



T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE PARASAL GEÇİŞ MEKANİZMALARININ
ETKİNLİĞİ ÜZERİNE TEORİK VE AMPİRİK BİR
İNCELEME**

(DOKTORA TEZİ)

Meryem FİLİZ

Danışman:
Prof.Dr. Feridun YILMAZ

BURSA - 2012

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı'nda 710711001 numaralı Meryem FİLİZ'in hazırladığı "TÜRKİYE'DE PARASAL GEÇİŞ MEKANİZMALARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE TEORİK VE AMPİRİK BİR İNCELEME" konulu Doktora Çalışması ile ilgili tez savunma sınavı, **16/11/2012** günü 13:00 – 17:00 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının (başarılı/başarısız) olduğuna , (oybirliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu
Başkanı)

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Feridun Yılmaz

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Hüseyin Şahin

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doc. Dr. Fuat Selmen

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doc. Dr. Hülya Akay

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doc. Dr. Deger Alper

16/11/2012

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Meryem FİLİZ
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat Politikası
Tezin Niteliği : Doktora Tezi
Sayfa Sayısı :
Mezuniyet Tarihi : / / 20.....
Tez Danışman(lar)ı : Prof.Dr.Feridun YILMAZ

TÜRKİYE’DE PARASAL GEÇİŞ MEKANİZMALARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE TEORİK VE AMPİRİK BİR İNCELEME

Para politikası çeşitli kanallar vasıtası ile toplam talep ve enflasyonu etkiler. Bir ekonomide aktarım kanallarının çalışma mekanizmasını ve ekonomiye yansıma sürelerini bilmek uygulanan para politikasının etkinliğini artırır. Bu çalışmada Türkiye’de 2001 Aralık – 2008 Mayıs döneminde faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları ve banka kredi kanalının etkinliği VAR yöntemiyle analiz edilmiştir. Böylece Türkiye’de son iki IMF anlaşmasının yürürlükte olduğu, Merkez Bankası’nın bağımsız bir kurum haline gelerek, politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullandığı ve dalgalı döviz kuruna geçtiği dönemde para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi bir bütün olarak analiz edilmek istenmiştir. Ayrıca incelenen dönemde herhangi bir yapısal değişikliğin olup olmadığını test etmek için Ayrık Örneklem Chow Testi uygulanmıştır. Çalışmada ele alınan dönemin tek bir örneklem olarak değerlendirilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır. Bu doğrultuda her bir kanal Ayrık Örneklem Chow Testinin sonucuna göre iki döneme ayrılıp incelendiğinde faiz oranı ve banka kredi kanallarının ikinci dönem zarfında etkin bir şekilde çalıştığı gözlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Para Politikası, Türkiye’de Parasal Aktarım Kanalları, Mali Baskınlık, VAR, Ayrık Örneklem Chow Testi,

ABSTRACT

Name and Surname : Meryem FİLİZ
University : Uludağ University
Institution : Social Science Institution
Field : Economics
Branch : Economic Policy
Degree Awarded : PhD
Page Number :
Degree Date : / / 20.....
Supervisor (s) : Prof.Dr.Feridun YILMAZ

A THEORETICAL AND EMPIRICAL STUDY ON THE EFFICIENCY OF MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN TURKEY

Monetary policies have influences on total demand and inflation by various channels. Knowing Monetary Transmission Channels and their reflection times in an economy would increase the effectiveness of monetary policies. This study investigates interest rates, exchange rates, asset prices and bank lending channel activity between December 2001 - May 2008 period in Turkey by VAR methods. We aimed to analyze the effect of monetary policy on the economy as a whole, while Central Bank is becoming an independent agency during the last two IMF agreement was in force in Turkey. In this manner we analyzed the floating exchange rate and the short-term interest rates as a policy tool. In addition, Sample Split Chow Test was performed to test whether any structural change occur in the examined period. It is concluded that sample period of this study can not be considered as a single paradigm. In this context when each channel was divided into two periods according to the results of Sample Split Chow Test, interest rate and bank lending channels have been observed to be working effectively during the second period of time.

Keywords: Monetary Policy, Monetary Transmission Channels in Turkey, Fiscal Dominance, VAR, Sample Split Chow Test

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanışında birçok kişinin emeği geçti. Öncelikle çalışmam boyunca desteğini esirgemeyen değerli Hocam İbrahim KANYILMAZ'a teşekkürü bir borç bilirim. Tez konumun belirlenme aşamasında ve sonrasında her zaman yardımcı olan Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN'a da çok teşekkür ederim. Tez danışmanın Prof.Dr.Feridun YILMAZ'a çalışmam boyunca verdiği destek öneri ve katkılar için teşekkür az kalır bir dilek olurdu. Tezin başlangıcından itibaren her başım sıkıştığında fikirleri ile bana yardımcı olan ve tezin uygulama kısmında gösterdiği yardımlar için Yard.Doç.Dr.Özer ARABACI'ya desteğinden dolayı çok teşekkür etmem gerekir. Danışma kurulumda yer alan ve tez konumun belirlenmesinden itibaren her zaman yanımda olan Doç.Dr.Hülya KANALICI AKAY ve Doç.Dr.Nejla ADANUR AKLAN'nın yardımları işlerimi kolaylaştırıcı ve belirleyici oldu. Her konuda bana destek olan eşime, her zaman yanımda olan ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen ablama, bugünlere gelmemde çok büyük emekleri olan anne ve babama sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Meryem FİLİZ

Bursa – Kasım 2012

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....	1
1.BÖLÜM: PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI.....	5
1.1. PARA POLİTİKASININ GELİŞİM SÜRECİ.....	5
1.2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	8
1.3.TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI: KISA TARİHÇE.....	14
1.4. VEKTÖR OTOREGRESYON MODELLERİ.....	24
1.4.1. Etki Tepki Fonksiyonları.....	26
1.4.2. Varyans Ayırıştırması.....	28
2.BÖLÜM: FAİZ ORANI KANALI.....	31
2.1. FAİZ ORANI KANALININ TEORİK ÇERÇEVESİ.....	31
2.2. FAİZ ORANI KANALINA İLİŞKİN YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR.....	36
2.2.1. Faiz Kanalının İlk Aşamasını İnceleyen Çalışmalar.....	37
2.2.2. Faiz Kanalını İnceleyen Çalışmalar.....	40
2.3. FAİZ ORANI KANALINDA MALİ BASKINLIĞIN ROLÜ.....	43
2.4. UYGULAMA.....	45

3.BÖLÜM: DÖVİZ KURU KANALI.....	64
3.1. DÖVİZ KURU KANALININ ÇALIŞMA MEKANİZMASI.....	64
3.2. DÖVİZ KURU KANALINI AMPİRİK OLARAK İNCELEYEN ÇALIŞMALAR.....	67
3.3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURUNUN OYNADIĞI ROL.....	71
3.4. TANIMLAMA PROBLEMİNE GETİRİLEN ÇÖZÜMLER.....	75
3.5. UYGULAMA.....	76
4.BÖLÜM: DİĞER VARLIK FİYATI KANALLARI.....	92
4.1. VARLIK FİYATLARI KANALLARINA TEORİK BİR BAKIŞ.....	92
4.2. HİSSE SENEDİ FİYATLARININ PARA POLİTİKASINA TEPKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR.....	95
4.3. TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASALARININ ROLÜ.....	99
4.4. UYGULAMA.....	102
5.BÖLÜM: KREDİ KANALLARI.....	122
5.1. KREDİ KANALINDA ASİMETRİK BİLGİ SORUNU.....	122
5.1.1. Banka Temelli Kanallar.....	123
5.1.1.1. Banka Kredi Kanalı.....	123
5.1.1.2. Banka Sermaye Kanalı.....	129
5.1.2. Bilanço Kanalı.....	130
5.2. KREDİ KANALINA YÖNELİK YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR.....	133
5.2.1. Makro Verilerle Kredi Kanalını İnceleyen Çalışmalar.....	133

5.2.2. Mikro Verilerle Kredi Kanalını İnceleyen Çalışmalar.....	139
5.3. TÜRKİYE’DE 2002-2008 DÖNEMİNDE BANKA KREDİ KANALINI ETKİLEYEN GENEL EKONOMİK KOŞULLAR.....	142
5.4. UYGULAMA.....	147
6. SONUÇ.....	162
7.KAYNAKÇA.....	166

GİRİŞ

Para politikası belirli amaçları gerçekleştirmek için merkez bankaları tarafından yürütülür. Ancak bu amaçlar içerisinde günümüzde birçok merkez bankası fiyat istikrarını temel amaç olarak benimsemiştir. Bunu gerçekleştirmek için özellikle 1990'lı yıllarda pek çok ülke para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamıştır.

Parasal aktarım mekanizması, para politikasını uygulayan otoritenin kullandığı araçlar ile toplam talep ve enflasyonu hangi kanallar vasıtası ile etkilediğini ifade eder. Bir ekonomide aktarım kanallarından hangilerinin işlevsel olduğunun ve ekonomiye yansıma sürelerinin bilinmesi uygulanan politikanın başarısı için büyük önem taşır. Bu doğrultuda para politikasını yürütenler tarafından aktarım kanallarının çalışma mekanizmasını bilmek doğru politika tercihinde bulunmak açısından hayati bir öneme sahiptir. Literatürde parasal aktarım kanalları yaygın olarak para görüşü ve kredi görüşü altında incelenmektedir. Bunun dışında ayrı olarak aktarım kanallarının faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları ve kredi kanalları başlıkları şeklinde incelenmesi de yaygın bir uygulamadır. Bu çalışmada ise Boivin, vd. (2010) tarafından yapılan sınıflandırma tercih edilerek aktarım kanalları neo-klasik kanallar ve neo-klasik olmayan kanallar şeklinde tasnif edilerek incelenmiştir. Böyle bir sınıflandırma tüm kanalların analiz edilmesine olanak tanıdığı ve Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda rastlanmadığı için tercih edilmiştir. Bu sınıflandırma temel olarak finansal piyasaların mükemmel işleyip işlemediği varsayımına dayalı olarak kanalları ayırır. Neo-klasik kanallarda tam bilgi geçerli olduğu için piyasaların mükemmel işlediği kabul edilir. Neo-klasik olmayan kanallarda ise bilgi asimetrisinin varlığı analize dahil edilir. Neo-klasik kanallar faiz oranı, döviz kuru ve varlık fiyatları kanallarından oluşur. Neo-klasik olmayan kanallar ise kredi kanallarını içerir.

Parasal aktarım kanallarının işlevselliği her ülkenin kendine özgün koşulları içerisinde şekillenir. Bu doğrultuda Türkiye özelinde hangi aktarım kanallarının etkin bir şekilde çalıştığını tespit etmeye çalışan bu çalışmada dönem aralığı olarak 2001 Aralık – 2008 Mayıs dönemi tercih edilmiştir. Dönem olarak bu aralığın seçilmesi belirli nedenlere dayanmaktadır. İlk olarak bu dönem (örtük + açık) enflasyon hedeflemesi rejimlerinin uygulandığı ve son iki IMF anlaşmasının yürürlükte olduğu dönemi kapsamaktadır. İkinci

olarak Merkez Bankası 2001 yılında çıkarılan kanunla birlikte bağımsız bir kurum haline gelmiş ve temel amacını fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlemiştir. Bu kanun ile birlikte Merkez Bankasına uygulayacağı politikaları seçme hakkı tanınmıştır. Böylece Merkez Bankası'nın politikalarını kendisinin belirlediği dönemi değerlendirme imkanı doğmaktadır. Üçüncü olarak IMF politikalarının uygulanmasının ekonominin yapısında neden olduğu değişikliğin para politikasının işleyiş sürecine olan yansımalarını ortaya konulmak istenmiştir. Ayrıca bu dönem, Türkiye ekonomisi için diğer dönemlere göre daha istikrarlı, dış olumsuz faktörlerin daha az olduğu ve büyüme'nin kesintisiz devam ettiği bir zaman aralığını ifade eder. Dördüncü olarak Merkez Bankası'nın politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullandığı ve bu faiz oranlarını “kademeli ve ölçülü” olarak değiştirdiği süre zarfı seçilmiştir (TCMB, 2009: 11).

Çalışmada parasal aktarım kanallarının işleyiş mekanizması VAR yöntemiyle test edilmiştir. Literatürde bu yöntemin aktarım kanallarının çalışma mekanizmasında en çok kullanılan yöntem olması tercih edilmesinde belirleyici olmuştur. Çalışmada ayrıca ele alınan dönemde herhangi yapısal bir değişikliğin olup olmadığını test etmek için Chow testinin özçıkartım versiyonu olan Ayrık Örneklem Chow testi uygulanmıştır. Çünkü ele alınan dönemin kendi içerisinde farklılaştığı düşünülmektedir. Zira 2001 Şubat krizi'nin ardından uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin ilk yıllarında mali baskınlık çok yüksek düzeylerde seyretmiştir. Mali baskınlığın yüksek olması para politikasının etkin bir şekilde çalışmasını engeller.

Çalışma Giriş ve Sonuç hariç beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde öncelikle para politikasının gelişim süreci üzerinde durulmuştur. Ardından parasal aktarım mekanizmasının tanımı yapılarak, aktarım kanallarının çalışma mekanizmasının bilinmesinin bir ekonomide oynadığı role değinilmiştir. Aktarım kanalları kendi içerisinde neo-klasik kanallar ve neo-klasik olmayan kanallar şeklinde sınıflandırılarak incelenmiştir.

Bu bölümde ayrıca Türkiye'de para politikası uygulamalarından tarihsel olarak bahsedilmiştir. Ancak özellikle ele alınan dönemin tercih edilmesinin nedenleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Son olarak kanalların ampirik olarak test edilmesinde kullanılan VAR yöntemi üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde aktarım kanalları içerisinde en temel aktarım mekanizmasını oluşturan faiz oranı kanalı açıklanmıştır. Bu kanalda para politikası aracı

olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları, bekleyişler teorisi ve ücret ve fiyat yapışkanlıkları aracılığıyla uzun vadeli reel faiz oranlarını etkiler. Uzun vadeli reel faiz oranları da tüketim ve yatırım harcamaları yoluyla toplam talep ve enflasyon üzerinde tesirde bulunur.

Bu kanalın bir ülkede etkin bir şekilde çalışması politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının, hane ve firmaların tüketim ve yatırım harcamalarının asıl belirleyicisi olan uzun vadeli faiz oranlarını etkilemesine bağlıdır. Ancak bir ekonomide mali baskınlık yüksek olduğunda bu ilişki zayıflamaktadır. Ayrıca mali baskınlığın yüksek olduğu bir durumda kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış risk priminin artmasına yol açarak borcun sürdürülebilirliği ile ilgili şüpheleri kuvvetlendirir. Bu doğrultuda sermaye dışarı kaçarak enflasyonun yükselmesine yol açar. Sonuçta enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyonu düşürmek için uygulanan kısa vadeli faiz oranlarındaki artış enflasyonu arttırarak beklenin tersi bir sonuca yol açar. Türkiye ekonomisi özelinde de böyle bir durumun varlığı ve faiz oranı kanalının etkinliği ikinci bölümde ampirik olarak test edilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde döviz kuru kanalı ele alınmıştır. Türkiye gibi küçük ve dışa açık bir ekonomi söz konusu olduğu zaman döviz kuru etkilerinin de dikkate alınması gerekir. Döviz kuru kanalında para politikasındaki değişiklikler kapsanmamış faiz oranı paritesine (UIP) göre yerli paranın değeri üzerinde tesirde bulunarak döviz kurunu değiştirir. Bu yolla toplam talep ve enflasyonu etkiler. Bu kanal aynı zamanda ithal tüketim mallarının fiyatı ve ithal girdi maliyetleri üzerinden doğrudan ve dolaylı olarak ta enflasyonu etkiler; ayrıca firma ve hane halkının bilançoları üzerinde büyük etkiye sahiptir.

Döviz kuru kanalının etkin bir şekilde çalışmasında da mali baskınlık önemli rol oynar. Kapsanmamış faiz oranı paritesine göre, ülkede uygulanan daraltıcı bir para politikası sonucu, yerli paranın değer kazanması gerekir. Bu koşulun gerçekleşmesi mali baskınlığa bağlıdır, çünkü bir ekonomide mali baskınlık yüksek olduğunda kapsanmamış faiz oranı paritesi beklenildiği gibi çalışmaz. Böyle bir durumda kısa vadeli faiz oranlarındaki artış iktisadi aktörlerin kaygılanmasına yol açarak borcun sürdürülebilirliği ile ilgili şüpheleri arttırır. Netice itibari ile risk primi yükselir, sermaye dışarı çıkar ve yerli para değer kaybeder. Türkiye ekonomisi için döviz kuru kanalında ele alınan dönemde

mali baskınlığın belirleyici olup olmadığı ve bu kanalın etkin bir şekilde çalışıp çalışmadığı üçüncü bölümde incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde varlık fiyatları üzerinde durulmuştur. Varlık fiyatları dört kanal aracılığı ile toplam talep ve enflasyonu etkiler. İlk olarak Tobin (1969) tarafından geliştirilen q teorisine göre hisse senedi fiyatları üzerinden tesirde bulunur. İkinci olarak Modigliani (1971) tarafından geliştirilen servet etkilerinde tüketicilerin tüketim harcamalarının temel belirleyicisi finansal servetleridir. Üçüncü olarak nakit akımı kanalıyla, son olarak da hisse senedi fiyatlarının firmaların bilançoları üzerindeki etkisi yoluyla işler. Varlık fiyatları aracılığı ile çalışan kanalların Türkiye özelinde hisse senedi piyasaları yeterince gelişmediği için etkilerinin sınırlı olduğu düşünülmektedir. Bu bölümde ampirik olarak hisse senedi fiyatları kanalı ele alınmıştır.

Çalışmanın beşinci ve son bölümünde kredi kanalları üzerinde durulmuştur. Kredi kanalları, banka temelli kanallardan ve bilanço kanalından oluşmaktadır. Banka temelli kanallardan banka kredi kanalında, özellikle küçük firmalar açısından bankalar önemli bir rol üstlenirler. Çünkü bu firmalar banka kredileri dışında kaynak temin etme olanağına sahip değildir. Banka sermaye kanalında para politikası, banka sermayesi yoluyla toplam talep ve enflasyon üzerinde tesirde bulunur. Aynı zamanda finansal hızlandırıcı olarak adlandırılan bilanço kanalı ise, para politikasının ödünç alan firmaların bilanço yapılarını nasıl etkilediğini inceler.

Bu bölümde banka kredi kanalının çalışması için gerekli olan koşulların Türkiye ekonomisi açısından ele alınan dönemde geçerliliği araştırılmıştır. Firmaların finansmanında bilançolarının yükümlülük tarafında banka kredileri ile diğer finansman kaynakları arasında tam ikame olmaması, Merkez Bankası'nın uyguladığı politikalar ile bankaların kredi arzını etkileyebilmesi ve fiyat yapışkanlıkları varsayımlarından oluşan bu koşulların büyük ölçüde sağlandığı söylenebilir. Çünkü Türkiye'de 1990'lı yıllar boyunca yüksek seyreden kamu açıklarından dolayı kamu menkul kıymet stokları önemli ölçüde artış gösterirken, özel sektör menkul kıymet stokları azalmıştır. Ayrıca Türkiye'de çoğu firma küçük ve orta ölçekli bir yapıya sahiptir. Bunun dışında Türkiye'de bankalar finansal sistem içerisinde ağırlıklı paya sahiptir. Yukarıda belirtilen varsayımlar ampirik olarak test edildiği takdirde banka kredi kanalının etkinliği ile ilgili kesin bir yargıya ulaşılabılır. Bu doğrultuda çalışmada beşinci bölümde banka kredi kanalı ampirik olarak test edilmiştir.

1.BÖLÜM: PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

1.1. PARA POLİTİKASININ GELİŞİM SÜRECİ

Para politikası fiyat istikrarı, tam istihdam, iktisadi büyüme, yurtiçi mali istikrar ve ödemeler dengesini sağlama gibi belirli amaçları gerçekleştirmek için merkez bankaları tarafından uygulanan kural ve faaliyetleri kapsar. Bu amaçlardan bazıları, mesela tam istihdamı sağlama ile fiyatları istikrarlı düzeyde tutma çelişebilmektedir (Loayza – Hebbel, 2002: 1). Ancak 1990’lı yıllarda birçok merkez bankası fiyat istikrarını¹ temel amaç olarak benimsemiştir (Bofinger, 2001: 129).

Bretton-Woods sisteminin yıkılması ile birlikte birçok sanayileşmiş ülkede yaşanan enflasyon sorunları üzerine parasal hedefleme stratejisi uygulanmıştır (McCallum, 2002: 72-74 ; Yay, 2006: 6). Bu dönemde enflasyonun, para politikası ile çözülebileceği fikrini öne süren monetarist yaklaşım ve rasyonel bekleyişler teorisini açıklayıcı gören iktisatçıların görüşleri etkili olmuştur. Söz konusu görüşlerin, parasal hedefleme stratejisinin uygulanmasında belirleyici olduğu söylenebilir (Goodfriend, 2007: 18-19). Ancak 1980’li yıllara gelindiğinde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler doğrultusunda finansal kurumlar para ikameleri yarattığı için para talebi istikrarsızlaşmış ve bu durum parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki kısa dönemli ilişkiyi zafiyatarak bu stratejinin birçok ülke tarafından terk edilmesine yol açmıştır² (Croce – Khan, 2000 : 49). Ardından 1980’li yılların ikinci yarısında bazı ülkeler döviz kuru hedefleme stratejisini uygulamıştır. Bu strateji de ilk olarak bağımsız bir para politikası uygulanmasına olanak tanımadığı, ikinci olarak ülkeleri spekülasyon ataklarına karşı savunmasız bıraktığı ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlığı artırarak finansal krizlerin oluşmasına yol açtığı için zamanla terkedilmiştir (Mishkin, 1999: 3 – 6).

