 293-315.
- Hamilton, J. D. (1987) "Monetary Factors in the Great Depression." *Journal of Monetary Economics*, 19(2), 145-70.
- Hamilton, J. D. (1992) "Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from Commodity Futures Market." *American Economic Review*, 82(1), 157-78.
- Hansen, A. H. (1953) *A Guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill.
- Haubrich, J. G. (1990) "Nonmonetary Effects of Financial Crises: Lessons from the Great Depression in Canada." *Journal of Monetary Economics*, 25(2), 223-52.
- Hawtrey, R. (1919) *Currency and Credit*. New York: Longmans, Green & Co.
- Hazine İstatistikleri. (2003) *Hazine İstatistikleri 1980-2002*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.
- Hicks, J.R. (1937) "Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation." *Econometrica*, April.
- Hirtle, B. ve J. Kelleher. (1990) "Financial Market Evolution and the Interest Sensitivity of Output." Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, 56-70.
- Hubbard, R. G. (1995) "Is There a Credit Channel for Monetary Policy?" Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 77(3), 63-77.
- Hunter, H. M. (1982) "The Role of Business Liquidity during the Great Depression and Afterwards: Differences between Large and Small Firms." *Journal of Economic History*, 42(4), 883-902.
- İşcan, A. (2003) *Banka Kredilerindeki Daralmanın Ekonomik Etkileri ve Krizlerdeki Gelişimi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Jaffee, D. ve T. Russell. (1976) "Imperfect Information, Uncertainty, and the Credit Rationing." *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 651-66.
- Jaffee, D. ve J. E. Stiglitz. (1990) "Credit Rationing." İç. *Handbook of Monetary Economics, Vol.II*, B.M. Friedman ve F.H. Hahn (ed.), Amsterdam: North-Holland, 838-89.
- Jorgenson, D.W. (1963) "Capital Theory and Investment Behavior." *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 53, 247-59.
- Kakes, J. ve J-E. Sturm. (2002) "Monetary policy and bank lending: Evidence from German banking groups." *Journal of Banking and Finance*, 26, 2077-92.

- Kashyap, A., O. Lamont ve J. Stein. (1992) "Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories: A Case Study of the 1981-82 Recession." MIT School of Management, unpublished manuscript.
- Kashyap, A., J.C. Stein ve D.W. Wilcox. (1993) "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance." *American Economic Review*, 83(1), 78-98.
- Kazgan, G. (2005) *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Keyder, N. (2002) *Para Teori-Politika-Uygulama*. Genişletilmiş 8. Baskı, Ankara.
- Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan and Co., Ltd.
- Kindleberger, C. P. (1973) *The World in Depression, 1929-1939*. Berkeley: University of California Press.
- King, S. R. (1986) "Monetary Transmission: Through bank loans or bank liabilities?" *Journal of Money, Credit, and Banking*, 18(3), 290-303.
- Kim, D. W., Y.S. Lee ve K. S. Park. (2002) "Credit crunch and shocks to firms: Korean experience under the Asian financial crisis." *Emerging Markets Review*, 3, 195-210.
- Kumcu, E. (2004) "Geçmişten Dersler (1)." *Hürriyet Gazetesi*. 14 Eylül 2004, 9.
- Lensink, R. ve E. Sterken. (2002) "Monetary transmission and bank competition in the EMU." *Journal of Banking and Finance*, 26, 2065-75.
- Litterman, R. ve L. Weiss. (1985) "Money, Real Interest Rates, and Output: A Reinterpretation of the Postwar U.S. Data." *Econometrica*, 53(1), 129-56.
- Mishkin, F. S. (1976) "Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy." *American Economic Review*, 66(4), 642-54.
- Mishkin, F. S. (1978) "The Household Balance Sheet and the Great Depression." *Journal of Economic History*, 38(4), 918-37.
- Mishkin, F. S. (1996) "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy." *National Bureau of Economic Research*, Working Paper # 5464.
- Mishkin, F.S. (2001) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Sixth Edition, New York: Addison Wesley Longman.
- Modigliani, F. (1944) "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money." *Econometrica*, January.
- Modigliani, F. ve M. Miller. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review*, 48, 261-97.
- Myers, S.C. ve N.S. Majluf. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nagahata, T. ve T. Sekine. (2005) "Firm Investment, monetary transmission, and balance sheet problems in Japan: an investigation using micro data." *Japan and the World Economy*, 17(3), 345-69.