1990’lı yıllarda Yeni Neo-Klasik Sentezin etkisiyle enflasyon hedeflemesi rejimi başta Yeni Zelanda olmak üzere birçok ülke tarafından yaygın olarak benimsenmiştir (Mishkin 2000: 10). Bu doğrultuda para politikası enflasyon ilişkisi sıklıkla tartışılan bir

¹ Fiyat istikrarı, bireylerin geleceğe dair rahatlıkla yatırım ve tüketim kararlarını alabilecekleri bir enflasyon ortamının olduğu durumu ifade eder (Castelnuovo, vd.2003: 8-9).

² İstisnai olarak parasal hedefleme stratejisi İsviçre ve Almanya’da başarılı olmuştur (Mishkin 2000).

konu haline gelmiş ve para politikasının temel prensipleri üzerinde görüş birliği sağlanabilmiştir. Yeni Neo-Klasik Sentez veya Yeni Keynesyen model olarak adlandırılan uzlaşa hem klasik hem keynesyen etkiler taşımaktadır. Uzlaşa, klasiklerin zamanlar arası optimizasyon ve rasyonel beklentiler ile Keynesyen'lerin monopolistik rekabetçi firmalar ve yapışkan fiyatlar gibi bazı temel varsayımlarının üzerine temellenmiştir (Goodfriend, 2007: 1-23). Goodfriend'e, (2007: 2-3) göre, yeni keynesyen para politikası modelinin etkilediği bu süreç, fiyat istikrarı, çekirdek enflasyonun hedeflenmesi, düşük enflasyonun sağladığı kredibilitenin belirleyiciliği ve önleyici faiz oranı politikası olmak üzere dört temel bileşene sahiptir. Clarida, vd. (1999: 1661) para politikasında yaşanan bu dönüşümleri, 1980'lerin sonlarından itibaren yapılan ampirik çalışmalarda ortaya konan para politikasının kısa dönemde reel ekonomiyi etkilediğine dönük ikna edici kanıtlarına bağlamaktadır. Mishkin (1996: 1) para politikasına verilen önemin artmasını, maliye politikasının ülkelerde zamanla yüksek enflasyona neden olması ve uygulanmasında gecikmelerin ortaya çıkması ile bu politikaya olan ilginin azalmasıyla ilişkilendirmiştir.

Bu doğrultuda maliye politikasının özellikle 2008 ABD krizine kadar olan dönemde, etkisini kaybetmesini çeşitli nedenlere bağlayarak açıklamak mümkündür. İlk olarak politikanın uygulama sürecinde ortaya çıkan uzun ve belirsiz gecikmeler uygulanan politikayı etkisiz hale getirebilmektedir. İkinci olarak, vergi oranlarını arttırmayı öngören ve hükümet harcamalarını düşürmeyi amaçlayan politikalar halka kolay kabul ettirilebilecek politikalar değildir. Ayrıca yanlış alınan yatırım ve harcama kararlarının hükümet harcamalarını artması ve vergi oranlarındaki aşırı oynaklıkların etkisizliğe yol açması gibi çeşitli faktörler de bu süreçte etkili olmuştur. Maliye politikasına verilen önem azaldıkça para politikası da eskiye oranla çok daha önemli hale gelmiştir (Arestis - Sawyer, 2002: 4).

Para politikasında sağlanan yeni uzlaşa ile birlikte oluşan temel prensiplerin Mishkin (2007a: 1) altı başlıkta incelenebileceğini ileri sürer. Bunlardan *ilki enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemde herhangi bir ilişki olmadığıdır*. Bu durum Friedman & Phelps tarafından ortaya konmuş ve uzun dönem Phillips eğrisinin dikey olduğu belirtilmiştir (Friedman, 2006: 1). *İkincisi, beklentiler para politikasında önemli bir rol oynarlar*. Rasyonel beklentiler hipotezi 1970'li yıllarda Lucas'ın çalışmaları ile ortaya çıkmıştır. Bu teoriye göre gelecekte uygulanacak olan para politikası ile ilgili beklentiler ekonominin işleyişi üzerinde büyük bir öneme sahiptir. Zira günümüzde birçok merkez

bankası da bekleyişleri şekillendirerek para politikalarını oluşturmaya çalışırlar (Mishkin, 2011: 6). *Üçüncüsü, enflasyon yüksek maliyetler içerir*, bundan dolayı merkez bankalarının temel ilgi alanını bu oluşturur. *Dördüncüsü, para politikalarının uygulanışında zaman tutarsızlığı problemi³ ortaya çıkabilmektedir*. Bu nedenle merkez bankalarının uyguladıkları politikanın ekonomiye ne zaman ve hangi aktarım kanalları vasıtası ile yansıdığını bilmeleri uygun politika oluşturabilmeleri için büyük önem taşımaktadır. *Beşincisi, merkez bankalarının bağımsız olmaları gerekir*. Burada bağımsızlıktan kasıt politika uygulanırken herhangi bir kurumun etkisi altında kalmadan merkez bankalarının belirledikleri temel amaçlara uygun olarak istedikleri aracı kullanabilmeleridir. *Altıncısı, merkez bankalarının nominal çapa belirlemeleri gerekir*. Günümüzde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke fiyat istikrarını temel amaç olarak benimsemiştir. Bu amacı gerçekleştirmek için de enflasyon hedeflemesi rejimi en sık kullanılan politika stratejilerinden⁴ biridir. Bu rejimde temel politika aracı olarak da kısa vadeli faiz oranları kullanılır (Goodfriend – King, 1997: 272-77). Bu politika stratejisinin uygulanabilmesi için Mishkin (2007b: 271) bu kez beş temel önerme üzerinde durmak gerektiğini belirtir. *İlk olarak enflasyonun orta vadede alacağı değerlerin halka açıklanması gerekir*. Böylece ekonomik birimler geleceğe dair kararlarını şekillendirirken enflasyonun alacağı değeri göz önünde bulundurarak oluştururlar. *İkinci olarak para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu kurumsal bir taahhüt içermelidir*. Bu olmadığı müddetçe merkez bankası temel amacından sapabilir ve kısa vadede uyguladığı farklı bir politikadan sağladığı yarar uzun vadede olumsuz sonuçlar doğurabilir. *Üçüncü olarak politika oluştururken birçok değişken dikkate alınır*. *Dördüncü olarak para otoritesinin uyguladığı politikanın şeffaf olması, halka ve piyasalara doğru bir şekilde aktarılması gerekir*.⁵ Uygulanan politikanın şeffaflığı ile bu politikaya zamanla güven oluşması arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. *Beşinci olarak, merkez bankasının hesap verme sorumluluğu artar*. Böylece politika

³ Bu konuda daha ayrıntılı bilgi için Kydland - Prescott (1977), Barro - Gordon (1983), Calvo (1978), Albanesi, vd. (2003), Alvarez, vd. (2004), Ireland (1999), Kanalcı Akay - Nargeleçekenler (2007), Goodhart - Huang (1998), Kanalcı Akay (2006), Pierdzioch - Stadtmann (2011)'e bakılabilir.

⁴ Daha önce birçok ülkede parasal büyüklüklerin hedeflenmesi ve döviz kuru hedeflemesi stratejisi kullanılmıştır (Yay, 2006: 6).

⁵ Bu konu ile ilgili literatür oldukça hacimlidir. Bunlardan bazıları için bkz Geraats (2000), Geraats (2001), Geraats (2002), Geraats (2005), Geraats (2006), Dincer - Eichengreen (2007), Eijffinger - Geraats (2006), Faust - Svensson (2001), Gai - Shin (2003), Mishkin (2004a), Blinder (1998), Atkeson - Kehoe (2001), Clare - Courtenay (2001), Muller - Zelmer (1999), Broadus (2001), Carpenter (2004).

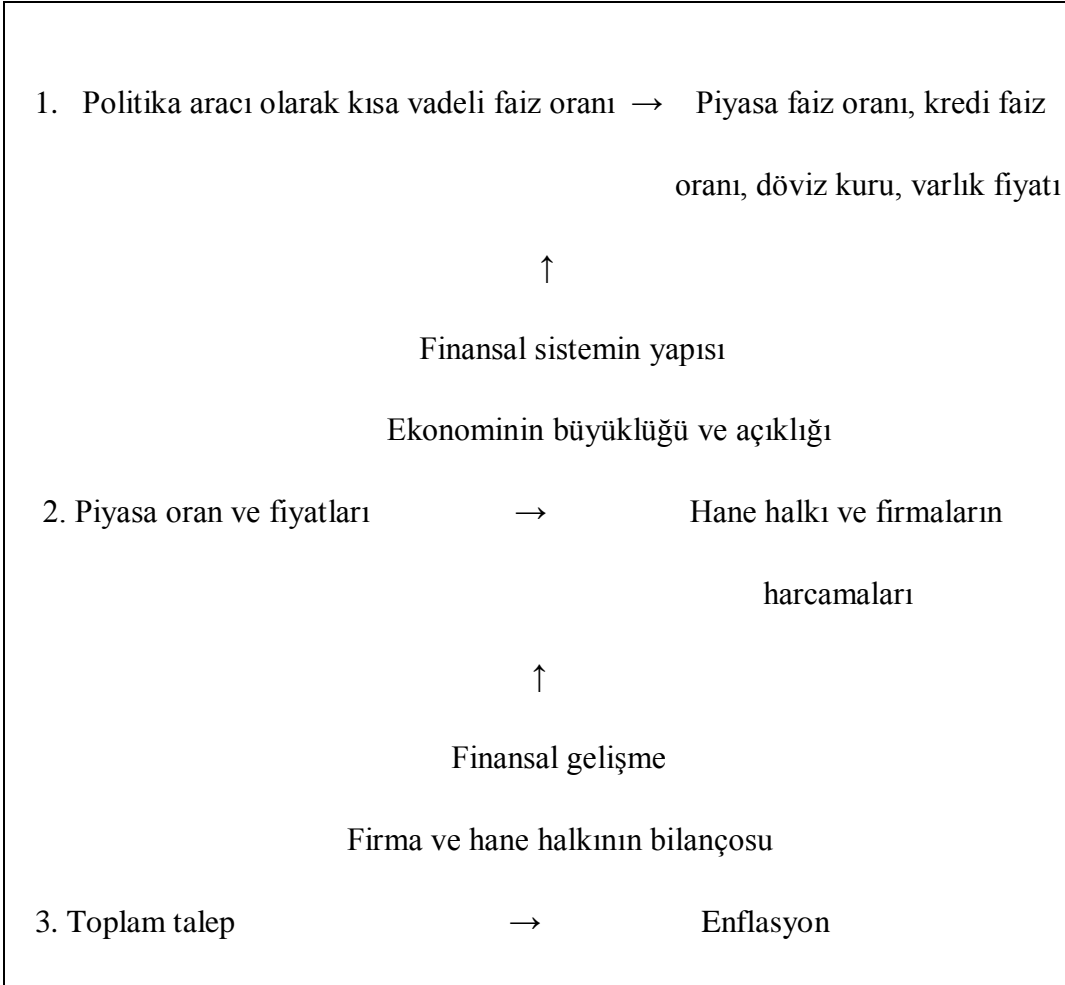
uygulayıcısı yanlış politikanın yol açtığı sonuçlara katlanır. Bu durumun varlığı bir anlamda doğru politika oluşturmak için teşvik sağlar.

İktisatçılar arasında para politikasının hangi kanallar vasıtası ile ekonomiyi etkilediği konusunda ortak bir sonuca ulaşılamamıştır. Bir anlamda para politikasının ekonomiye aktarımının arkasındaki “kara kutu” aralanmaya başlansa da, hala tam olarak çözülebilmiş değildir (Bernanke – Gertler, 1995: 27). Bu da aktarım mekanizması ile ilgili çalışmaların makro ekonomide önemli bir yer tutmasını ve günümüzde tartışmalı bir konu olma özelliğini devam ettirmesini açıklamaktadır (Bernanke – Blinder, 1992: 901). Bu doğrultuda parasal aktarım mekanizmasının önemini daha iyi kavrayabilmek için işlevsel bir aktarım mekanizması tanımı yapmak önem kazanır. Bu nedenle öncelikle bu işlevsel tanımın genel çerçevesinin değerlendirilmesine çalışılacaktır.

1.2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

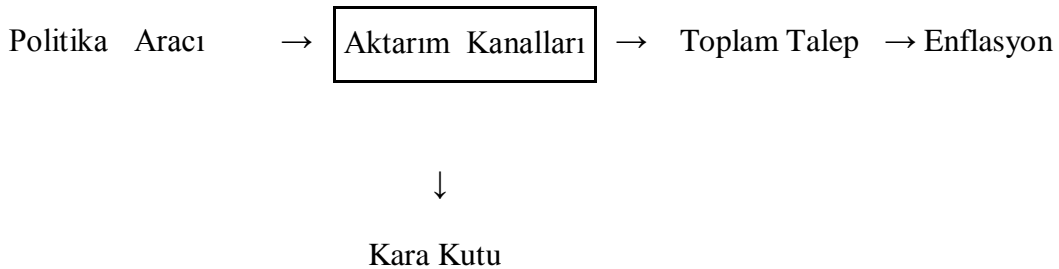
Parasal aktarım mekanizması, para politikasını uygulayan otoritenin belirli kanallar aracılığıyla toplam talep ve fiyatlar genel düzeyini etkilemesini ifade eder. Tanımı kısa olan aktarım mekanizması aslında uzun, dolaylı ve karmaşık bir süreçtir. (Bofinger, 2001: 71). Merkez bankasının uyguladığı politikanın ekonomiye yansımaları belirli bir zaman alır. Merkez bankası doğrudan bir politika yerine dolaylı bir politika uygular ve politika üç aşamalı olarak ekonomiye yansır. İlk olarak kısa vadeli faiz oranlarındaki bir değişiklik piyasa faiz oranı, kredi faiz oranı ve varlık fiyatlarını etkiler. Aktarımın bu ilk aşamasında finansal sistemin yapısı, ekonominin büyüklüğü ve açıklığı belirleyici rol oynar. Aktarımın ikinci aşamasında piyasa faiz oranı, hane halkı ve firmaların harcama, tasarruf ve yatırım kararlarını etkiler. Bu tercihleri belirleyen faktörler de finansal gelişmişlik düzeyi ile hane halkı ve firmaların mali durumudur (Loayza - Hebbel, 2002: 7-8). Aktarımın üçüncü aşamasında ise yatırım ve tüketimi içeren toplam talep, enflasyonu etkiler (Bank of England, 2001: 3 ; Kara - Orak, 2008: 58-60). Netice itibari ile bu karmaşık süreç, merkez bankası tarafından uygulanan politikanın finansal piyasalarda neden olduğu değişikliğin reel ekonomiye ve enflasyona yansımalarının nasıl gerçekleştiğini araştırır. Söz konusu işleyiş aşağıdaki şemada da gösterilmektedir.

Parasal Aktarımın Aşamaları



Kaynak: Loayza ve Hebbel, (2002: 8).

Bu süreci basitleştirilmiş olarak şu şekilde de gösterebiliriz.



Para politikasının etkin bir şekilde çalışması ve uygulanan politikadan beklenen sonuçların elde edilmesi yukarıda tasnif edilen sürecin doğru anlaşılmasına bağlıdır. Bunun için de para politikasının ekonomiyi etkilediği kanalların ve etkileme süresinin bilinmesi büyük önem taşır. Bu doğrultuda para politikasının temel çatısını oluşturan aktarım mekanizması kanalları neo-klasik kanallar ve neo-klasik olmayan kanallar şeklinde bir tasnife tabi tutularak incelenebilir⁶. Bu ayırımın yapılmasında finansal piyasaların mükemmel işleyip işlemediği belirleyici olmuştur. Neo-klasik kanallar; faiz kanalı, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatlar'ından, (bu kanal da kendi içinde Tobin'in q teorisi ve servet etkisi olarak ikiye ayrılır) oluşur (Boivin, vd. 2010: 5). Söz konusu sınıflandırmaya ek olarak, Boivin, vd. (2010: 5- 15) tarafından neo-klasik kanallar yatırım, tüketim ve uluslar arası ticaret ayırımında analiz edilmiştir. Yatırımı etkileyen doğrudan faiz oranı kanalı sermayenin maliyeti yoluyla çalışır. Yatırımlar üzerinde tesirde bulunan bir diğer kanalı Tobin'in q teorisi açıklar, burada etkin olan faktör hisse senetleridir. Tüketim üzerinde etkili olan kanallar ise servet etkileri ve zamanlar arası ikameden oluşur. Dışa açık ekonomilerde diğer ülkelerle yapılan ticaret önemli bir rol oynar, bu etkiler de döviz kuru kanalı ile analiz edilir. Neo-klasik olmayan kanallar ise kredi kanallarından oluşur ve kendi içinde banka temelli kanallar ve bilanço kanalı olarak ikiye ayrılır. Bu çalışmada da benzer bir çerçeve benimsenerek aktarım kanalları ele alınacak ve ampirik olarak test edilecektir.

Neo-klasik bakış açısından parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin en önemli göstergesi faiz kanalının işlevidir. Bu kanal para politikası aracı olarak, kısa vadeli faiz oranlarındaki bir değişikliğin piyasa faizlerini değiştirmesi ve bu faizlerin de bekleyişler teorisi ve ücret ve fiyat yapışkanlıkları doğrultusunda hane halkı ve firmaların tüketim ve yatırım tercihlerinde dikkate aldıkları uzun vadeli faiz oranlarını etkilemesi yoluyla çalışır. Burada iktisadi birimlerin dikkate aldıkları faiz oranı reel faiz oranıdır. Bu kanalda para

⁶ Aktarım mekanizmalarının işleyişinde farklı tasnifler yapan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin Taylor (1995) finansal piyasa fiyatları ve finansal piyasa miktarları şeklinde bir ayırım yaparak aktarım kanallarını incelemiştir. Bernanke (1988) para ve kredi görüşü şeklinde ikili bir sınıflandırma yaparak aktarım mekanizmasını incelemiştir. Literatürde para ve kredi görüşü şeklinde ayırım yapılarak kanalların incelenmesi yaygın olarak kullanılan sınıflandırma yöntemlerinden biridir. Bu yöntemi kullanan çalışmalara örnek olarak, ayrıca Cecchetti (1995), Hubbard (1995), De Bont (1997), Bernanke ve Blinder (1992), Garretsen ve Swank (1998) verilebilir. Aynı bir sınıflandırma Meltzer (1995) tarafından yapılan çalışmada kullanılmıştır. Söz konusu çalışmada monetarist görüş üzerinde durulmuştur. Ele alınan bu çalışmada ise Boivin, vd. (2010) tarafından yapılan neo-klasik kanallar ve neo-klasik olmayan kanallar şeklindeki sınıflandırma tercih edilmiştir. Bu sınıflandırma finansal piyasaların mükemmel işleyip işlemediği vasyımı doğrultusunda yapılmıştır. Neo-klasik kanallarda bilgi asimetrisi söz konusu olmadığı için piyasaların mükemmel işlediği kabul edilir. Neo-klasik olmayan kanallarda ise asimetrik bilgiden dolayı çeşitli finansal araçlar (özellikle bankalar) sistemde etkin bir rol oynar.

politikasındaki değişiklikler sonucu tüketiciler bugün veya gelecekte tüketim yapma davranışı arasında bir karar verirler (Mishkin, 1996: 2-3 ; Loayza - Hebbel, 2002: 4).

Dışa açık bir ekonomi söz konusu olduğunda döviz kuru etkilerinin mutlaka dikkate alınması gerekir. Bu kanalda kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler kapsamamış faiz oranı paritesine (UIP) göre yerli paranın değerini etkileyerek, toplam talep ve enflasyon üzerinde tesirlerde bulunur (Taylor, 1995: 15). Bu kanal ayrıca ithal tüketim ve ara mallarının fiyatlarındaki değişiklikler sonucu enflasyonu etkiler. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu kanal daha etkin bir rol oynar (Mohanty – Turner, 2008: 15).