- Ogawa, K. (2000) "Monetary Policy, Credit, and Real Activity: Evidence from the Balance Sheet of Japanese Firms." *Journal of the Japanese and International Economies*, 14(4), 385-407.
- Oliner, S. ve G. Rudenbusch. (1992) "The Transmission of Monetary Policy: Evidence from the Mix of External Debt and the Importance of Internal Finance." Board of Governors, unpublished manuscript.
- Oliner, S. ve G. Rudenbusch. (1995) "Is There a Bank Lending Channel for Monetary Policy?" Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Review*, Spring, 3-20.
- Oliner, S. ve G. Rudenbusch. (1996) "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance: Comment." *American Economic Review*, 86(1), 300-9.
- Özatatay, F. (1990). "Merkez Bankası Üç Aylık Makroekonomik Modeli (TCMB2)." *TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 1(2), 1-42.
- Özatatay, F., E. Öztürk ve G. Sak. (1996) *Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları*. TÜSİAD Yayınları, Yayın No.TÜSİAD-T/96-1/192.
- Özçiçek, Ö. (2006) "Türkiye'de 1980 sonrası para aktarım mekanizmasında kredi kanalının yeri." *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15 (1), 257-68.
- Patinkin D. (1959) "Keynesian Economics Rehabilitated: A Rejoinder to Professor Hicks." *Economic Journal*, September.
- Pierce, D.G. ve P.Tysome. (1985) *Monetary Economics Theories, Evidence and Policy*. Second Edition, London: Butterworths.
- Radcliffe Komitesi. (1959) *Committee on the Workings of the Monetary System: Report*. London: Her Majesty's Stationery Office. Cmnd.827, August.
- Ramey, V. (1993) "How Important Is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?" *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1-45.
- Romer, C. D. ve D.H. Romer. (1989) "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz." İç. O.J. Blanchard ve S. Fischer (ed.), *NBER Macroeconomics Annual, 1989*, 121-70. Cambridge, MA: MIT Press.
- Romer, C. D. ve D.H. Romer. (1990) "New Evidence on the Monetary Policy Transmission." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 149-98.
- Romer, C. D. ve D.H. Romer. (1994) "What Ends Recessions?" İç. Fischer, Stanley, and Julio Rotemberg, (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*, 9, 13-57.
- Roosa, R. (1951) "Interest Rates and the Central Bank." İç. *Money, Trade and Economic Growth: Essays in Honor of John H. Williams*. New York: The Macmillan Company, 270-95.
- Sengonul, A. ve W. Thorbecke. (2005) "The effect on monetary policy on bank lending in Turkey." *Applied Financial Economics*, 15, 931-4.

- Sims, C.A. (1972) "Money, Income and Causality." *American Economic Review*, 62 (4), 540-52.
- Sims, C.A. (1980) "Macroeconomics and Reality." *Econometrica*, 48, 1-48.
- Stiglitz, J.E. (1992) "Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies." *European Economic Review*, 36, 269-306.
- Stiglitz, J.E. ve A. Weiss. (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Şengönül, A. (2005) "Banking risks and effectiveness of bank lending channel in Turkey." *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 15-35.
- Taylor, J.B. (1993) *Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation*. New York: W.W. Norton.
- Taylor, J.B. (1995) "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework." *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.
- TBB. "40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi." <<http://www.tbb.org.tr/turkce/40.yil.htm>>, (23 Haziran 2006).
- TCMB. (2002) *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Ankara.
- Temin, P. (1976) *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W.W. Norton.
- Temin, P. (1989) *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Tobin, J. (1969) "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory." *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Tobin, J. (1982) "Money and Finance in the Macroeconomic Process." *Journal of Money, Credit and Banking*, 14(2), 171-204.
- Trautwein, H-M. (2000) "The Credit View, Old and New." *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 155-89.
- Uygur, E. (1991) "Central Bank Quarterly Econometric Model of Turkey: A First Draft." İç. *The Use of Econometric Models in Central Banks' Decision Making Problem*, H. Ersel (ed.), Ankara: TCMB.
- Uygur, E. (1999) "Bankers against industrialists: credit effects and interest rate effects on the real economy." Conference Paper, *METU ERC International Conference in Economics III*, Ankara, 10 September.
- Walsh, C.E. (2001) *Monetary Theory and Policy*. Cambridge MA: MIT Press.
- Walsh, C.E. ve J.A. Wilcox. (1995) "Bank Credit and Economic Activity." İç. J. Peek ve E. Rosengren (ed.), *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?*, 83-112. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series # 39.
- Williamson, S.D. (1986) "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing." *Journal of Monetary Economics*, 18(2), 159-79.

- Williamson, S.D. (1987a) "Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing." *Quarterly Journal of Economics*, 102(1), 135-45.
- Williamson, S.D. (1987b) "Financial Intermediation, Business Failures, and Real Business Cycles." *Journal of Political Economy*, 95(6), 1196-1216.
- Yeldan, E. (2001) *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. İstanbul: İletişim Yayınları
- Yentürk, N. (2003) *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

THE ROLE OF NEWS APPROACH IN EXPLAINING EXCHANGE RATE VOLATILITY

Fatih ÖZTUNA

Özet

Özet: Bu çalışmada, Türkiye için 1986-2000 dönemi için veri kullanılarak, bir taraftan döviz kuru hareketlerini açıklayan bir model geliştirilmiştir. Diğer taraftan, döviz kuru hareketlerini açıklayan bir model geliştirilmiştir. Çalışmada, döviz kuru hareketlerini açıklayan bir model geliştirilmiştir. Çalışmada, döviz kuru hareketlerini açıklayan bir model geliştirilmiştir. Çalışmada, döviz kuru hareketlerini açıklayan bir model geliştirilmiştir.

Abstract: This study examines the role of news approach in explaining exchange rate volatility in Turkey. The study uses data from 1986-2000 to estimate a model that explains exchange rate movements. The results show that the news approach is a significant determinant of exchange rate volatility in Turkey.

Abstract

Abstract: This study examines the role of news approach in explaining exchange rate volatility in Turkey. The study uses data from 1986-2000 to estimate a model that explains exchange rate movements. The results show that the news approach is a significant determinant of exchange rate volatility in Turkey.