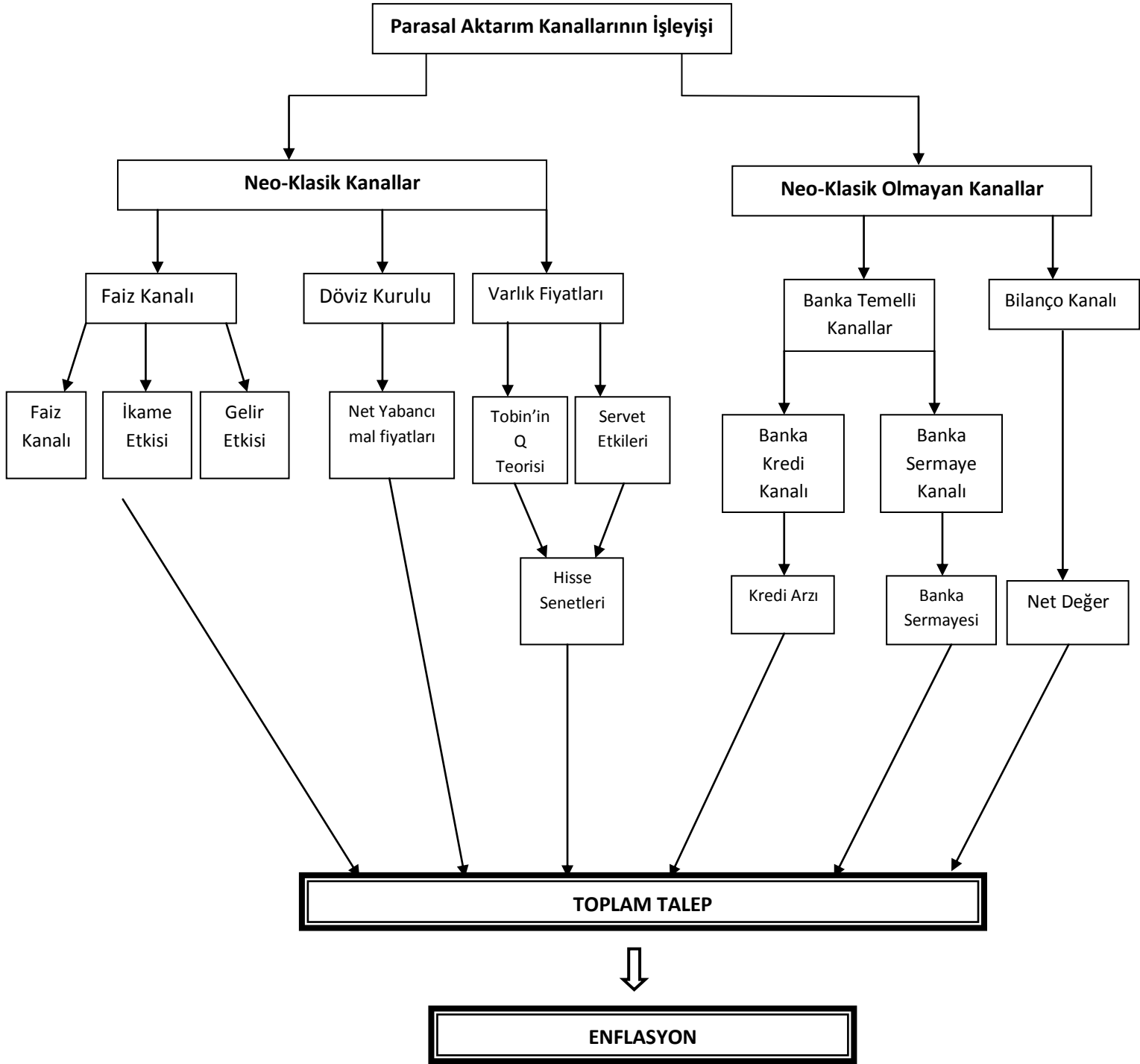
Varlık fiyatları kanalı aktarım mekanizmasının sadece faiz oranı kanalı ile açıklanmasına yapılan eleştiriler neticesinde geliştirilmiştir. Bu kanal Tobin (1969)'in q teorisini ve Modigliani (1971)'nin servet etkilerini kapsamaktadır. Tobin'in q teorisinde hisse senetleri analize dahil edilir ve q'nun aldığı değere göre yatırım yapmanın karlı olup olmadığı belirlenir. Modigliani tarafından geliştirilen servet etkilerinde ise tüketim harcamalarının temel belirleyicisi, bireylerin yaşam boyu biriktirdikleri kaynaklardır. Bu kaynaklar içerisinde de finansal servet en temel bileşeni oluşturur. Hem yatırım hem tüketim üzerinde etkili olan varlık fiyatları kanalının gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasaları yeterince gelişmediği için etkisinin sınırlı olduğu düşünülmektedir.

Neo-klasik olmayan kanalların temel özelliği kredi piyasalarında vuku bulan aksaklıkların incelemesidir. Bu doğrultuda kredi görüşü olarak da isimlendirilir (Boivin, vd. 2010: 15). Kredi kanalları içerisinde banka temelli kanallardan banka kredi kanalı, bankaların para politikası aktarım sürecinde oynadığı rol üzerinde durur. Bu kanal özellikle bankaların finansal sistemin önemli bir kısmını oluşturduğu ve bu bankalara bağımlı ödünç alıcıların olduğu ülkelerde etkin bir şekilde çalışır (Cecchetti, 1995: 86). Banka temelli kanallardan banka sermaye kanalı ise banka kredi kanalına göre üzerinde daha az durulan bir kanaldır. Bu kanalda banka sermayesi önemli rol oynar. Neo-klasik olmayan kanallar içerisinde ikinci sınıflandırmayı oluşturan bilanço kanalı, para politikasının ödünç alan firmaların bilançoları üzerindeki etkilerini dikkate alır.

Ele alınan sınıflandırmanın dışında aktarım mekanizmasında bekleyişler kanalı üzerinde de durmak gerekir. Çünkü bekleyişler kanalı da aktarım kanalları içerisinde en az diğer kanallar kadar önem arz eder. Burada merkez bankalarının uyguladıkları politikalar belirli bir gecikme ile ekonomiye yansıdığı için, halkın ve firmaların enflasyon

beklentilerini bilmek ve onları yönlendirebilmek uygulanan politikanın başarısını belirler (TCMB, 2001: 17). Bu kanalının çalışması Mohanty – Turner, (2008: 19-20)'e göre temelde üç faktörün oluşmasına bağlıdır. *İlk olarak merkez bankasının kredibilitesi büyük önem arz eder.* Kredibilitesi yüksek olan merkez bankalarının uyguladıkları para politikaları halk tarafından kolayca idrak edilir. *İkinci olarak, merkez bankalarının hareketlerinin tahmin edilebilir olması gerekir.* Zira yatırım yapmayı düşünenler sürpriz politikalara karşı önlem olarak yatırım yapmaktan vazgeçebilirler. Bu doğrultuda politikaların şeffaf olması ve halka uygulanan politikalarla ilgili bilgi verilmesi gerekir. *Son olarak da merkez bankalarının uyguladığı politikalarla ilgili taahhütleri yerine getirmeleri gerekir.* Eğer merkez bankaları bu taahhütleri yerine getirmezlerse kendilerine olan güven zedelenir ve uyguladıkları politika istedikleri sonuca yol açmaz. Bu koşullar gerçekleştiği takdirde merkez bankaları hedefledikleri düşük enflasyon oranlarına ulaşabilirler.

Yukarıda kısaca bahsedilen ve her bir bölümde ayrı ayrı analiz edilen bu kanalların çalışma mekanizmasını şematik olarak da göstermek konunun bütününe anlamak açısından yararlı olabilir.



Finansal sistem küreselleşmenin de etkisiyle özellikle son yirmi yıl içerisinde büyük değişikliğe uğramıştır. Bu değişiklik kaçınılmaz bir şekilde para politikasını ve bununla bağlantılı olarak merkez bankalarının işlevlerini ve aktarım mekanizmalarını eskiye oranla çok daha önemli hale getirmiştir (Mohanty – Turner, 2008: 1-2). Bu doğrultuda aktarım kanallarının etkinliğini her ülkenin kendine özgün koşulları içinde değerlendirmek gerekir. Aktarım kanallarını etkileyen faktörler de her ülkenin finansal sisteminin gösterdiği gelişim ve değişime bağlı olarak dönüşüm gösterirler. Genel olarak finansal piyasalara yapılan devlet müdahalesi, bankacılık sektöründeki rekabet, farklı finansal kaynaklara erişebilme, finansal piyasaların derinliği ve esnekliği, finansal sözleşmelerin vadesi, dış finansal kaynaklara erişim, hane halkı, firma ve bankaların başlangıç pozisyonu, parasal aktarımı etkileyen faktörlerdir (Kamin, vd. 1998: 16-38). Söz konusu mekanizmaların Türkiye’de bir karşılığı olup olmadığını anlamak için Türkiye ekonomisinde para politikasının geçirdiği dönüşüm sürecini incelemek gerekir.

1.3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI: KISA TARİHÇE

Para politikaları bir ülkede uygulanan kur rejimine göre şekillenir. Türkiye açısından para politikaları incelediğinde 2001 yılı öncesi ve sonrası şeklinde temel bir ayırım yapmak gerekir. Çünkü bu yıl ile birlikte Türkiye’de dalgalı döviz kuruna geçilmiştir. 2001 yılına kadar olan para politikası gelişmelerini de kendi içinde sınıflandırmak mümkündür. Bu sınıflandırmada da 1989 yılı belirleyici rol oynar. Bu döneme kadar sermaye hareketlerinin serbest olmadığı bir ortamda kontrollü faiz uygulamaları ve sabit kur rejimi belirleyici olmuştur. 1989 yılında sermaye hareketlerine serbestlik getirilmesi ile birlikte sabit veya öngörülebilir kur rejimi uygulanmıştır (TCMB, 2003a: 1-3) . Ancak sermaye hareketlerinde serbestlik ile birlikte merkez bankasının döviz kuru ve faizler üzerindeki kontrolü de azalmıştır (Boratav, vd. 2000: 3). 1989 yılında uygulanmaya başlanan ve temel hedefi Türk Lirası’nın konvertible olmasını sağlamak olan düzenleme, büyük oranda 24 Ocak kararlarının bir devamı olarak görülmelidir. Dolayısıyla uygulama, bir yandan TCMB’nin elindeki dış varlıkların artmasına neden olan bir gelişimin sonucu olmakla birlikte; bir yandan da devalüasyon tehdidi ve asimetrik para

ikamesi yaratmanın engellenmesi hedefi nedeniyle kısmi bir nitelik taşımaktadır (Ertürk, 1991: 210-213).

Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte ekonomi politikası stratejisi değiştirilmiş ve ihracata dönük politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika gereğince 1980-87 yılları arasında ticari liberalizasyon ile birlikte devletin ekonomik faaliyetlerde rolü azalmıştır. 1989 yılında da finansal serbestleşme süreci ile birlikte bir anlamda Türkiye’nin dünya ekonomisine entegre olma süreci tamamlanmıştır (Metin Özcan, vd. 2004: 3-5 ; Yılmazkuday – Akay, 2008: 886 ; Akyüz – Boratav, 2002: 4 ; Diboğlu – Kibritçioğlu, 2001: 4-5). Bu süreç içinde izlenen para politikalarında da önemli dönüşümler olmuştur.

Bu doğrultuda para politikası uygulamalarında 1989 yılını başlangıç kabul edip, buna uygun dönemselleştirmeler yapan görüşler yanında; örneğin Erçel (1996) tarafından 1985-1989 ve 1990-1992 şeklinde bir sınıflandırma yapılmıştır. Söz konusu sınıflandırma doğrultusunda ilk dönem incelendiğinde, 1986’ya kadar olan Merkez Banksının para politikası özel kesim ve kamu kesminin harcamalarının kontrolüne dayanmaktadır. 1986’dan itibaren ise toplam rezerv kontrolüne dayalı bir politika tercihi yapılmıştır. Bu süreci birçok yeni düzenleme takip etmiştir. Bu doğrultuda İnterbank-Bankalar arası para piyasası uygulamaya konmuştur. Ayrıca kamu açıklarının merkez bankasından doğrudan finansmanını önlemek için de düzenlemeler yapılmıştır. 1987 yılında çık piyasa işlemlerine başlanmıştır (Kesyireli, 1997: 8-21 ; Nas – Perry, 2000: 176-177). 1988 yılında para politikası likidite fazlası sorununa çözüm bulacak şekilde geliştirilmiştir. 1989 yılında da bilanço büyüklüğü denetim altına alınmaya çalışılmış ve kambiyo rejiminde değişikliğe gidilmiştir (Kesyireli, 1997: 8-21). Bir başka görüşe göre örneğin Berument – Kutan (2007) ise 1986 – 1993 arası ilk dönem, 1993 – 1999 arası ikinci dönem ve 2000 sonrası olmak üzere üç dönemli bir sınıflama yapmıştır. Baydur – Süslü (2002) tarafından yapılan çalışmada ise dönemselleştirme 1990 – 1994, 1995 – 2000, 2000 ve sonrası şeklinde yapılmıştır.

1990 yılında merkez bankası ilk defa para programını kamuoyuna açıklamıştır. Bu programda kendi bilanço büyüklüğünü hedeflemiştir. 1991 yılında Körfez savaşı ve erken seçim kararından dolayı para programı ilan edilmemiştir (Kepenek – Yentürk, 1997: 201-204). 1992 yılında Merkez Bankası yeni bir program ilan etmiş, ancak belirlediği hedeflere

ulaşamamıştır. 1993 yılında kamu açıklarının fazlalığından parasal program açıklanmamıştır. 1994 yılında yaşanan krizin ardından IMF ile stand-by anlaşması yapılmış ve ekonomi 1995 yılında normalleşme sürecine girmiştir (Özatay, 1997: 662 ; Berument – Dinçer, 2008: 87-88). Kriz sonrası dönemde uygulanan para politikalarının temel amacı finansal piyasalardaki istikrarı sağlamaktır. Bu doğrultuda 1996 ve 1997 yıllarında izlenen para politikası finansal piyasalardaki istikrar üzerine odaklanmıştır. 1998 yılında merkez bankası, yeni bir para programı açıklamıştır. Burada öncelikle rezerv parayı hedeflemiştir, ancak enflasyon oynaklığı rezerv paranın tahminini güçleştirdiğinden söz konusu değişkeni hedeflemek zor olduğu için, IMF ile yapılan Yakın İzleme Anlaşması doğrultusunda net iç varlıkları hedeflemeye başlamıştır. 2000 yılının başında da da IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapılmıştır (Berument – Kutan, 2007: 121-122).

2000-2002 döneminde IMF ile yapılan stand-by anlaşması gereği, artış hızı önceden belli olan sabit döviz kuru rejimi ile parasal kontrol'e dayalı bir program uygulanmaya başlanmıştır. Bu programda enflasyonun kademeli olarak düşürülmesi amaç olarak benimsenmiş, merkez bankasının net iç varlıkları sabitlenmiş, parasal taban artışı net dış varlıklara bağlanmıştır. Burada programın yürümesi yabancı kaynak girişine bağlandığı için faiz politikası etkisiz hale gelmiştir (Uygur, 2001: 10-32 ; Celasun, 2002: 14). Ancak program Kasım 2000 krizinden sonra bir süre daha uygulansa da Şubat 2001 ayında yaşanan krizin ardından terk edilmiştir (Özatay 2011: 538). Şubat 2001 krizinin ardından Türkiye'de rejim değişikliğine gidilmiş ve dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu dönemde merkez bankası para politikasını ödemeler sistemine ve finansal piyasalara tekrar işlerlik kazandıracak şekilde düzenlemiş ve 2001 Mayıs- Aralık dönemi için para tabanını nominal çapa olarak kullanmıştır (TCMB, 2001: 20-21). Krizden sonra Mayıs ortalarında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı açıklanmış, 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ayrıca para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının yanında IMF ile yürütülen program gereğince para tabanı da ek nominal çapa olarak kullanılmıştır (TCMB, 2004: 25).

Kriz sonrasında açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan şartlar sağlanamadığı için örtük enflasyon hedeflemesi¹ uygulanmıştır. Bu dönemde ilk olarak, para politikasının önündeki en büyük engeli oluşturan mali baskınlık yüksek düzeydedir. Böyle bir durumda kısa vadeli faiz oranları kendisinden beklenen işlevi yerine getiremez. Mali baskınlığın azalması para politikasına destek veren sıkı maliye politikası sonucu oluşan mali disiplin ile sağlanır. Mali disiplin enflasyon hedeflemesi rejimini dört kanaldan etkiler. İlk olarak bekleyişler kanalı aracılığıyla risk primini azaltarak uygulanan politikaya olan güveni artırır. İkinci olarak kamu sektöründe üretilen mal ve hizmetlerin fiyatları enflasyon üzerinde belirleyici rol oynar, bu fiyat artışlarının mali disiplin kuralları çerçevesinde gerçekleşmesi fiyat istikrarı hedefinde ulaşılmasında önem arz eder. Üçüncü olarak gelirler politikası ile belirlediği ücret artışları yoluyla etkiler, zira bu ücret artışları enflasyon bekleyişlerini şekillendirir. Son olarak da kamu sektörünün yaptığı doğrudan mal ve hizmet alımı yoluyla etkiler (TCMB, 2005: 10-11). Örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmasının ikinci nedeni, bu dönemde enflasyon oranının açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerek orandan çok yüksek olmasıdır. Böyle bir durumda kişiler açıklanan enflasyon yerine geçmiş enflasyona göre kararlarını şekillendirirler. Üçüncü olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için gerekli teknik altyapı sağlanamamıştır, bunun için belirli bir zaman gerekir. Dördüncü olarak, bu dönemde dolarizasyon çok yüksek seviyededir². Her ne kadar dalgalı kur rejimine geçilmiş olsa da

¹ Örtük enflasyon hedeflemesi açık enflasyon hedeflemesi için gereken koşulların sağlanmaya çalışıldığı dönemi ifade eder. Özatay (2009: 21-22)'a göre bu rejim hem açık enflasyon hedeflemesine özgü bazı özellikleri hem de kendine özgü bazı özellikleri içinde barındırmaktadır. Rejimde açık enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarıdır ve bunu gerçekleştirmek için araç bağımsızlığına sahiptir. İkinci olarak Merkez Bankası'nın belirlediği hedef yılbaşında açıklanır. Üçüncü olarak, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılır. Dördüncü olarak faiz kararlarının neye göre alındığı ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır. Beşinci olarak, Bakanlar Kurulu ve TBMM Bütçe ve Plan Komisyonu uygulanan politikalar ile ilgili olarak yılda iki defa bilgilendirilir. Son olarak da kamuoyu uygulanan politikalar ile ilgili olarak sürekli bilgilendirilmektedir. Açık enflasyon hedeflemesinden farklı olarak ise, faiz kararları para politikası kurulu tarafından belirlenmemekte, bu doğrultuda kararın ne zaman alındığı halk tarafından bilinmemektedir. Ayrıca enflasyon raporu yerine, para politikası raporu yayınlanmaktadır.

² Akıncı, vd. (2005) tarafından yapılan çalışmada 1996-2005 dönemi için varlık dolarizasyon derecesi hesaplanmıştır. Söz konusu çalışmada varlık dolarizasyonunun Türkiye'de 1990'lı yıllarda yüksek olduğu, 2000 ve 2001'de yaşanan krizlerin sonucunda daha da artış gösterdiği belirtilmiştir. 2002 yılından itibaren ise varlık dolarizasyonunun azaldığı vurgulanmıştır. Bu durum da istikrar programının, taviz verilmeden uygulanmasına bağlanmıştır. Sever (2012) tarafından yapılan çalışmada da yıllar itibariyle döviz tevdiat hesaplarının geniş para arzına oranı (M2Y) verilmiştir. Bu değerlerin 1996'da 0.45, 1997'de 0.46, 1998'de 0.47, 1999'da 0.43, 2000'de 0.47, 2001'de 0.52, 2002'de 0.55, 2003'de 0.50, 2004'de 0.41, 2005'de 0.36, 2006'da 0.33, 2007'de 0.34, 2008'de 0.32 olduğu belirtilmiştir. Bu çalışmada da dolarizasyonun 2001 yılından sonra düşüş trendine girdiği belirtilmiştir. Akıncı, vd. (2005) tarafından yapılan çalışmaya paralel bir şekilde bu durumun gözlenmesinin uygulanan ekonomik programın bir sonucu olduğu ifade edilmiştir.

krizin ardından oluşan belirsizlikler sonucu çoğu kişi elinde yüksek oranda yabancı para tutmayı tercih etmiştir (Kara, 2006: 3-6 ; Çulha, vd. 2008: 6).

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde Türkiye ekonomisinde yaşanan dönüşümün neticesinde önemli gelişmeler olmuştur. Bu dönemde enflasyon rakamları ilan edilen düzeyden hep düşük seviyede seyretmiş, faiz dışı fazla hedefleri tutturulmuş, kamu borç stoku düşürülmüş, büyüme oranları yüksek düzeyde gerçekleşmiştir (Kara – Orak, 2008: 45). Aşağıda yer alan tablo yıllar itibari ile gerçekleşen rakamları göstermektedir. Ayrıca 2005 yılında Türk lirasından altı sıfır atılmıştır. Yabancı finans kuruluşlarının Yeni Türk lirası cinsinden tahvil ihraç etmeleri vadelerin uzamasını ve finansal derinliğin artmasını sağlamıştır. Vadelerin uzaması risk primini azaltarak para politikasına daha rahat bir hareket alanı sağlamaktadır (TCMB, 2006: 38). Bu dönemi değerlendiren Eğilmez (2009: 294) Türkiye’de ekonomi politikasını etkileyen üç faktörden bahseder. Bunlardan ilki, *dünya konjonktürünün uygun koşullarının etkili olmasıdır*. Zira bu koşul var olmadığı müddetçe Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkeye sermaye girişi istenilen seviyede sağlanamaz. İkincisi, *ülkede siyasal istikrarın sağlanmış olması gerekir*. Eğilmez, 2002 seçiminden sonra bu koşulun sağlandığını düşünmektedir. Üçüncüsü, *halkın uygulanan politikalara güvenmesi*, IMF ile yapılan stand-by anlaşması ve ekonomideki göstergelerin olumluya dönüşmesi toplumsal iknayı kuvvetlendirmiştir. Eğilmez’e göre ise bu gelişme büyük oranda bir krizin olumsuz koşullarından çıkış için kişilerin gösterdiği fedakarlığa bağlanarak açıklanmaktadır.

Ayrıca döviz tevdiat hesaplarının GSYH içindeki paylarına yıllar itibari ile bakıldığında da 2002 yılından sonra belirgin bir azalış gözlenmektedir. Söz konusu oran 1996’da 13.2, 1997’de 14.2, 1998’de 12,5, 1999’da 17.6, 2000’de 15.2, 2001’de 25.1, 2002’de 21.3, 2003’de 15.7, 2004’de 14.1, 2005’de 12.3, 2006’da 13.8, 2007’de 12.8, 2008’de 14.3 olarak gerçekleşmiştir (<http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676>).

Tablo 1.1: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Türkiye Ekonomisinde Temel Göstergeler

	Enflasyon		Büyüme	Kamu Net
	<i>Hedef</i>	<i>Gerçekleşme</i>	Hızı	Toplam Borç Stoku/GSYİH
2002	35	29,7	6.2	61.4
2003	20	18,4	5.3	55.1
2004	12	9,3	9.4	49.0
2005	8	7,7	8.4	41.6

TCMB (2008c: 2), Kalkınma Bakanlığı³, Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı⁴

Sağlanan olumlu gelişmelere rağmen bu dönemde para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları enflasyonist baskıların ortaya çıktığı durumlarda arttırılmamıştır. Politika aracının arttırılmamasında mali baskınlığın⁵ ve dolarizasyonun yüksek olması etkili olmuştur (Birkan, 2010: 27). Ayrıca belirtilen söz konusu etkilerden dolayı para politikası aktarımı da bu dönemde etkin bir şekilde çalışmamıştır. Alper ve Hatipoğlu (2009: 12-18) bu dönemde enflasyon oranının düşmesini uygulanan para politikasından ziyade sermaye girişlerinin borçların sürdürülebilirliğini sağlaması ve TL'nin değerlenmesine bağlayarak açıklamışlardır. Ancak söz konusu yazarlar enflasyondaki düşüşün temel nedenini 2001 sonrasında esnek döviz kuru rejimine geçilmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya konulması ve merkez bankasının 2001'de yapılan yasa değişikliği ile bağımsızlığa kavuşmasına bağlamışlardır. İlk getirilen açıklama örtük enflasyon hedeflemesi dönemi için bağlayıcı olmaktadır. Ancak açık enflasyon hedeflemesi döneminde de enflasyon rakamlarının tek haneli seviyelerini korumasında belirttikleri temel nedenler etkili olmuştur.

³ <http://www.kalkinma.gov.tr/DocObjects/view/12792/0402-sh.xls> adresinden alınmıştır.

⁴ <http://www.sgb.gov.tr/ESAD/Documents/Ekonomik%20Veriler.pdf> adresinden alınmıştır.

⁵ Mali baskınlığın aktarım mekanizmasının çalışmasını nasıl etkilediği faiz oranı kanalının incelendiği ikinci bölümde ayrıntılı bir şekilde anlatılmıştır.

Uygulanan istikrar programı ve yapısal reformlarla birlikte ekonomi rayına girmeye başlamış ve bu doğrultuda 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Türkiye uygulamasında enflasyon hedefi hükümet ile ortak belirlenir ve hedefinin tanımlanmasında Tüketici Fiyat Endeksi kullanılır. Bu endeks halk tarafından kolay anlaşıldığı ve takip edilebildiği için tercih edilmiştir. Hedefler saptanırken nokta hedef olarak seçilmiş, belirsizlik aralığı iki puan olarak oluşturulmuştur. Açık enflasyon hedeflemesi ile birlikte hedeflerin üç yıllık ilan edilmesi ve söz konusu hedeflerden sapma olması durumunda bu sapmanın nedenlerinin kamuoyu ile paylaşılması şeklinde bir çerçeve benimsenmiştir (Kartal, 2011: 87-88). Ayrıca açık enflasyon hedeflemesinde IMF programının şartlılık ilkesi de değişmiştir. Buna göre net uluslar arası rezervler (NUR) performans kriteri işlevini görmeye devam edecek, Para Tabanı performans kriteri ve net iç varlık (NİV) gösterge hedefi kalkarak enflasyon gözden geçirme kriterleri kullanılacaktır (TCMB, 2005: 1-11).

Açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildikten kısa bir süre sonra 2006 Mayıs - Haziran döneminde uluslar arası sermaye gelişmiş ülkelerin lehine dönmüş ve gelişmekte olan ülkelere çıkmaya başlamıştır (Uygun, 2010: 40-41). Bu durum neticesinde merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başladığından beri ilk defa faiz oranlarını 175 baz puan arttırmıştır. 2006 Haziran ayından beri gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın etkisi ekonomide 2007 yılının ikinci yarısında gözlenmiş ve toplam talep ile enflasyon düşerek aktarım mekanizmasının çalıştığı teyit edilmiştir. Aktarım mekanizmasının çalışmasında özellikle mali baskınlığın düşmüş olması önemli rol oynamıştır (Kara – Orak, 2008: 54-55).

2006'dan beri süren enerji ve gıda fiyatlarındaki artış enflasyonun yüksek oranda seyretmesinin başlıca nedenini oluşturmuştur (Yakupoğlu, 2010: 43).⁶ Bu doğrultuda uygulanan sıkı para politikası Eylül 2007'ye kadar devam etmiş, koşulların normale dönmeye başlaması ile birlikte, Eylül 2007 - Şubat 2008 döneminde politika faizi 225 baz puan indirilmiştir (TCMB, 2008a: 2).

Mayıs - Temmuz döneminde kısa vadeli faiz oranları 150 baz puan arttırılmış, Ağustos - Ekim döneminde değiştirilmemiş, Kasım 2008'den - Kasım 2009'a kadar olan dönemde kısa vadeli faiz oranları 1025 baz puan indirilmiştir. Bunda özellikle 2008'in

⁶ Bu dönemde enerji ve gıda fiyatlarında gözlenen artışlar yalnızca Türkiye'ye özgü değildir, dünya genelinde yüksek oranlı fiyat artışları olmuştur (TCMB, 2008a: 2).

sonunda etkisi giderek artan küresel kriz etkili olmuştur. Çünkü kriz ile birlikte reel sektörde daralma gözlenmiştir. Bunu bir anlamda sınırlamak için koşullar da elverdiğinden; enflasyon düşüş eğilimine girmiş, risk primi çok fazla artmamış, politika faiz oranında indirimle gidilmiştir (TCMB, 2008b: 2-3; Alp – Elekdağ, 2011: 8 ; TCMB, 2009: 9). Ancak Uygur (2010: 43) merkez bankasının krize tepki vermede geç kaldığını, birçok ülkede faiz indirimlerine 2008 yılı başlarında başladığını, Türkiye’de ise Kasım ayında söz konusu uygulamanın olduğunu belirtmiştir. Başçı ve Kara (2011: 10) tarafından ele alınan çalışmada ise Türkiye’nin gelişmekte olan ülkeler içerisinde en erken faiz indirmeye başlayan ve en çok indiren ülke olduğu vurgulanmıştır. Küresel finansal kriz döneminde Türkiye’de para politikasının rolünü inceleyen Alp ve Elekdağ (2011: 17-22) ise, dalgalı döviz kuru rejimi ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının küresel finansal krizin etkilerinin Türkiye’de daha sınırlı kalmasına neden olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca yaptıkları analize göre, merkez bankasının 2009 yılında faiz indirimine gitmemesi durumunda büyümenin -6.2 gibi bir düzeyde gerçekleşeceğini, sabit döviz kuru rejiminin uygulanması halinde ise bu oranın -8.0’e ulaşacağını ifade etmişleridir. Bu bağlamda, merkez bankasının kriz döneminde uyguladığı politikanın yerinde olduğunu vurgulamışlardır.

Ancak 2008 yılında gerçekleştirilen faiz indirimlerinin daha önceki faiz indirimlerinden farklı bir yapı gösterdiğini belirtmek gerekir. Önceleri “kademeli ve ölçülü” bir politika uygulayan merkez bankası, Kasım 2008’den itibaren “önden yüklemeli faiz politikası” izlemiştir. Merkez bankasının izlediği bu politika değişikliğinde küresel krizin etkilerinin fazla olması, reel sektöre yayılması ve resesyon riski taşıması etkili olmuştur (TCMB, 2009: 11-13 ; Başçı – Kara, 2011: 10).

Krizden çıkış için uygulanan bu politika değişikliğinde aktarım mekanizmasının faiz kanalının, Gürcihan ve Özel (2010) tarafından yapılan çalışmada etkin bir şekilde işlediği belirtilmiştir. Bu dönemde faiz kanalının işleyiş mekanizmasını teyit eder şekilde piyasa faizlerinin politika faizini takip ettiği ifade edilmiştir.

Tablo 1.2: Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Türkiye Ekonomisinde Temel Göstergeler

	Enflasyon		Büyüme	Kamu Net
	<i>Hedef</i>	<i>Gerçekleşme</i>	Hızı	Toplam Borç Stoku/GSYİH
2006	5	9,7	6.9	34.0
2007	4	8,4	4.7	29.5
2008	4	10.1	0.7	28.2
2009	7.5 ⁷	6.5	-4.8	32.5
2010	6.5 ⁸	6.4	8.9	28.9

TCMB (2008c: 2), Kalkınma Bakanlığı⁹, Hazine Müsteşerliği¹⁰, TCMB (2010), TCMB (2011)

Açık enflasyon hedeflemesi dönemi değerlendirildiğinde yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere hedeflenen enflasyon rakamları tutturulamamıştır. Büyüme rakamlarında da özellikle 2008 ve 2009 yıllarında önemli küçülmeler yaşanmıştır. Enflasyon rakamlarının tutturulamamasında 2006 mayıs ayından itibaren uluslar arası sermayenin gelişmekte olan ülkelerden çıkmaya başlamasının, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların, hem enflasyon hem büyüme rakamlarındaki sapmada ise, 2007’de ABD’de başlayan daha sonra tüm dünyaya yayılan küresel finans krizi etkili olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlandığı ve IMF ile yapılan son iki stand-by anlaşmasının¹¹ yürürlükte olduğu 2001 Aralık – 2008 Mayıs dönemi

⁷ 2009 yılı için ilk olarak enflasyon %4 olarak hedeflenmiştir. 2008 Haziran ayında hedef revize edilerek değiştirilmiştir (Çulha, vd. 2008: 10).

⁸ 2010 yılı için ilk olarak enflasyon %4 olarak hedeflenmiştir. 2008 Haziran ayında hedef revize edilerek değiştirilmiştir (Çulha, vd. 2008: 10).

⁹ <http://www.kalkinma.gov.tr/DocObjects/view/12792/0402-sh.xls> adresinden alınmıştır.

¹⁰ <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymouse?NavigationTarget=navurl://ca8a5b252efea63752b1cb4e1cc81997&InitialNodeFirstLevel=true> adresinden alınmıştır.

¹¹ Uygulanan son iki stand-by anlaşmasından 18.’si 4 Şubat 2002 tarihinde, 19.su 11 Mayıs 2005 tarihinde uygulamaya konmuştur. Her iki stand-by anlaşması da üçer yıllık dönemi kapsamışlardır (Eroğlu-Eroğlu, 2009: 130).

incelenmiştir. Bundan dolayı çalışmada ele alınan dönemin dışındaki dönemler üzerinde kısaca durulmuştur. Dönem olarak bu aralığın seçilmesinin belirli nedenleri vardır. İlk olarak 2001 yılında çıkarılan Merkez Bankası kanunu ile birlikte Merkez Bankası bağımsız bir kurum haline gelmiştir. Yeni yasaya göre Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. Bu amacı sağlayabilmek için uygulayacağı politikalarda istediği aracı seçme hakkına sahiptir (Bakır, 2009: 572). İkinci olarak krizden sonra dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir. Daha önce uygulanan sabit döviz kuru rejiminin para politikasının etkinliği kısıtlaması, dalgalı döviz kuruna geçildikten sonraki dönemin tercih edilmesinin nedenini oluşturmaktadır. Üçüncü olarak bu dönemde (örtük + açık enflasyon hedeflemesi) politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır (Şahin, 2006: 200). Daha önceki ve sonraki dönemlerde farklı politika araçlarının kullanılması bu dönemi diğer dönemlerden ayırıcı bir özellik gösterir. Dördüncü olarak, dönemin seçiminde görece daha sabit ve dış faktörlerin olumsuz etkilerinin daha az olduğu bir zaman aralığı tercih edilmiştir. Beşinci olarak, merkez bankası'nın faiz oranlarını "kademeli ve ölçülü" olarak değiştirdiği süre zarfı incelenmiştir (TCMB, 2009: 11). Zira 2008'in Kasım ayından itibaren, küresel krizin etkili olmaya başlaması ile birlikte Merkez Bankası "hızlı ve önden yüklemeli" bir faiz politikası izlemiştir. Bu politika değişikliğinde özellikle kriz sonrasında, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye girişlerinin artarak cari açığı tetiklemesi ve makro ekonomik dengesizliğe yol açma ihtimali etkili olmuştur. Bu durum fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da dikkate alınmasını beraberinde getirmiştir. Böylece merkez bankası politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunu aktif olarak kullanmaya başlamıştır (Başçı – Kara, 2011: 10-18).

Çalışmada parasal aktarım kanallarının işleyiş mekanizması VAR yöntemiyle incelenmiştir. Bu doğrultuda öncelikle aşağıda bu yöntem izah edilmiştir. Söz konusu yöntem ile para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep ve enflasyonu hangi kanallar vasıtası ile etkilediği analiz edilmiştir. Her bir bölümde spesifik bir kanalın incelenmesine geçilmeden önce kullanılan yöntemin teorik yapısının anlatılmasının çalışma bütünlüğünü tamamlayacağı düşünülmüştür.

1.4. VEKTÖR OTOREGRESYON MODELLERİ

Vektör Otoresresyon Modeli (VAR), her değişkenin kendi geçmiş ve diğer değişkenlerin bugünkü ve geçmiş değerleri ile açıklanan bir modeller sistemidir. Bu yapı zaman serilerinin dinamik analizi ve politika analizleri ile tahminler için tutarlı bir yol sunmuştur (Stock – Watson, 2001: 101). Sims (1980) tarafından geliştirilen bu sistem parasal aktarım kanallarının işleyişini analizde en yaygın olarak kullanılan ekonometrik yöntemlerden biridir (Walsh, 2003: 24). Yöntemin uygulanmasının kolay olması, değişkenlerin içsel dışsal ayırımına gerek kalmadan hepsinin içsel olarak alınabilmesi, en küçük kareler yönteminin kullanılabilmesi ve eşanlı denklemlere göre daha iyi sonuçlar vermesi VAR modellerinin avantajlarıdır (Gujarati, 2006: 749).

İki değişkenli y_t ve z_t bir VAR modeli Enders'a (2004: 264) göre aşağıdaki gibi yazılabilir. Burada y_t değişkeni kendi geçmiş değerinden ve z_t 'nin şimdiki ve geçmiş değerlerinden, z_t değişkeni ise kendi geçmiş değerinden ve y_t 'nin şimdiki ve geçmiş değerlerinden etkilenir.

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + y_{11}y_{t-1} + y_{12}z_{t-1} + y_t \quad (1)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + y_{21}y_{t-1} + y_{22}z_{t-1} + z_t \quad (2)$$

Burada y_t ve z_t 'nin durağan olduğu, y_t ve z_t beyaz gürültülü terimlerin standart sapmalarının σ_y ve σ_z olduğu ve y_t ile z_t 'nin birbirinden bağımsız olduğu varsayılmıştır (Enders, 2004: 264).

Bu yapısal denklemler matris formu yardımıyla aşağıdaki gibi yazılabilir (Enders, 2004: 265).

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} y_{11} & y_{12} \\ y_{21} & y_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} \quad (3)$$

veya

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

şeklinde ifade edilebilir. Burada,

$$B = \begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix}, x_t = \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix}, \Gamma_0 = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix}, \Gamma_1 = \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix}, \varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

gösterilmiştir. (4) numaralı eşitliğin her iki tarafı B^{-1} ile çarpıldığında, VAR modeli standart formda elde edilir.

$$x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + e_t \quad (5)$$

Burada, $A_0 = B^{-1}\Gamma_0$, $A_1 = B^{-1}\Gamma_1$ ve $e_t = B^{-1}\varepsilon_t$ ile gösterilmiştir. a_{i0} 'ı A_0 vektörünün i. ögesi, A_1 matrisinin i.satır ve j sütununun ögesi olarak a_{ij} 'yi, e_{it} 'yi de e_t vektörünün i.ögesi olarak ele alınıp 5 numaralı denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir (Enders, 2004: 265).

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t} \quad (6)$$

$$z_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t} \quad (7)$$

1 ve 2 numaralı denklem yapısal VAR'ı gösterirken 6 ve 7 numaralı denklem standart formdaki VAR'ı gösterir. İki arasındaki farkı yapısal modelin ekonomik teoriden türetilmiş olup bazı kısıtlamalar içermesi, standart formun ise makroekonomik verilerden elde edilip söz konusu kısıtlamaları içermemesi oluşturur (Jacobson, vd. 1999: 4 ; Enders, 2004: 265).

6 ve 7 numaralı denklemlerin hata terimleri, ε_{K_t} ve ε_{L_t} şoklarının ikisini birden kapsamaktadır. $e_t = B^{-1}\varepsilon_t$ olarak dikkate alındığında;

$$e_{1t} = (y_t - b_{12}z_t) - (1 - b_{12}b_{21}) \quad (8)$$

$$e_{2t} = (z_t - b_{21}y_t) - (1 - b_{12}b_{21}) \quad (9)$$

olur.

Yukarıda iki boyutlu bir VAR modeli izah edilmiştir. Genel bir VAR modeli ise aşağıdaki gibi yazılabilir. Bu model gecikme sayısı göz önünde bulundurularak VAR(p) modeli olarak ifade edilir (Tarı, 2010: 453).

$$y_t = c + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \epsilon_t \quad (10)$$

Bu denklemde y_t değişken vektörü, c sabit terimi, A_1 parametre matrisini, ϵ_t hata terimi vektörünü ifade eder.

VAR modellerinde tahmin edilen parametrelerin yorumlanma güçlüğünden dolayı, değişkenler arasındaki dinamik yapıyı açık bir şekilde ortaya koyan ve değişkenin kendisindeki ve diğer tüm içsel değişkenlerdeki şoklara karşı tepkisini gösteren etki tepki fonksiyonları ve bir serideki değişimin kaynağının kendi şoklarından mı yoksa diğer değişkenlerin şoklarından mı ortaya çıktığı ifade eden varyans ayrıştırması kullanılmaktadır. Bu doğrultuda aşağıda etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması izah edilmiştir.

1.4.1. Etki Tepki Fonksiyonları

Etki-tepki fonksiyonları VAR modelinde değişkenler arasındaki ilişkiyi göstermek için kullanılan temel araçlardan biridir. Bu fonksiyonlar aracılığı ile hata terimine verilen bir birim şoka diğer değişkenlerin verdiği tepki ölçülmektedir. VAR modelinin etki – tepki fonksiyonları şeklinde gösterilebilmesi için Vektör Hareketli Ortalamaya (VMA) dönüştürülmesi gerekir (Lütkepohl, 2007: 38).

Bu doğrultuda 6 ve 7 numaralı denklemler matris formunda aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (11)$$

Bu denklem kullanıldığında;

$$x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} A_1^i e_{t-1} \quad (12)$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \end{bmatrix} \quad (13)$$

Yukarıda ifade edilen denkleme ulaşılır. Denklem y_t ve z_t cinsinden aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \frac{1}{1-b_{12}b_{21}} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} \quad (14)$$

13 ve 14 numaralı denklemler birleştirildiğinde;

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \frac{1}{1-b_{12}b_{21}} \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} \quad (15)$$

elde edilir. Aynı eşitlik daha basit olarak aşağıdaki gibi gösterebilir.

$$\phi_i = \frac{A_1^i}{1-b_{12}b_{21}} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \quad (16)$$

Böylece 13 ve 14 numaralı denklemler hareketli ortalama olarak y_t ve z_t cinsinden aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(i)} & \phi_{12}^{(i)} \\ \phi_{21}^{(i)} & \phi_{22}^{(i)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-i} \\ z_{t-i} \end{bmatrix} \quad (17)$$

Basit olarak da aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_i x_{t-i} \quad (18)$$

y_t ve z_t serileri arasındaki ilişkileri analiz etmede hareketli ortalama yöntemi önemli bir araçtır. ϕ_i katsayıları y_t ve z_t şoklarının etkileri için kullanılır. Dört parçadan oluşan etki – tepki çarpanında, $\phi_{12}(0)$, z_t 'deki bir birimlik değişiminin y_t üzerindeki eş zamanlı etkisini gösterir. y_t ve z_t şoklarının toplam etkisi, etki – tepki fonksiyonun katsayılarının toplamından elde edilmektedir. Genel olarak z_t 'nin n dönem sonra y_t üzerine toplam etkisi; $\sum_{i=0}^n \phi_{12}(i)$ ile gösterilir. $\phi_{11}(i)$, $\phi_{12}(i)$, $\phi_{21}(i)$ ve $\phi_{22}(i)$ katsayıları etki – tepki fonksiyonlarıdır (Enders, 2004: 273-74).

1.4.2. Varyans Ayrıştırması

VAR modelinde değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz etmede kullanılan bir diğer araç olan varyans ayrıştırması, belirli bir zaman aralığında spesifik bir şokun tahmin edilen değişkenlerde yol açtığı yüzdelerdir (Stock – Watson, 2001: 106). Yani öngörü hata varyansı ile bir serideki değişimin serinin kendi şoklarından mı kaynaklandığı, yoksa diğer değişkenler tarafından mı belirlendiği analiz edilmektedir.

Burada 5 numaralı denklem bir dönem güncelleştirildiğinde beklenen değeri aşağıdaki gibi yazılabilir (Enders, 2004: 278-80).

$$E_t x_{t+1} = A_0 + A_1 x_t \quad (19)$$

Bu durumda, öngörü hatası ise aşağıdaki gibi olacaktır.

$$e_{t+1} = x_{t+1} - E_t x_{t+1} \quad (20)$$

İki dönem için güncelleştirme yapıldığında, denklem aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$\begin{aligned} x_{t+2} &= A_0 + A_1 x_{t+1} + e_{t+2} \\ &= A_0 + A_1(A_0 + A_1 x_t + e_{t+1}) + e_{t+2} \end{aligned} \quad (21)$$

Beklenen değer'de

$$E_t x_{t+2} = (I + A_1) A_0 + A_1^2 x_t \quad (22)$$

şeklinde olur.

n dönem için geleceğe ait tahmin;

$$E_t x_{t+n} = (I + A_1 + A_1^2 + \dots + A_1^{n-1}) A_0 + A_1^n x_t \quad (23)$$

şeklinde yazılabilir.

Öngörü hatası ise aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$e_{t+n} + A_1 e_{t+n-1} + A_1^2 e_{t+n-2} + \dots + A_1^{n-1} e_{t+1} \quad (24)$$

Öngörü hataları Vektör Hareketli Ortalama cinsinden de incelenebilir. x_{t+1} 'in tahmini için 17 numaralı denklem kullanıldığında, öngörü hatası ϕ_{0t+1} olur. Genel olarak da aşağıdaki gibi yazılır.

$$x_{t+n} = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi_{i t+n-i} \quad (25)$$

n dönemli öngörü hatası da aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$x_{t+n} - E_t x_{t+n} = \sum_{i=0}^{n-1} \phi_{i t+n-i} \quad (26)$$

y_t 'nin öngörü hatası;

$$y_{t+n} - E_t y_{t+n} = \phi_{11}(0)_{yt+n} + \phi_{11}(1)_{yt+n-1} + \dots + \phi_{11}(n-1)_{yt+1} + \phi_{12}(0)_{zt+n} + \phi_{12}(1)_{zt+n-1} + \dots + \phi_{12}(n-1)_{zt+1}$$

olur.

y_{t+n} 'nin n dönem sonrası için öngörü hata varyansı;

$$\sigma_y(n)^2 = \sigma_y^2[\phi_{11}(0)^2 + \phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n-1)^2] + \sigma_z^2[\phi_{12}(0)^2 + \phi_{12}(1)^2 + \dots + \phi_{12}(n-1)^2]$$

olur.

Bu durumda,

$\sigma_y(n)^2$ varyansı y_t serisi için,

$$\sigma_y^2[\phi_{11}(0)^2 + \phi_{11}(1)^2 + \dots + \phi_{11}(n-1)^2] / \sigma_y^{(n)^2} \quad (2)$$

ve z_t serisi için de,

$$\sigma_z^2[\phi_{12}(0)^2 + \phi_{12}(1)^2 + \dots + \phi_{12}(n-1)^2] / \sigma_y^{(n)^2} \quad (28)$$

şeklinde olacaktır.

Tahmin hata varyans ayrıştırması, bir değişkendeki şokun ne kadarının kendisi tarafından, ne kadarının diğer değişkenler tarafından açıklandığını gösterir (Enders, 2004: 280).

2.BÖLÜM: FAİZ ORANI KANALI

2.1. FAİZ ORANI KANALININ TEORİK ÇERÇEVESİ

Keynesyen IS-LM modeline dayanan faiz oranı kanalı aktarım mekanizmasının en temel kanalını oluşturur. Para görüşü olarak da ifade edilen bu kanalda para ve tahvil olmak üzere iki aktif bulunur, tahvil para dışındaki tüm varlıkları ifade eder ve bunlar arasında tam ikame prensibi geçerlidir (Neumann, 1995: 139).

Hubbard (1995: 64) para politikasının ekonomik etkilerini incelemede ana gövde olarak kabul edilen bu kanalın dört varsayıma dayandığını belirtmektedir. *İlk olarak, merkez bankası dışsal paranın arzını kontrol etmelidir.* Böylelikle para politikasını etkin bir şekilde yürütebilir. *İkinci olarak, merkez bankası reel ve nominal kısa dönemli faiz oranlarını etkileyebilmelidir.* Merkez bankasının politika aracı olarak kullandığı nominal kısa dönemli faiz oranlarının reel faiz oranlarını etkileyebilmesi ücret ve fiyat yapışkanlıklarının varlığına bağlıdır¹. Bu durumda nominal kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış kısa vadeli reel faiz oranlarını da arttırır (Aslan, 2009: 592). *Üçüncü olarak, kısa dönemli reel faiz oranları harcama ve yatırım kararları üzerine asıl belirleyici olan uzun vadeli faiz oranları üzerinde tesirde bulunmalıdır.* Literatürde kısa ve uzun vadeli faizler arasındaki ilişki, faiz oranlarının vade yapısını açıklayan teorilere dayanarak açıklanmaktadır. Bu teorilerden likidite primi teorisine göre, yatırımcılar likiditesi düşük varlıklar için likidite primi talep ederler. Böylece bir varlığın faiz oranı, gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faizlerin ortalamasına likidite primi eklenmesiyle bulunan değere eşit olur. Bölünmüş piyasalar teorisinde kısa ve uzun dönemli faiz oranları birbirinden ayrılmış olan piyasalarda belirlenir. Bekleyişler teorisine göre ise uzun vadeli faizler gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faizlerin ortalamasıdır ve faiz oranı kanlında kısa vadeli faizler ile uzun vadeli faizler arasındaki ilişki bekleyişler teorisine dayanılarak açıklanır (Egert – MacDonald, 2009: 281). Burada para politikası, kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan ve gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarındaki

¹ Ücret ve fiyat yapışkanlıkları hakkında ayrıntılı bilgi için Blinder (1991), Knell (2010), Blanchard - Gali (2007), Christiano – Eichenbaum – Evans (2005), Boivin – Giannoni - Mihov (2009), Davis - Hamilton (2003)'e bakılabilir.

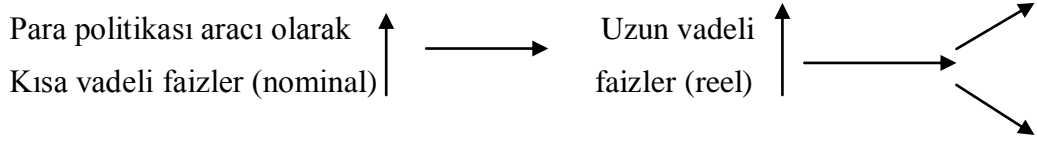
bekleyişleri şekillendirerek uzun vadeli faiz oranlarını etkiler (Roley - Sellon, 1995: 77). *Bu kanalın son varsayımına göre de faize duyarlı tüketim ve yatırım harcamaları ile toplam talep arasında etkileşim olmalıdır.*

Mishkin (2004b: 604) Keynesyen iktisatçılar tarafından ekonominin yapısal bir model olarak ele alındığını belirtmiştir. Bu doğrultuda faiz kanalının çalışma mekanizması Mishkin'e göre (1995: 4) aşağıdaki gibi gösterilebilir.

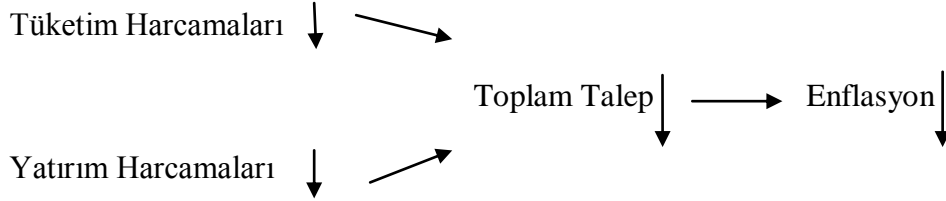
$$M \downarrow \rightarrow i_r \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Bu ifade de M para arzını, i_r reel faiz oranını, I yatırımları Y toplam talebi ifade eder. Bu yapısal model içerisinde para arzı reel faiz oranlarını, reel faiz oranları yatırımları, yatırımlarda toplam hasılayı etkiler. Yapı doğru tanımlandığı müddetçe yapısal modeller parasal aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığını göstermesi açısından büyük yarar sağlar. Ancak yapı doğru tanımlanmadığında, aktarım mekanizmasının önemli özellikleri ihmal edilmektedir (Mishkin, 2004b: 604-605).

Taylor (1995: 12) faiz kanalının önemini vurguladığı çalışmasında finansal piyasa fiyatları ve miktarları şeklinde bir ayırım yaparak finansal piyasa fiyatlarına odaklanmıştır. Bunu da politika uygulamalarındaki değişikliğe, verilerin bulunabilirliğine ve teknolojik gelişmelerin para arzının tahminini güçleştirmesine bağlamıştır. Nitekim günümüzde de para politikası birçok ülkede enflasyon hedeflemesi rejimi altında kısa vadeli faiz oranları aracılığı ile yürütüldüğü için söz konusu mekanizmayı aşağıdaki şekilde ifade etmek aktarım sürecinin anlaşılmasında daha açıklayıcı olmaktadır (TCMB, t.y: 9).



Aktarımın ilk aşaması



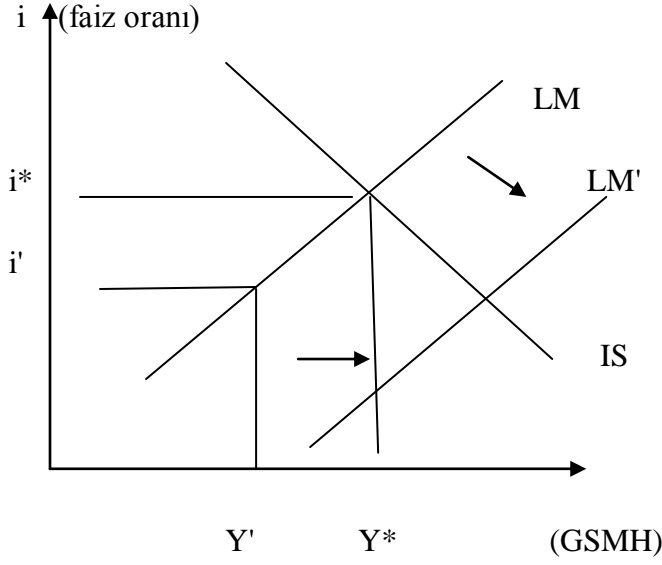
Aktarımın ikinci aşaması

Burada daraltıcı bir para politikasının etkileri tasvir edilmektedir. İki aşamadan oluşan faiz kanalında ilk olarak politika aracı olan kısa vadeli nominal faizler ücret ve fiyat yapışkanlıkları ve bekleyişler teorisi aracılığıyla uzun vadeli faizleri etkiler. Bu parasal aktarımın ilk aşamasını oluşturur. İkinci aşamada reel faiz oranları toplam talep ve enflasyonu etkiler (Egert - MacDonald, 2009: 280). Bu aşamada uzun vadeli faizler toplam talep ve enflasyon üzerinde üç kanal aracılığıyla tesirde bulunur (De Bont, 1997: 3). İlk olarak, sermayenin maliyeti yoluyla yatırım harcamaları üzerinde etkili olur. Faiz oranlarındaki bir artış sermayenin kullanım maliyetini arttırdığı için yatırım harcamaları düşer. İkinci olarak, faiz oranlarındaki değişiklikler bireylere bugün ile gelecekteki tüketim arasında tercih yapma olanağı sunar. Faiz oranları yüksek olduğu zaman bireyler faiz kazancı elde edebilmek için bugün tüketim yapma yerine gelecekte tüketim yapmayı tercih eder, bu doğrultuda gelecekteki tüketim bugünkü tüketimi ikame etmiş olur. Son olarak da faiz oranlarındaki değişiklikler tüketicilerin gelirlerinde değişiklikler yaratır. Faiz oranlarındaki artış borçlu durumda olan kişi ve firmaların gelirini azaltarak tüketim harcamalarını düşürmelerine yol açar (Bean, vd. 2002: 12-13). Sonuçta tüketim ve yatırım harcamalarındaki azalmalar da toplam talebi ve enflasyonu düşürür. Keynes'e göre bu kanal, firmaların yatırım harcamaları kararlarına bağlı olarak çalışır. Ancak yapılan daha sonraki çalışmalar tüketicilerin konut alımı ve dayanıklı tüketim talebi ile ilgili kararlarının da yatırım tercihlerini yansıttığını belirtmişlerdir (Mishkin, 1995: 4 ; Mishkin, 1996: 2).

Faiz kanalında firmaların yatırım kararları sermayenin kullanma maliyeti ve reel faiz oranları tarafından belirlenir. Burada banka veya firmaların finansal durumları yatırım ve harcama kararlarını etkilemez. Modigliani-Miller (1958) teoremini ifade eden bu durumda eksik bilgi söz konusu değildir ve serbest piyasada reel ekonomik kararlar firmanın mülkiyet yapısından ziyade tüketicilerin tercihlerine ve mevcut teknolojiye bağlıdır (Bernanke, 1992-1993: 51-52). Daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse Bernanke (1992-1993: 52) tarafından da belirtildiği gibi “parçanın büyüklüğü onun nasıl dilimlendiğinden etkilenmez”. Tam bilginin geçerli olduğu bu kanalda bankalar pasif bir rol oynar.

Bernanke (1988: 9) tarafından para görüşünün çalışma mekanizması IS-LM eğrileri yardımıyla aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. Burada genişletici para politikasının etkileri tasvir edilmiş ve bu politika sonucu faiz oranı düşmüş, LM eğrisi sağa kaymış ve GSMH artmıştır. Faiz kanalında merkez bankasının uyguladığı politika sonucu LM eğrisi yer değiştirir. Ancak zamanla geleneksel faiz kanalına eleştiriler yapılmaya başlanmıştır. Bernanke ve Gertler (1995: 28) tarafından faiz kanalının genişletilmiş hali olarak ifade edilen kredi kanalına² göre merkez bankasının uyguladığı politika IS eğrisini de sağa kaydırır. IS ve LM eğrilerindeki kayma durumunda GSMH artar, ancak faiz oranının düzeyi IS ve LM eğrilerinin kayma düzeyine göre belirlenir. LM eğrisi IS eğrisinden fazla kaydığında faiz oranı düşer, IS eğrisi LM eğrisinden fazla kaydığında faiz oranı artar (Bernanke, 1988: 9).

² Kredi kanalı ayrıntılı olarak beşinci bölümde incelenmiştir.



Şekil 2.1: Para Görüşünde Parasal Genişlemenin Etkisi³

Her ne kadar faiz kanalı temel aktarım kanalı olarak kabul edilse de bir takım eksiklikleri de içinde barındırmaktadır. Bernanke ve Gertler'e (1995: 33-34) göre, para politikası reel ekonomiyi etkilemesine rağmen, faiz kanalının sermayenin maliyeti etkisi harcamalar üzerinde belirleyici bir öneme sahip değildir. Faiz oranlarındaki değişikliklerin harcamalara yansımada zamanlama problemleri yaşanabilmektedir. Reel değişkenlerin faiz oranı değişikliklerine tepki vermesi beklenen zamandan sonra olabilmekte, bu da bir anlamda politikayı etkisizleştirmektedir. Ayrıca kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin buna bağlı harcama kalemlerinden ziyade, uzun vadeli faizlere bağlı olan dayanıklı tüketim mallarını etkilemesi, faiz oranı kanalı ile ilgili şüphelerin her zaman canlı tutulmasına yol açmaktadır. Monetaristlere göre de IS-LM modeli, aktarım mekanizmasının önemli özelliklerini ihmal etmektedir. Bunun için tek bir kanal yerine diğer kanalların etkilerinin de dikkate alınması gerekir (Meltzer, 1995: 51). Meltzer'e (1995: 52) göre, *ilk olarak faiz oranı kanalı varlık stoklarının sermaye birikimine yeni yatırım olarak eklenmesini dikkate almamaktadır*. Mesela Tobin (1969) hisse senedi fiyatlarının ekonomi üzerindeki etkilerini incelemiştir. *İkinci olarak para talebi ile ilgili kısa vadeli faiz oranları ile yatırım ve sermaye birikimiyle ilgili uzun vadeli faiz oranlarından hangisinin süreci belirleyen faiz oranını açıkladığı tam olarak bilinmemektedir*. Zira

³ Bernanke (1988: 9)'dan alınmıştır.

politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır, ama yatırım ve tüketim harcamaları üzerinde belirleyici olan uzun vadeli faiz oranlarıdır. Burada kısa vadeli faiz oranları değiştirilerek, merkez bankasının üzerinde doğrudan kontrolünün olmadığı faiz oranları ile toplam talebe etki edilmek istenmektedir. *Üçüncü olarak, finansal aracılardan herhangi bir rolü yoktur.* Çünkü piyasaların mükemmel işlediği varsayımı geçerlidir. Ekonomik analizde 1970'lere kadar tam rekabet piyasası koşulları geçerli olmuş, ardından tam bilgi sorgulanmaya başlanmış ve Akerlof'un (1970) çalışması ile eksik bilgi literatüre dahil edilmiştir. Akerlof çalışmasında 2. el araba piyasasındaki bilgi asimetrisi üzerinde durmuştur. Bilgi asimetrisi probleminin literatüre dahil olması daha sonra finansal piyasalarda da bu durumun incelemesini gerektirmiştir (Bernanke, 1992-1993: 52). Geleneksel faiz oranı kanalının bu konuda yetersiz kalması üzerine kredi kanalı geliştirilmiştir. *Dördüncü olarak, paranın sadece tahvil mi yoksa tahvil ile birlikte reel sermaye birikimini de içine alan tüm aktifleri mi ikame ettiği tam olarak açık değildir. Son olarak da kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin çoğu geçici olduğu için uzun vadeli faiz oranları tarafından belirlenen harcama kararlarını etkilemez.* Hubbard (1995: 64) tarafından da faiz kanalı, politika sonuçlarının toplulaştırılmış etkilerini dikkate alıp dağılım etkilerini göz ardı ettiği için, eksik yani tamamlanmamış olarak nitelendirilmiştir.

2.2. FAİZ ORANI KANALINA İLİŞKİN YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Literatürde faiz kanalını ampirik olarak inceleyen tahliller, kanalın ilk aşamasını ve genel olarak kanalın çalışması inceleyen çalışmalardan oluşmaktadır. Bu şekilde iki ayrı literatür oluşması faiz kanalının en temel aktarım mekanizması olması ve politika aracının doğrudan uzun vadeli faizleri etkileyememesine dayandırılarak açıklanabilir. Ayrıca politika aracı uzun vadeli faizleri etkileyen farklı faktörlerden sadece biridir ve faiz oranlarının etkisi her ülkenin kendine özgün koşulları tarafından şekillendiğinden, belirsiz ve değişkendir (Taylor, 1995: 14). Bu doğrultuda aktarımın ilk aşamasını inceleyen çalışmalar önem kazanmaktadır. Bu çalışmada da öncelikle faiz kanalının ilk aşamasını değerlendiren çalışmalar üzerinde durulacak, ardından faiz kanalını bütün olarak inceleyen çalışmalara değinilecektir.

2.2.1. Faiz Kanalınnın İlk Aşamasını İnceleyen Çalışmalar

Faiz kanalının ilk aşamasını inceleyen tahliller bu aşamanın çalışmasını bazı varsayımlara dayandırmıştır. Cook ve Hanh (1988: 1-2) bu varsayımları, ilk olarak merkez bankasının politika aracının kısa vadeli faiz oranları olduğu, ikinci olarak merkez bankasının politikasını yeni bilgiler doğrultusunda şekillendirdiği ve son olarak da uzun vadeli faiz oranlarının, kısa vadeli faiz oranlarının beklenen değerleri tarafından belirlendiği şeklinde belirtmiştir. Bu varsayımlara göre merkez bankası, uzun vadeli faiz oranlarını kısa vadeli faiz oranlarının üzerindeki kontrolü ve bu faiz oranlarının gelecekte beklenen değeri yoluyla etkiler. Bu doğrultuda Cook ve Hahn (1988), 1974-1979 dönemi için federal fon oranı ile faizler arasındaki ilişkiyi analiz etmiş ve kısa vadeli piyasa faizlerinin politika faizi ile aynı yönde, orta vadeli faizlerin görece, uzun vadeli faizlerin ise küçük ama anlamlı tepki verdiğini belirtmişlerdir. Bu sonuçların politika faizinin piyasa faizleri üzerinde etkili olduğu görüşünü desteklediğini ve bekleyişler teorisinin çalıştığını vurgulamışlardır. Roley ve Sellon (1995) ABD’de 1987-1995 dönemi için para politikası aracı ile uzun vadeli faizler arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, söz konusu ilişkinin güçlü ancak değişken olduğunu, bunun para politikasının etkinliğini belirlediğini ve geleneksel görüşün hatalı olmadığını ama oldukça basit bir yapı sunduğunu belirtmişlerdir.

Kuttner (2001), tarafından ABD’de 06.1989 – 02.2000 dönemi için yapılan çalışmada ilk defa politika faizi beklenen ve beklenmeyen kısımlara ayrılarak analiz edilmiş ve politika aracı olarak vadeli piyasa oranları kullanılmıştır. Ulaşılan sonuçlara göre sürpriz politika ile piyasa faizleri arasında güçlü, beklenen politika ile piyasa faizleri arasında zayıf bir ilişki vardır. Buda piyasa aktörlerinin beklenen politikaya göre davranışlarını şekillendirmeleri, sürpriz politika karşında ise tepkisiz kalmaları sonucuna bağlanabilir. Ayrıca çalışmada bekleyişler teorisinin çalıştığı vurgulanmıştır. Kuttner (2001: 524), Cook ve Hahn (1988) ve Roley ve Sellon (1994) tarafından yapılan çalışmalarda politika faizi beklenen ve beklenmeyen kısımlara ayrılarak analiz yapılmadığı için söz konusu çalışmalarda uzun vadeli faizler ile olan ilişkinin sınırlı olduğu sonucuna ulaşıldığını belirtmiştir.

Ellingsen ve Söderström (2001), tarafından yapılan çalışmada para otoritesinin politikasını, ya ekonomide ortaya çıkan yeni bilgiler doğrultusunda şekillendirdiği yada politika tercihinine göre kararlaştırdığı varsayılmıştır. Para politikasının ekonomideki bilgilere göre kararlaştırıldığı durumda piyasadaki tüm faizler politika faiz oranı ile aynı yönde, politika tercihlerini yansıtacak şekilde olduğunda ise kısa ve uzun vadeli faizlerin zıt yönde hareket ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Peersman (2002)'in, Almanya için yaptığı çalışmada da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Edelberg ve Marshall (1996), para politikasının faizler üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, politika faizinin kısa vadeli piyasa faizleri üzerinde etkili, 3 yıldan uzun vadeli faizler üzerinde daha az tesirli, 15 yıldan uzun vadeli faizler üzerinde ise herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuçlar Cook ve Hahn (1988) tarafından elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir. Ancak Cook ve Hahn (1988) uzun dönem için bu çalışmadan farklı olarak küçük ama anlamlı tepki verdiği sonucuna ulaşmışlardır. Mehra (1996), 1957-1995 dönemi için federal fon oranını para politikası aracı olarak kullandığı çalışmasında, uzun vadeli faizler ile politika aracının birlikte hareket ettiğini belirtmiş, ancak bu birlikteliği enflasyon kanalına bağlayarak açıklamıştır. Fisher hipotezine dayandırdığı bu duruma göre nominal faiz oranı, reel faiz oranı ve beklenen enflasyon oranına bağlıdır. Ayrıca bu kanal ihmal edildiği takdirde herhangi bir uzun dönemli ilişkinin söz konusu olmadığını belirtmiştir. Politika aracı ile kısa vadeli piyasa faizleri arasında ise geleneksel aktarım kanalının bahsettiği ilişkinin varlığını onaylamıştır. Özellikle 1979'dan sonra söz konusu ilişkinin kuvvetlendiğini belirtmiş, bu süreçte de Fed'in para politikasını değiştirmesinin belirleyiciliği üzerinde durmuştur.

Gürkaynak, vd. (2005), Ocak 1990 – Aralık 2002 dönemini inceledikleri çalışmalarında kısa dönem piyasa faizlerinin federal fon oranı ile birlikte hareket ettiğini, uzun dönem faizlerinin ise ters yönde hareket ettiğini belirterek bu sonuçların Cook ve Hahn (1988) tarafından ulaşılan sonuçlarla örtüşmediğini vurgulamışlardır. Bu farklılığı da Cook ve Hahn'ın (1988) çalışmalarında uzun dönem kazanç eğirlerini, kendilerinin ise vadeli işlem oranını dikkate almalarına bağlayarak açıklamışlardır. Yapılan çoğu çalışmanın sonuçlarını Cook ve Hahn (1988) tarafından yapılan çalışmanın sonuçları ile karşılaştırmalarının sebebi bu çalışmanın literatürde ilk yapılan çalışma olmasıdır.

Türkiye özelinde İnal (2006) tarafından Temmuz 2001 – Mart 2006 dönemi için politika faiz oranının uzun dönemli faizler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada politika faizi Kuttner (2001) tarafından yapılan analizi takiben beklenen ve beklenmeyen kısımlara ayrılmıştır. Beklenmeyen para politikası ile vadesine 3, 6 ve 12 ay kalan bono faizleri arasında pozitif bir ilişki olduğu gözlenmiş ve bu doğrultuda bekleyişler hipotezini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışmada politika faiz oranları ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişkinin varlığı aktarım mekanizmasının etkinliğinin göstergesi olarak yorumlanmıştır. Aynı analiz Adanur Aklan ve Nargeleçekenler (2008a) tarafından 2002-2008 dönemi için politika faizi ile uzun vadeli faizler arasındaki ilişkiyi belirlemek için kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada enflasyon ile para politikası faiz oranı ilişkisi analiz edilmiştir. Söz konusu çalışmada üç ayrı dönem (2002-2008, 2002-2005, 2005-2008) incelenmiş ve sadece 2005-2008 dönemi için politika faizi ile uzun vadeli faizler arasında aynı yönlü ve anlamlı ilişki saptanmıştır. Bunun dışında, politika faizi ile enflasyon oranı arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Böylece uzun vadeli faizler üzerinde enflasyonun etkisinin olduğu vurgulanmıştır. Benzer bir sonuç Mehra (1996) tarafından da elde edilmiştir.

Duran, vd. (2010a) politika faizinin uzun vadeli faizler ve hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 6-36 ay arasında değişen vadelere sahip DİBS faizlerinin politika faizindeki değişmelere aynı yönlü ve anlamlı tepki verdiğini, 9 aydan uzun vadelerde ise tepkinin düştüğünü gözlemlemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlarla Türkiye’de para politikası aktarımının ilk aşamasının güçlü olduğunu vurgulamışlardır. Aktaş, vd. (2008) para politikası aracı olan kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faiz oranları, döviz kuru, risk primi ve hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini ele aldıkları çalışmalarında, Kuttner’in (2001) çalışmasını temel alarak politika faizlerini beklenen ve sürpriz şeklinde ayırma tabii tutmuşlardır. Dönem olarak Aralık 2004 – Ağustos 2008 aralığını seçmişler, bunda da 24 ay vadeli menkul kıymetlerin 2004 yılda ihracının başlamasının etkili olduğunu belirtmişlerdir. Ulaşılan sonuçlarda 6, 12 ve 24 ay vadeli menkul kıymetlerin para politikasının sürpriz kısmına tepki verdiğini, hisse sentlerinin anlamlı bir tepki vermediğini, döviz kurunun da çok düşük bir tepkide bulunduğunu gözlemlemişlerdir. Bu durumu faiz kanalında aktarımın ilk aşamasının etkin çalıştığı şeklinde yorumlamışlardır. Akıncı, vd. (2006), yaptıkları çalışmada getiri eğrisi tahmininde bulunmuşlardır. Ayrıca getiri eğrisini merkez bankasının enflasyon hedeflemesi

uygulamasına geçtikten bu yana ilk defa Haziran 2006'da faiz oranlarını arttırdığı durumu incelemek için kullanmışlardır. Ulaştıkları sonuca göre bir yıl ve daha uzun vadeli getiriler düşmüştür. Bu durumu uygulanan para politikasının doğru bir şekilde yorumlanmasına bağlamışlardır. Böylece getiri eğrileri yardımıyla aktarım mekanizmasının ilk aşamasının işleyişine dair sonuçlar elde edilebileceğini göstermişlerdir.

Faiz kanalı aktarımının ilk aşamasını inceleyen yukarıdaki çalışmaların özellikle ABD üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Türkiye özelinde aktarımın ilk aşamasını inceleyen çalışmalarda genellikle 2004 ve 2005 sonrasında kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkinin güçlü olduğu sonucuna ulaştıkları söylenebilir. Türkiye'de bu dönemlerde mali baskınlık düşmeye başladığı için yapılan bu çalışmalardan elde edilen sonuçlarla bir anlamda bu durum teyit edilmiştir. Aktarımın ilk aşamasını inceleyen çalışmaların ardından genel olarak faiz kanalının çalışmasını inceleyen çalışmalara aşağıda değinilmektedir.

2.2.2. Faiz Kanalını İnceleyen Çalışmalar

Mojon ve Peersman (2001) Euro bölgesinde parasal birliğe geçiş öncesi dönemde (1980-1998)⁴ on ülkede (Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda ve İspanya) VAR yöntemini kullanarak para politikasının aktarım mekanizmasını incelemişlerdir. Çalışmada ülkelerin para politikası rejimlerini Almanya ile olan parasal bütünleşmelerine göre üç gruba ayırarak analiz etmişlerdir. İlk grupta sadece Almanya bulunmaktadır, çünkü Almanya birlik içinde belirleyici konuma sahiptir. İkinci grup Avusturya, Belçika ve Hollanda'dan oluşmakta ve sabit döviz kuru rejimini uygulamaları bu sınıflandırmada belirleyici olmaktadır. Üçüncü grup ülkeler de esnek döviz kuru rejimini uygulamaktadır. İrlanda dışındaki tüm ülkelerde daraltıcı para politikası sonucu gayrisafi yurtiçi hasıla ve fiyatlar genel düzeyinin düştüğünü belirtmişlerdir. Bu durumu da İrlanda'nın spesifik durumuna bağlamışlardır. Ayrıca ülke düzeyinde para politikasının çıktığı ve fiyatlar üzerindeki etkisinin euro alanındaki toplulaştırmış etkiden daha fazla olduğunu vurgulamışlardır. Döviz kurunun ise ülkeler

⁴ Almanya için 1970-1998 dönemi ele alınmıştır.

arasında farklı tepkiler gösterdiğini ve genellikle belirleyici konumda olmadığını belirtmişlerdir.

Angeloni, vd. (2003), Euro bölgesinde euro'ya geçmeden önce faiz kanalının temel kanal olup olmadığını incelemişlerdir. Burada daha önce yapılmış olan 23 çalışmadan elde edilen sonuçları bir bütün olarak göstermeye çalışmışlardır. Ayrıca Euro bölgesi uluslar arası ticarete, görece kapalı bir alan olarak düşünüldüğü için döviz kuru kanalını dikkate almamışlardır. Elde edilen sonuçlara göre faiz kanalının bütün olarak Euro bölgesinde temel olmasa da belirleyici bir kanal olduğunu, ülke bazında yapılan analizlerde ise Finlandiya, İspanya ve Lüksemburg'da önemli olduğunu vurgulamışlardır. Faiz kanalının etkin olamadığı bazı ülkelerde banka kredi kanalının çalıştığını belirtmişlerdir.

Mirdala (2009), 1999-2008 dönemi için SVAR metodolojisini kullanarak Visegrad ülkelerinde⁵ (Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Macaristan ve Polonya) para politikasının belirli makro değişkenler üzerinde yol açtığı etkileri incelemiştir. Çalışmada ulaşılan sonuçlara göre, Macaristan dışındaki diğer üç ülkede para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış sonucu GSYİH düşmüştür. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi ise ülkeler arasında farklılık göstermiştir. Çek Cumhuriyeti ve Polonya'da uygulanan politika sonucu enflasyon düşerken, Slovakya ve Macaristan'da artmıştır. Bu doğrultuda Çek Cumhuriyeti ve Polonya'da faiz kanalının çalıştığı söylenebilir.

Mehrotra (2007), tarafından Japonya, Çin ve Hong-Kong'da deflasyon döneminde SVAR metodolojisi ile faiz kanalı ve döviz kuru kanalının etkinliği incelenmiştir. Japonya ve Hong-Kong'da çeyrek yıllık veriler kullanılarak yapılan analizde her iki kanalında çalıştığı sonucuna ulaşılırken, Çin'de aylık veriler kullanılmış ve her iki kanalında çalışmadığı belirtilmiştir. Çin'de faiz kanalının çalışmaması politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmamasına, döviz kuru kanalının çalışmaması da sermaye kontrollerinin olmasına bağlanarak açıklanmıştır. Nitekim Qiong-hua, vd. (2010) tarafından 1998-2008 döneminde Çin'de faiz kanalının etkili olup olmadığının incelendiği çalışmada da benzer bir sonuca ulaşılmış, faiz kanalının işlemesine rağmen etkin olmadığını belirtmiştir.

⁵ Bu konuda ayrıntılı bilgi için Inotai ve Sass (1994)'e bakılabilir

Cheong ve Boodoo (2008), Trinidad ve Tobago'da 2002-2008 dönemi için faiz kanalını incelemişlerdir. Söz konusu kanalın incelenen dönemde çok iyi çalışmadığını ifade etmişlerdir. Buna fazla likiditenin yola açabilmiş olabileceğini, bu ortadan kalktığında kanalın çalışmaya başlayabileceğini gözlemlemişlerdir.

Türkiye'de sadece faiz kanalını inceleyen çalışmaların sayısı kısıtlıdır⁶. Büyükkakın, vd. (2009), tarafından yapılan çalışmada Granger nedensellik testi ve Toda-Yamamoto yöntemiyle 1990-2007 dönemi için faiz kanalı incelenmiştir. Granger nedensellik testine göre, faiz oranı büyüme ve enflasyon üzerinde doğrudan ve dolaylı etkiye sahiptir. Bu testten elde edilen sonuçlara göre Türkiye'de ele alınan dönemde faiz oranı kanalı çalışmaktadır. Çalışmada Toda-Yamamoto yöntemine göre elde edilen sonuçların Granger nedensellik testinden elde edilen sonuçlarla benzer olduğu gözlenmiştir. Granger nedensellik testine göre faiz oranı, sabit sermaye yatırımı, enflasyon, büyüme şeklinde işleyen süreç; Toda-Yamamoto yönteminde faiz oranı, sabit sermaye yatırımı, büyüme şeklinde çalışmaktadır. Erdoğan ve Yıldırım (2009), tarafından 1995-2007 dönemi için VAR analizi ile faiz kanalının çalışma mekanizması ele alınmıştır. Çalışmada etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizinden elde edilen sonuçlara göre faiz kanalı çalışmaktadır. Etki-tepki fonksiyonlarından kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarını, buradan da dayanıklı tüketim ve yatırım harcamalarını etkilediği ancak bu etkinin kısa süreli olduğu gözlenmiştir.

Çiçek (2005), tarafından yapılan çalışmada 1995-2003 dönemi için para politikası şokuna üretim ve fiyatların tepkisi incelenmiştir. Çalışmada ilk olarak reel gayri safi yurtiçi hasıla, tüketici fiyat endeksi ve bankalar arası gecelik faiz oranı değişkenlerini içeren temel model tahmin edilmiştir. Temel modelden elde edilen sonuçlara göre, faiz oranının fiyatlar üzerinde üretime göre daha etkili olduğu belirtilmiştir. Toplam talep bileşenleri içerisinde de para politikasının ithalat ve yatırımlar üzerinde etkili olduğu, ihracat ve tüketim kalemlerini çok az değiştirdiği ortaya konulmuştur. Daha sonra, her bir kanalın etkin olarak çalışıp çalışmadığı, temel modele ilgili kanalla bağlantılı olan değişkenlerin eklenmesiyle analiz edilmiştir. Uygulanan sıkı para politikasının enflasyonu düşürmede bir yıl gecikme ile etkisini gösterdiği bulunmuştur. Reel üretim üzerinde faiz oranı kanalının en etkin olduğu, diğer üç kanalın ise para politikasının reel üretim üzerindeki etkisini azalttığı ifade

⁶ Türkiye özelinde aktarım kanalları ile ilgili yapılan çalışmalarda en çok banka kredi kanalı incelenmiştir. Söz konusu kanal ve yapılan çalışmalar beşinci bölümde anlatılmaktadır.

edilmiştir. Ancak banka kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve diğer varlık fiyatları kanalının para politikasının fiyatlar üzerindeki etkinliğini arttırdığı vurgulanmıştır. Çalışmaya göre bu kanallarla ekonomik büyümeden ziyade, fiyat istikrarının sağlanması mümkün hale gelmektedir.

Türkiye özelinde faiz oranı kanalını inceleyen çalışmalar değerlendirildiğinde, genel olarak kanalın çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bu çalışmalarda para politikası aktarım mekanizmasının çalışmasını engelleyen mali baskınlığın rolü dikkate alınmamıştır. Türkiye’de özellikle Şubat 2001 krizinden sonra bu durumun aktarımı belirleyen en önemli faktör olduğu düşünülmektedir. Bundan dolayı söz konusu faktörün ayrıntılı olarak değerlendirilmesi önem kazanmaktadır.

2.3. FAİZ ORANI KANALINDA MALİ BASKINLIĞIN ROLÜ

Geleneksel aktarım mekanizması olarak da adlandırılan faiz kanalı en temel aktarım kanalını oluşturduğu için bir ekonomide bu kanalın çalışması büyük önem taşımaktadır. Türkiye özelinde 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinden sonra Mayıs ayında IMF ile yapılan stand-by anlaşması ile birlikte Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanmaya başlanmıştır. 2002 yılında uygulamaya konulan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi⁷ ile birlikte kısa vadeli faiz oranları para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Bu politika aracının bir ekonomide etkin bir şekilde çalışmasında mali baskınlık çok büyük bir rol oynar. Yüksek kamu borcunun para politikasının etkinliğini kısıtlaması olarak tanımlanan mali baskınlık Şubat 2001 krizinden sonra bankacılık sisteminde yeniden yapılandırma süreci ile birlikte çok yüksek seviyelere çıkmıştır. Yüksek kamu borcu, bu borcun kısa vadeli yapısı ve önemli bir kısmının yabancı para cinsinden oluşması risk primini arttırarak para politikasını işlevsiz hale getirmektedir (Özatay, 2009: 19). Kamu borcunun para politikası üzerindeki bu etkisi ilk olarak Sargent ve Wallace (1981) tarafından incelenmiş ve bütçe açığının temel finansman kaynağını senyoraj gelirleri oluşturduğunda, para arzındaki azalmanın enflasyonu arttırdığı belirtilmiştir. Yani mali baskınlık durumunda para politikası enflasyonu düşürmek için uygun bir politika olmaktan çıkmaktadır (Favero – Giavazzi, 2004: 3-4).

⁷ Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili ayrıntılı bilgi ilk bölümde verilmiştir.

Blanchard'a (2004:3-5), göre normal makro ekonomik koşullarda kısa vadeli faiz oranlarındaki artış enflasyonu iki kanaldan düşürür. İlk olarak yüksek reel faiz oranı toplam talep ve enflasyonu azaltır. İkinci olarak yüksek reel faiz oranları yüksek değerlenmeye yol açar. Bu da doğrudan ve dolaylı olarak enflasyonu düşürür. Ancak bir ülkenin kamu borcu yüksek olduğunda ve bunun önemli bir kısmı yabancı para cinsinden olduğunda enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyonu düşürmek için uygulanan kısa vadeli faiz oranlarındaki artış enflasyonu arttırarak beklenin tersi bir politika ile sonuçlanır. Blanchard (2004), Brezilya'da 2002'de söz konusu olan böyle bir durumda maliye politikasının enflasyonu düşürmek için daha doğru bir politika olduğunu belirtmiştir. Favero ve Giavazzi (2004: 14), tarafından Brezilya'da aynı dönem için yapılan çalışmada da benzer sonuçlar elde edilmiş ve kötü dengenin geçerli olduğu bu dönem için faiz oranlarındaki artış, ülkenin borç yüküne ek maliyet yüklemiş bu da ülkenin risk primini arttırarak ülkeden sermaye çıkışına ve döviz kurunun değer kaybına yol açmıştır. Abdel ve Youssef (2011) da Mısır'da mali baskınlığın 2005 yılında uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi rejimi altında, merkez bankasının politikalarını engelleyip engellemediğini araştırmışlardır. Mısır'da 1999'dan beri sürekli olan bütçe açığının kamu borcunu arttırdığını ve maliye politikasının para politikası üzerinde büyük etkisi olduğunu belirtmişlerdir.

Literatürde mali baskınlığın enflasyon hedeflemesi rejimindeki belirleyiciliği yapılan ampirik çalışmalar ile ortaya konmuştur. Yukarıda bahsedilen bu çalışmalardan çıkarılan sonuç neticesinde Türkiye'de 2002-2005 döneminde uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimindeki başarı büyük ölçüde mali disiplinin kararlılıkla sürdürülmüş olmasında bağlıdır. Çünkü bu dönemde mali baskınlık çok yüksek düzeydedir ve bekleyişleri şekillendirmek için para politikasının güçlü maliye politikasıyla desteklenmesi gerekmektedir (Kara, 2006: 11). Bu dönemde maliye politikasının, para politikasına verdiği destek ile birlikte sağlanan olumlu gelişmeler mali baskınlık göstergelerine bakıldığında da görülmektedir. Zira kamu sektörü toplam net borç stoku 2002'de % 61.4 iken 2005'te 41.6'ya gerilemiştir. Kamu sektörü faiz dışı fazla aynı dönemde 3.2'den 5.0'a yükselmiştir.

Tablo 2.1: Mali Baskınlık Göstergeleri

	Kamu Kesmi Borçlanma Gereği/GSYH(%)	Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazla/GSYH(%)	Toplam Kamu Net Borç Stoku/GSYH (%)
2002	9.83	3.2	61.4
2003	7.34	4.8	55.1
2004	3.44	5.5	49.0
2005	-0.49	5.0	41.6

Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı⁸

Ancak sağlanan tüm bu olumlu gelişmelere rağmen bu dönemde Kara (2006: 9) tarafından faiz kanalının çalışmadığı belirtilmiştir. Burada krizden sonra başlangıç koşullarının çok kötü olması etkili olmuştur. Nitekim bu çalışmada da benzer bir sonuca ulaşılmış ve 2002-2004 döneminde faiz kanalının etkin bir şekilde çalışmadığı gözlenmiştir.

2.4. UYGULAMA

Çalışmada 2001:12 – 2008:05 dönemi⁹ için aylık veriler kullanılarak faiz oranı kanalının işleyişi VAR modeliyle test edilmektedir. VAR modelinde ilk olarak değişkenlerin belirlenmesi ve sıralanması gerekir. Ardından gecikme uzunluklarının belirlenmesi ve son olarak da öngörünün yapılması gerekir (Tarı, 2010: 456).

⁸ <http://www.sgb.gov.tr/ESAD/Documents/Ekonomik%20Veriler.pdf> adresinden alınmıştır.

⁹ Dönem olarak bu aralığın seçilmesinin nedenleri ilk bölümde anlatılmaktadır.

Çalışmada politika aracını temsil etmek üzere gecelik faiz oranı, uzun vadeli faiz oranlarını göstermek üzere devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı, yatımları temsil etmek üzere sabit sermaye oluşumu, hane halklarının yurtiçi tüketimi, gayrisafi yurtiçi hasıla ve tüketici fiyat endeksi değişkenleri kullanılmıştır. Değişkenler için kullanılan kısaltmalar aşağıdaki tablo'da sunulmuştur¹⁰. Yatırım, tüketim ve GSYİH değişkenlerini, enflasyonist etkilerden arındırmak için tüketici fiyat endeksi (2003 = 100) kullanılarak söz konusu değişkenler deflete edilmiş ve reel olarak analize alınmıştır. Analiz yapılabilmesi için değişkenlerin aynı düzeyde olması gerekir, bu nedenle yüzdelik faiz oranını gösteren iki değişken (Gecelik Faiz Oranları, R ve Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları, I) dışındaki tüm diğer değişkenlerin logaritması alınmıştır.

Tablo 2.2: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

R	Gecelik Faiz Oranı (%)	Merkez Bankası
I	Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranı (%)	Hazine Müsteşarlığı
LRYAT	Sabit Sermaye Oluşumu (Logaritmik Reel)	Merkez Bankası
LRTUK	Yerleşik Hane Halklarının Yurtiçi Tüketimi (Logaritmik Reel)	Merkez Bankası
LRGDPSA	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Logaritmik Reel)	Merkez Bankası
LTUFE	Tüketici Fiyat Endeksi (Logaritmik, 2003=100)	Merkez Bankası

Faiz kanalı için kullanılan modeldeki değişkenler aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

$$Y_t = [LTUFE, LRGDPSA, LRYAT, LRTUK, I, R]$$

Değişkenlerin sıralamasında literatürdeki yaklaşıma uyularak, politika değişkenine Gertler ve Gilchrist (1993: 53-54), ve Garretsen ve Swank (1998: 331)'ı takiben en sonda yani en içte yer verilmiştir (Gündüz, 1997: 21). Bernanke ve Gertler (1995: 30), Bernanke ve Mihov (1995: 21-22)'da benzer yöntemi izlemiştir.

¹⁰ Mevsimselliğin söz konusu olduğu değişkenler, X12 yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

VAR modelinde yer alan tüm değişkenler genellikle durağan olarak analize katılmaktadır. Bundan dolayı modelde yer alan tüm değişkenlerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılarak test edilmiştir. Test için uygun gecikme yapısının belirlenmesinde Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) bilgi kriterlerine başvurulmuştur. Tablo 2.3’de ADF birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 2.3: ADF Birim Kök Test Sonuçları

SERİLER	GECİKME UZUNLUğU	TEST İSTATİSTİğİ	KRİTİK DEğER (%5)
R	1	-3.42	-2.90
I	2	-3.18	-2.90
LRYAT	2	-3.21	-2.90
LRTUK	2	-3.25	-2.90
LRGDPSA	1	-2.44	-1.95
LTUFE	11	-4.53	-3.48

Tablo 2.3’deki sonuçlara göre tüm değişkenler seviyede durağan olarak belirlenmiştir.

Bir VAR modelinde değişkenler sıralandıktan ve durağanlıklarını test edildikten sonra sıra doğru gecikme yapısının belirlenmesine gelmektedir. Çalışmada uygun gecikme yapısının belirlenmesinde yaygın olarak kullanılan Son Tahmin Hatası (FPE), AIC, SIC ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinden yararlanılmıştır. Bu kriterlere göre ulaşılan sonuçlar Tablo 2.4’de gösterilmiştir. Koyu yazılmış değerler, ilgili kriter için uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir. Bu doğrultuda FPE, AIC ve HQ kriterlerinin desteklediği 4 gecikme model için uygun gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir.

Tablo 2.4: Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

GECİKME	FPE	AIC	SIC	HQ
0	1.38e-05	3.001829	3.163721	3.066057
1	1.21e-10	-8.647347	-7.675996	-7.261979
2	1.41e-10	-8.506506	-6.725697	-7.800000
3	1.48e-10	-8.490743	-5.900475	-7.463097
4	1.17e-10	-8.782738	-5.383010	-8.433952
5	1.45e-10	-8.661502	-4.452316	-7.991577
6	1.43e-10	-8.055809	-4.037164	-7.064745
7	1.47e-10	-7.752531	-3.924427	-6.440327
8	1.47e-10	-7.686822	-3.549255	-6.353475
9	1.50e-10	-7.386621	-3.341254	-6.192124
10	1.52e-10	-7.141832	-3.239206	-5.866567
11	1.55e-10	-6.186512	-2.876698	-5.344512
12	1.57e-10	-5.224568	-2.663252	-5.303295

Tablo 2.5: Otokorelasyon Test Sonuçları

<i>Gecikme Uzunluğu</i>	<i>LMF istatistiği</i>	<i>Marjinal Anlamlılık Düzeyi</i>
1	55.21	0.02
2	58.83	0.00
3	40.18	0.29
4	48.28	0.09

Gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenen model için, LM testi marjinal anlamlılık düzeyi değerinin dördüncü gecikme için 0.05'ten büyük olması sebebiyle otokorelasyonun olmadığı varsayımı üzerine kurulu hipotezi reddedilememektedir. Diğer bir ifade ile, LM test sonuçları, gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenen modelin, hata terimlerinin otokorelasyonlu olmadığını göstermektedir.

Tablo 2.6: Breusch- Godfrey Serisel Korelasyon LM Test Sonuçları

$T \cdot R^2$	Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(4)}$
6.456	0.168

Breusch–Godfrey testi, hata terimlerinin varyansının açıklayıcı değişkenleri farklı formlarının fonksiyonu olduğu varsayımına dayanmaktadır. Hata terimlerinde serisel korelasyon sorunu olup olmadığını tespiti için hesaplanan Breusch – Godfrey testi sonuçları çerçevesinde, hata terimlerinde serisel korelasyon olmadığı varsayımı üzerine kurulu reddedilememektedir.

Tablo 2.7: ARCH LM Testi Sonuçları

$T \cdot R^2$	Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(4)}$
1.733	0.784

Kalıntıların varyansının ardışık otokorelasyona (bağımlılık) yol açıp açmadığının tespiti için, ARCH LM testi uygulanmıştır. ARCH LM testi sonuçlarına göre ARCH yapısı olmadığını gösteren hipotezi reddedilmemektedir.

Çalışmada ayarıca ele alınan dönemde herhangi yapısal bir değişikliğin olup olmadığı incelenmiştir. Bunun için yaygın olarak Chow testi kullanılmaktadır, ancak Candelon ve Lütkepohl (2001) bu testin örneklem sayısının az olduğu durumda beklenen sonucu vermediğini belirtmektedir. Diebold ve Chen (1996) dinamik modellerde ve özellikle de ufak örneklemelerde Chow testi istatistiğinin dağılımının varsayılan χ^2

dağılımından ciddi boyutlarda farklı olduğunu belirmişlerdir. Chow testinin özçıkırım versiyonu olan Ayırık Örneklem Chow testi uygulandığında ise Candelon ve Lütkepohl (2001) söz konusu sorunun ortadan kalktığını vurgulamışlardır. Çalışmada da uygulanan Candelon ve Lütkepohl (2001) tarafından özellikle VAR modelleri için önerilen Ayırık Örneklem Chow testi, her bir eşitliğe ayrı ayrı değil tüm sisteme uygulanır. Bu test, kalıntıların kovaryans matrisinin ele alınan dönem boyunca sabit olduğu varsayımını, VAR modelindeki katsayıların ele alınan dönem içerisinde değişkenlik gösterebileceği alternatifine karşı test eder (Candelon – Lütkepohl, 2001: 156). Test istatistiği λ_{ss} ,

$$\lambda_{ss} = (T_1 + T_2) \log |\hat{\Sigma}_{1,2}| - T_1 \log |\hat{\Sigma}_1| - T_2 \log |\hat{\Sigma}_2| \quad (1)$$

şeklinde elde edilip, k serbestlik derecesiyle χ^2 dağılımına uyar. T gözlem sayısı, T_B kırılma dönemi, T₁ ilk gözlemden kırılma dönemine kadar ve T₂ kırılma döneminden son gözleme kadar olan alt örneklemeleri \hat{u}_t , $\hat{u}_t^{(1)}$ ve $u_t^{(2)}$ sırasıyla T gözlem, ilk T₁ ve ikinci T₂ gözlem üzerinden tahmin edilen modellerin kalıntılarını göstermek üzere,

$$\hat{\Sigma}_{1,2} = (T_1 + T_2)^{-1} \left(\sum_{t=1}^{T_1} \hat{u}_t \hat{u}_t' + \sum_{t=T-T_2+1}^T \hat{u}_t \hat{u}_t' \right) \quad (2)$$

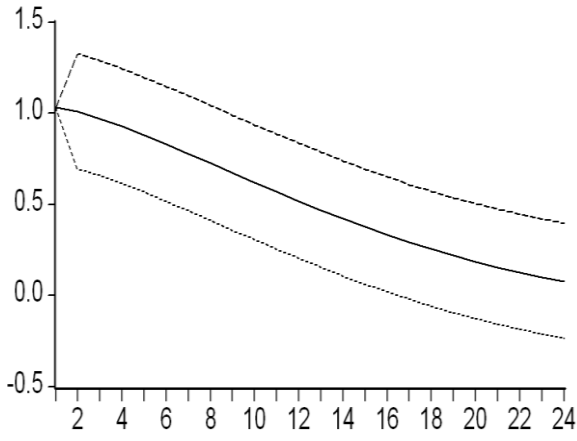
$$\hat{\Sigma}_1 = T_1^{-1} \left(\sum_{t=1}^{T_1} \hat{u}_t^{(1)} \hat{u}_t^{(1)'} \right) \quad (3)$$

$$\hat{\Sigma}_2 = T_2^{-1} \left(\sum_{t=T-T_2+1}^T \hat{u}_t^{(2)} \hat{u}_t^{(2)'} \right) \quad (4)$$

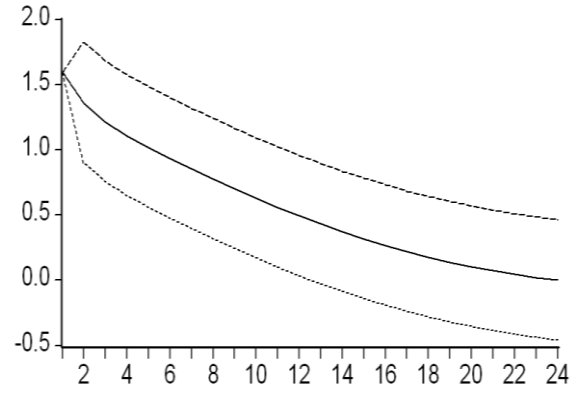
elde edilir. k serbestlik derecesi ise, T₁ ve T₂ gözlemleri üzerinden elde edilen modellerin toplam parametre sayısının, T gözlem üzerinden elde edilen modelin parametre sayısından farkı olarak belirlenir. Spesifik bir noktanın bir kırılma noktası olup olmadığı tek başına test edilebileceği gibi, belirli bir zaman aralığındaki tüm noktaların birer kırılma tarihi olabileceği yaklaşımıyla da test uygulanabilir (Weber, vd. 2011: 133). λ_{ss} test istatistiği, merkezileştirilmiş kalıntılar kullanılarak elde edilmiş özçıkırım kalıntıları temel alınarak oluşturulan kritik değer (λ_{ss}^*) ile karşılaştırılır. Test için p değerleri, orijinal örneklemden elde edilmiş test istatistiğini aşan özçıkırım istatistik değerlerinin sayısının, o nokta için

hesaplanmış tüm özçıkırım istatistik değerlerinin sayısına oranı olarak hesaplanır (Candelon – Lütkepohl, 2001: 157).

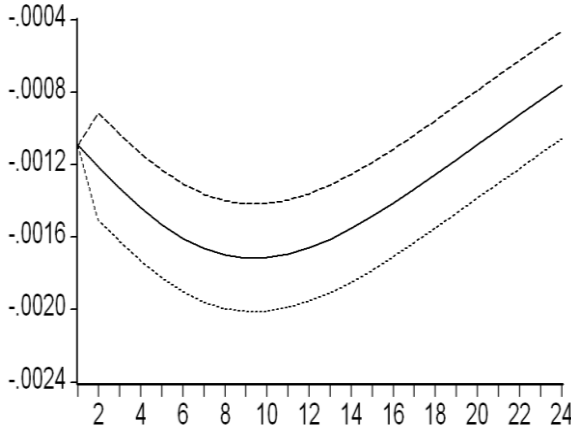
Çalışmada ilk olarak 2001:12 – 2008:05 dönemi için tahmin edilen etki-tepki fonksiyonları aşağıda Şekil 2.2’de verilmiştir.



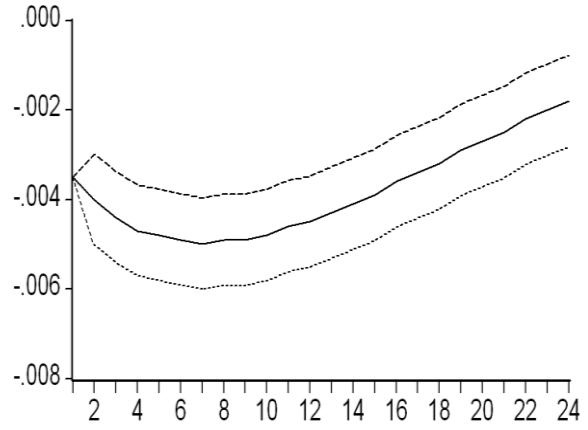
R



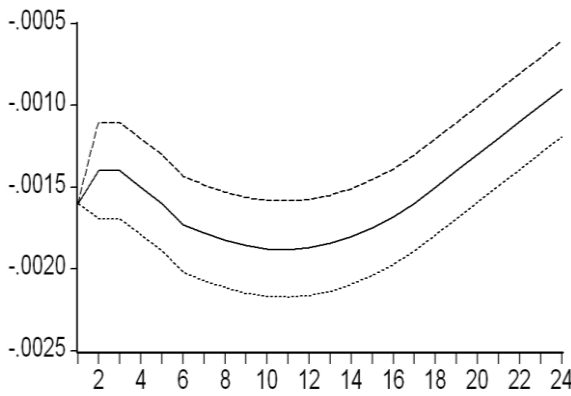
I



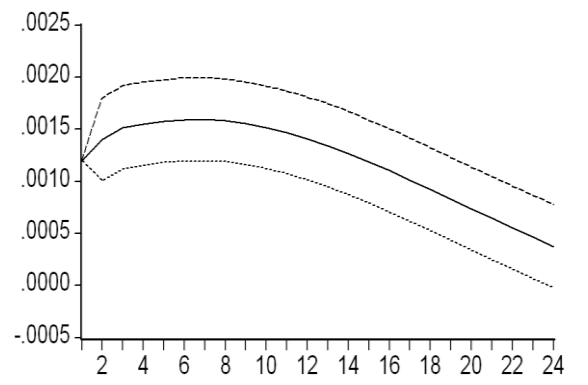
TUK



YAT



GDP



TUFE

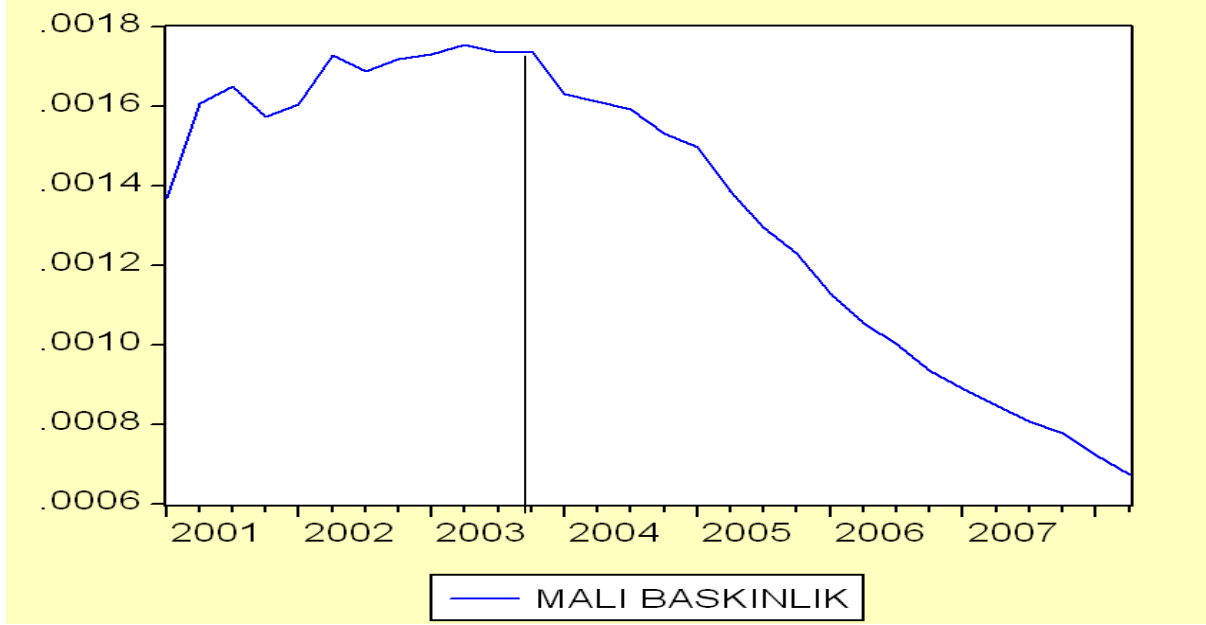
Şekil 2.2: 2001–2008 Dönemi Etki-Tepki Fonksiyonları

Teorik çerçeve kısmında da belirtildiği gibi, faiz oranı kanalı; kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarını etkilemesi ve uzun vadeli faizlere duyarlı olan tüketim ve yatırım harcamalarının da GSYİH ve enflasyon üzerinde etkide bulunması yoluyla çalışır. Şekil 2.2'deki etki-tepki fonksiyonlarına göre, kısa vadeli faiz oranlarına verilen pozitif bir şokun ardından uzun vadeli faiz oranlarını göstermek için kullanılan devlet iç borçlanma senetleri artış göstermiş, ancak bu etki kısa süreli olmuştur. Para politikası şokuna tüketimin azalarak tepki verdiği ve dokuzuncu dönemde maksimuma ulaştığı ardından etkisinin azaldığı görülmektedir. Yatırımların politika şokuna azalarak tepki verdiği, söz konusu azalışın yedinci dönemde maksimuma ulaştığı sonrasında bu etkinin hızlı bir şekilde azaldığı gözlenmektedir. GSYİH'nın da daraltıcı para politikası şokuna azalış ile cevap verdiği, bu tepkinin onuncu dönemde maksimuma ulaştığı ve ardından zayıflayarak ortadan kalktığı görülmektedir. TÜFE ise daraltıcı para politikası şokuna tüketim, yatırım ve GSYİH değişkenlerinden farklı olarak artışla cevap vermiştir. TÜFE'deki bu artışı fiyat paradoksu¹¹ ile açıklamak mümkündür. Aktaş, vd. (2005: 2) tarafından da belirtildiği üzere fiyat paradoksu gelişmiş ülkeler için VAR modellerinin eksik tanımlanmasından kaynaklanır, ancak mali baskınlığın yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerin yapısal bir özelliğidir.

Etki-tepki fonksiyonlarıyla elde edilen bulgulara dayanarak, 2001:12 – 2008:05 döneminde faiz oranı kanalının tam olarak çalışmadığı ve fiyat paradoksu nedeniyle TÜFE'nin beklenenin aksine artış gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda, özellikle Türkiye'de yaşanan krizlerden sonra ekonomik yapının tamamen bozulmuş olması ve bununla bağlantılı olarak mali baskınlığın çok yüksek seviyelere çıkmış olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Ancak incelenen dönem içinde fiyat paradoksunun varlığı şüphelidir. Zira örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde uygulanan koordineli para ve maliye politikaları ile birlikte ekonominin yapısı yavaş yavaş düzelmeye başlamıştır.¹² Aşağıda Şekil 2.3 mali baskınlık göstergesi olarak Net Kamu Borcunun GSYİH'ya oranını göstermektedir.

¹¹ Para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artışın, enflasyonu düşürmesi beklenirken arttırması fiyat paradoksu olarak ifade edilir (Sims, 1992 ; Eichenbaum, 1992) .

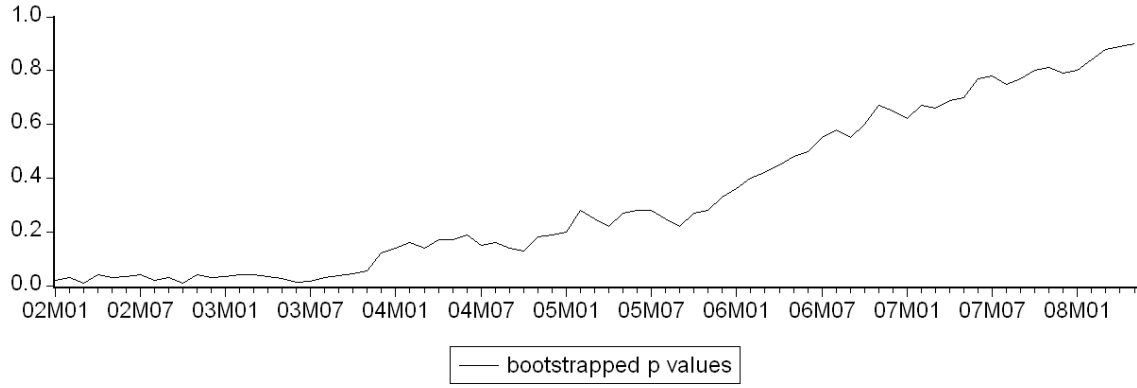
¹² Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ve bu rejimde sağlanan olumlu gelişmeler ilk bölümde ayrıntılı olarak anlatılmaktadır.



Şekil 2.3: Mali Baskınlık (Net Kamu Borcu / GSYİH)

Şekil 2.3’de görüldüğü üzere mali baskınlık problemi Türkiye ekonomisinde 2001 – 2004 dönemi için belirgin bir öneme sahiptir. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi rejiminde mali baskınlığın aktarım mekanizmasının işleyişini özellikle 2004 yılına kadar kısıtladığı, 2004 sonrasında ise bir sorun olmaktan çıktığı görülmektedir. Bu nedenle, ele alınan dönem içerisinde VAR modelinin yapısal bir istikrara sahip olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla, Ayrık Örneklem Chow testi kullanılmıştır.

Şekil 2.4’den de açıkça görülmektedir ki p değerleri 2003 yılı sonuna kadar %5’in altında seyretmekte, daha sonrasında ise modelin tüm örneklem boyunca istikrarını gölgeleyecek derecede yükselmektedir. Bu durumda, ayırık örneklem Chow testine göre, VAR modelinin parametrelerin ele alınan dönem boyunca istikrarlı olduğu boş hipotezi reddedilmelidir.



Şekil 2.4: Bin(1000) Tekrara Dayalı Ayrık Örneklem Chow Testi p Değerleri

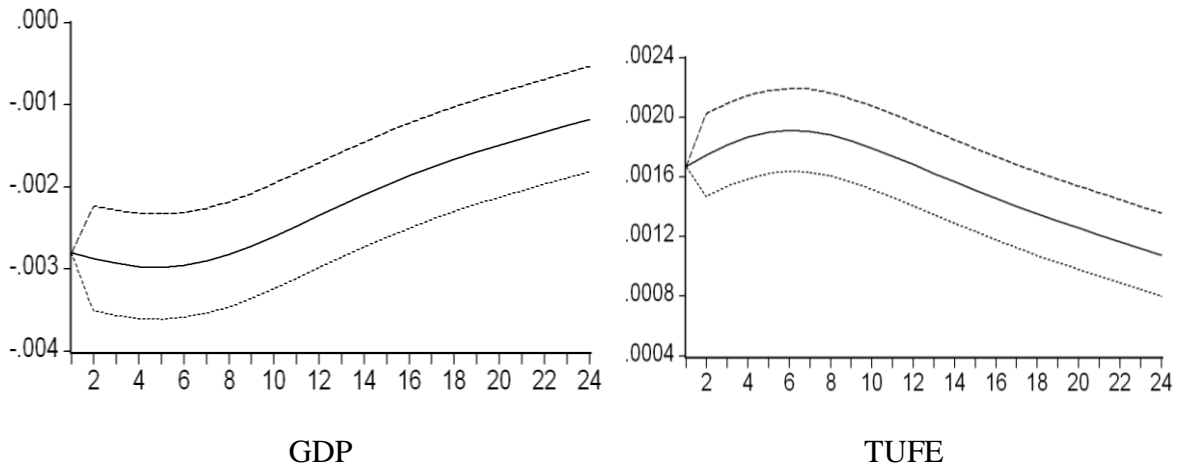
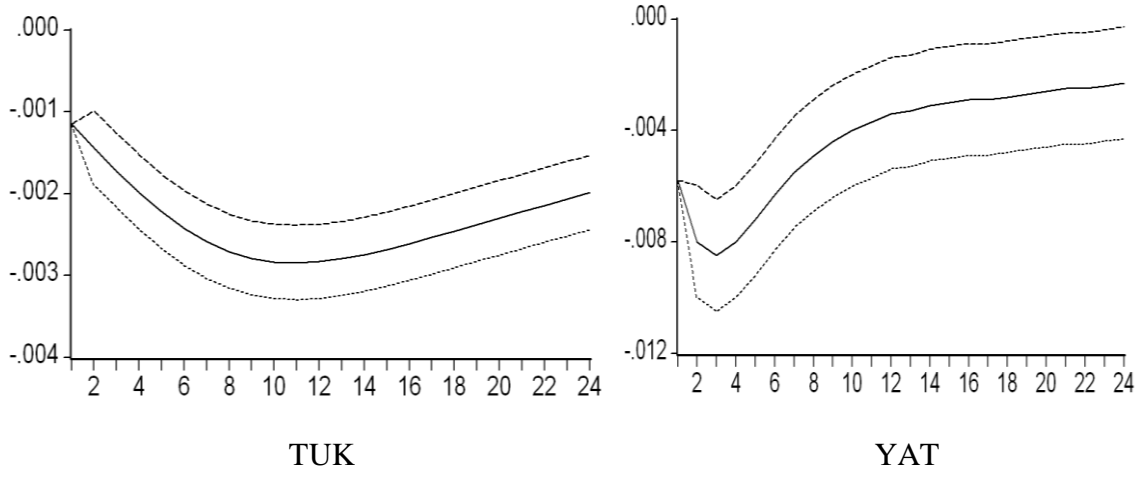
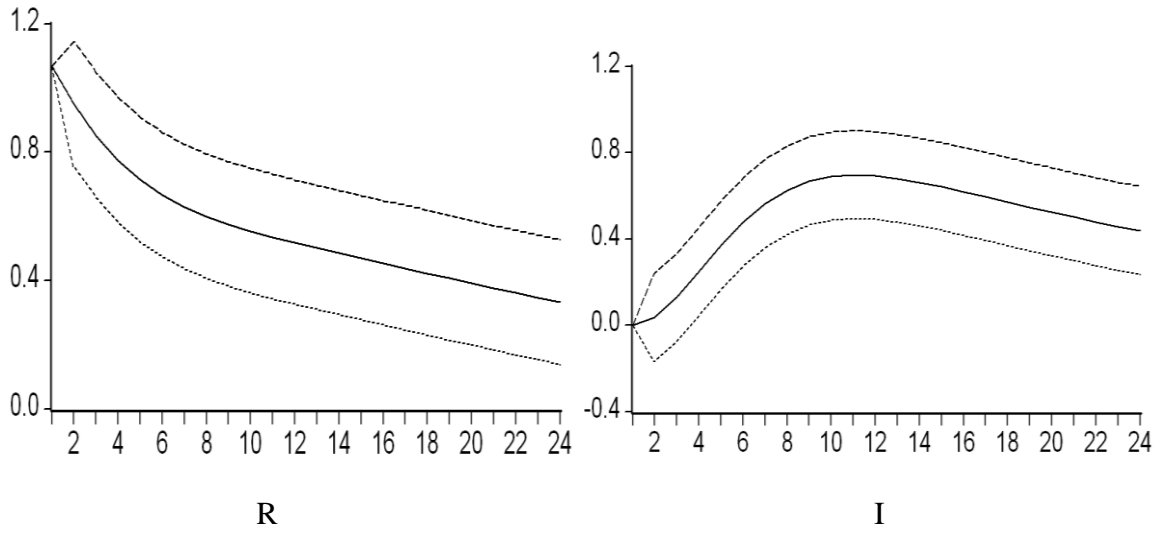
Ayrık Örneklem Chow testi ve net kamu borcunun GSYİH'ya oranı değerlerine göre, 2001 – 2004 ve 2004 – 2008 dönemlerinin ayrı olarak ele alınması gerekir. Bu nedenle, ele alınan dönem yine VAR yöntemiyle, aynı gecikme uzunluğunda fakat iki yeni kukla değişken ile birlikte tekrar tahmin edilmiştir. Bu kukla değişkenler d_1 ve d_2 ,

$$d_1 = \begin{cases} 1 & t < 2004 \\ 0 & t \geq 2004 \end{cases} \quad d_2 = \begin{cases} 1 & t \geq 2004 \\ 0 & t < 2004 \end{cases}$$

şeklinde olup, tahmin edilen VAR modeli,

$$Y_t = \mu + A(L)d_1Y_{t-1} + B(L)d_2Y_{t-1} + e_t \quad (5)$$

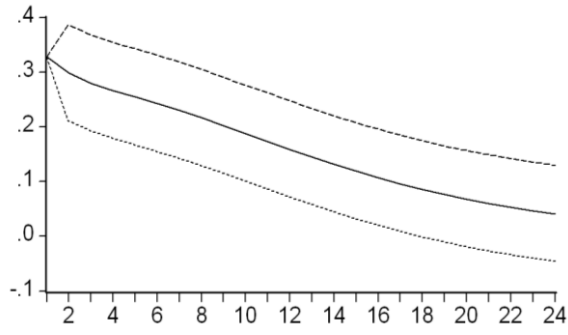
formundadır. Burada, gecikmeli içsel değişkenlerin 2001:12 – 2003:12 dönemi için katsayıları $A(L)$, 2004:01 – 2008:05 dönemi için ise $B(L)$ olarak elde edilir. $A(L)+B(L)$ ise tüm örneklem için gecikmeli içsel değişkenlerin katsayılarını ifade ediyor olup, bir önceki modelde elde edilen sonuçları verir.



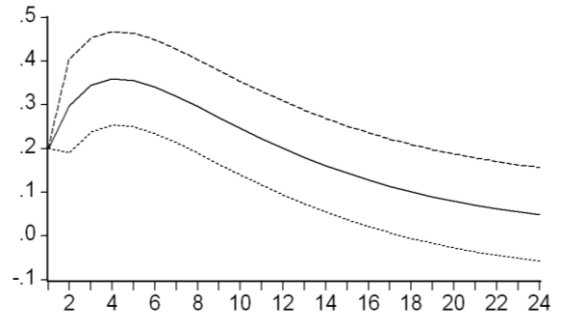
Şekil 2.5: 2001:12 – 2003:12 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları

2001:12 – 2003:12 dönemi için elde edilen etki tepki fonksiyonu grafikleri, şekil 2.5’de gösterilmektedir. Bu alt örneklemede, kısa vadeli faiz oranlarına verilen pozitif bir şokun ardından uzun vadeli faiz oranlarını temsilen kullanılan devlet iç borçlanma senetlerindeki artış tüm örneklemeden farklı olarak daha yavaş ortaya çıkmakta fakat etkisi hızla azalmamaktadır. Politika şokuna karşılık tüketimin azaldığı ve bu azalışın yine dokuzuncu dönemde maksimuma ulaştığı fakat sonrasında ise etkinin tüm örnekleme göre daha yavaş azaldığı görülmektedir. Politika şokuna yatırımlar bu alt örneklemede azalış yönünde çok daha erken tepki vermiş, üçüncü dönemde maksimuma ulaştıktan sonra hızlı bir şekilde etkisini kaybetmiştir. GSYİH’da yine daraltıcı para politikası şokuna azalış ile cevap vermiş, beşinci dönemde maksimuma ulaşmış, daha sonrasında zayıflayarak ortadan kalkmıştır. TÜFE bu alt dönemde de politika şoku sonucu artmıştır. TÜFE’deki bu artışın nedeni fiyat paradoksudur. Ele alınan dönemde mali baskınlığın yüksek olmasının bu duruma yol açtığı düşünülmektedir.

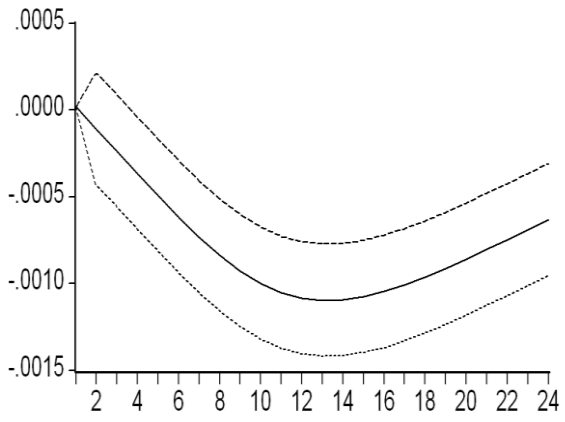
2004:01 – 2008:05 dönemi için elde edilen etki tepki fonksiyonu grafikleri ise, şekil 2.6’da gösterilmiştir.



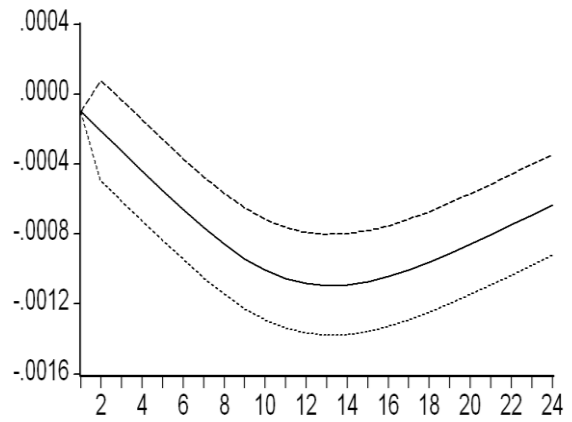
R



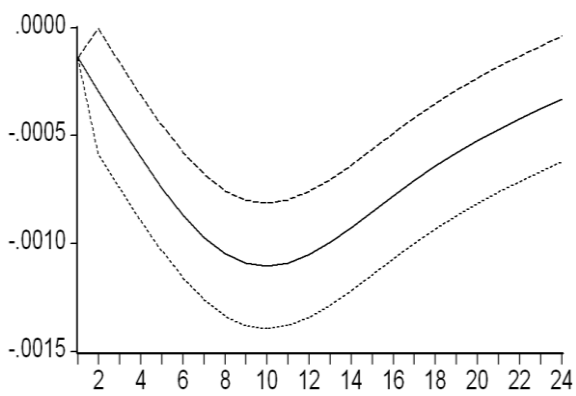
I



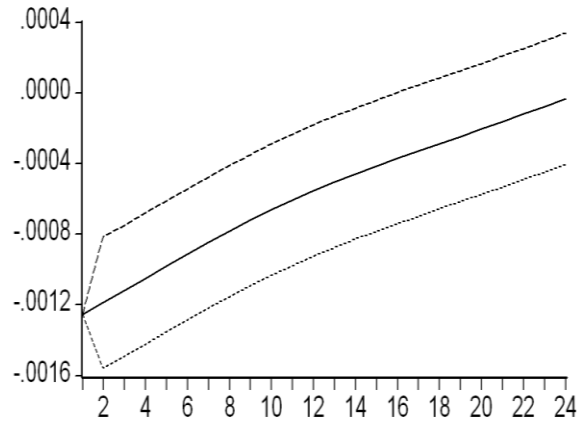
TUK



YAT



GDP



TUFE

Şekil 2.6: 2004:01 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları

Şekil 2.6'da 2004:01 – 2008:05 dönemine ait etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarına verilen pozitif bir şokun ardından uzun vadeli faiz oranlarını temsilen kullanılan devlet iç borçlanma senetlerindeki artış bu alt örnekleme çok daha erken ortaya çıkmaktadır. Politika şoku karşısında tüketimin azaldığı ve bu azalışın on ikinci dönemde maksimuma ulaştığı görülmektedir. Politika şokuna yatırımların da azalarak tepki verdiği gözlenmektedir. Yatırımlardaki azalış 2001:12-2003:12 alt örneklemeden farklı olarak hızlı bir şekilde azalmamakta aksine kalıcı olmaktadır. GSYİH diğer dönemlerdeki gibi para politikası şoku karşısında azalmış ve dokuzuncu dönemde maksimuma ulaşmıştır. İki dönem arasındaki en büyük farklılık ise daraltıcı para politikası şokuna TÜFE'nin 2004 – 2008 alt örnekleminde azalış ile cevap vermesidir. Bu durumda mali baskınlığın azalmasının ve ekonominin normalleşme sürecine girmesinin etkili olduğu düşünülmektedir.

Çalışmada etki-tepki fonksiyonlarının ardından VAR modellerinde sıklıkla kullanılan Varyans Ayrıştırmasına gidilmiştir. 2001:12 – 2003:12 ve 2004:01 – 2008:05 dönemleri için elde edilen Varyans Ayrıştırması tabloları sırasıyla tablo 2.8 ve tablo 2.9'de gösterilmiştir.

Tablo 2.8: 2001:12-2003:12 Dönemi Varyans Ayrıştırması Tablosu

<i>Değişkenler</i>	<i>Dönem</i>	ε_{LTUFE}	ε_{LRGDP}	ε_{LRYAT}	ε_{LRTUK}	ε_I	ε_R
<i>LTUFE</i>	1	0.89	0.10	0.01	0.00	0.00	0.00
	8	0.52	0.18	0.23	0.01	0.05	0.00
	16	0.47	0.14	0.31	0.01	0.06	0.01
	24	0.47	0.12	0.32	0.01	0.06	0.04
<i>LRGDP</i>	1	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	8	0.09	0.84	0.01	0.02	0.06	0.00
	16	0.08	0.73	0.01	0.02	0.15	0.01
	24	0.07	0.73	0.01	0.02	0.12	0.05
<i>LRYAT</i>	1	0.00	0.61	0.35	0.04	0.00	0.00
	8	0.00	0.66	0.24	0.02	0.05	0.02
	16	0.00	0.65	0.19	0.03	0.09	0.03
	24	0.01	0.58	0.18	0.03	0.12	0.07
<i>LRTUK</i>	1	0.00	0.02	0.00	0.98	0.00	0.00
	8	0.01	0.46	0.08	0.38	0.05	0.02
	16	0.01	0.55	0.11	0.20	0.09	0.03
	24	0.01	0.52	0.13	0.14	0.12	0.08
<i>I</i>	1	0.03	0.00	0.03	0.10	0.83	0.00
	8	0.11	0.02	0.04	0.10	0.72	0.02
	16	0.13	0.03	0.06	0.09	0.67	0.02
	24	0.13	0.03	0.07	0.09	0.60	0.07
<i>R</i>	1	0.02	0.03	0.00	0.08	0.25	0.61
	8	0.13	0.07	0.15	0.08	0.27	0.31
	16	0.15	0.11	0.24	0.06	0.20	0.24
	24	0.14	0.17	0.27	0.06	0.16	0.20

Tabo 2.9: 2004:01-2008:05 Dönemi Varyans Ayrıştırması Tablosu

<i>Değişkenler</i>	<i>Dönem</i>	ε_{LTUFE}	ε_{LRGDP}	ε_{LRYAT}	ε_{LRTUK}	ε_I	ε_R
<i>LTUFE</i>	1	0.96	0.02	0	0.02	0	0
	8	0.83	0.03	0.05	0.02	0.02	0.04
	16	0.75	0.02	0.07	0.02	0.02	0.12
	24	0.73	0.02	0.08	0.03	0.01	0.14
<i>LRGDP</i>	1	0	1	0	0	0	0
	8	0.18	0.52	0.10	0.08	0.07	0.05
	16	0.17	0.49	0.11	0.10	0.06	0.07
	24	0.17	0.46	0.07	0.08	0.06	0.16
<i>LRYAT</i>	1	0.00	0.036	0.63	0.01	0.00	0.00
	8	0.02	0.22	0.71	0.02	0.04	0.01
	16	0.03	0.18	0.61	0.02	0.04	0.12
	24	0.08	0.16	0.56	0.02	0.04	0.13
<i>LRTUK</i>	1	0.00	0.29	0.00	0.71	0.00	0.00
	8	0.11	0.26	0.12	0.35	0.04	0.12
	16	0.14	0.22	0.11	0.31	0.04	0.17
	24	0.19	0.20	0.13	0.28	0.04	0.16
<i>I</i>	1	0.11	0.13	0.02	0.10	0.63	0.00
	8	0.19	0.09	0.28	0.02	0.12	0.30
	16	0.23	0.07	0.24	0.03	0.10	0.32
	24	0.24	0.07	0.23	0.03	0.10	0.32
<i>R</i>	1	0.05	0.04	0.07	0.01	0.16	0.67
	8	0.12	0.03	0.17	0.02	0.07	0.59
	16	0.19	0.02	0.22	0.01	0.07	0.49
	24	0.22	0.02	0.21	0.01	0.07	0.46

Buna göre 2001:12 – 2003:12 dönemi için, TÜFE’deki değişimin temel kaynağı kendi şokları (%47) ve yatırım (%32) iken, 2004:01 – 2008:05 döneminde TÜFE’deki değişimin temel kaynağı kendi şokları (%73) ve gecelik faiz şoklarıdır (%14). GSYİH’deki değişimin temel kaynağı 2001:12 – 2003:12 dönemi için, kendi şokları (%73) ve devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı (%12) iken, 2004:01 – 2008:05 döneminde kendi şokları (%46), TÜFE (%17) ve gecelik faiz şoklarıdır (%16). Yatırımlardaki değişimin temel kaynağı 2001:12 – 2003:12 dönemi için GSYİH (%58), kendi şokları (%18) ve devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı (%12) iken, 2004:01 – 2008:05 döneminde kendi şokları (%56), GSYİH (%16) ve gecelik faiz şoklarıdır (%13). 2001:12 – 2003:12 döneminde tüketimdeki değişimin temel kaynağı GSYİH (%52), kendi şokları (%14), yatırım (%13) ve devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı (%12) iken, 2004:01 – 2008:05 döneminde kendi şokları (%28), GSYİH (%20), TÜFE (%19) ve gecelik faiz şoklarıdır (%16). Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranındaki değişimin temel kaynağı 2001:12 – 2003:12 döneminde kendi şokları (%60) ve TÜFE (%13) iken, 2004:01 – 2008:05 döneminde gecelik faizler (%32), TÜFE (%24) ve kendi şoklarıdır (%10). Son olarak gecelik faiz oranlarındaki değişimin temel kaynağı 2001:12 – 2003:12 dönemi için yatırım (%27), kendi şokları (%20), GSYİH (%17), ve devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı (%16), TÜFE (%14) şeklinde iken, 2004:01 – 2008:05 döneminde kendi şokları (%46), TÜFE (%22) ve yatırım (%21) olarak elde edilmiştir. Genel olarak gecelik faiz oranlarının, diğer değişkenlerin değişimindeki öneminin 2001 – 2004 dönemine göre, 2004 – 2008 döneminde ciddi bir artış gösterdiği sonucuna ulaşılabılır.

Faiz oranı kanalının değerlendirildiği bu bölümde 2001 – 2008 dönemine ait etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde fiyat paradoksunun ortaya çıktığı gözlenmektedir. Bu duruma mali baskınlığın yol açtığı düşünülmektedir. Ancak Türkiye özelinde mali baskınlık problemi 2004 yılına kadar önemli rol oynayarak para politikasının etkin bir şekilde çalışmasına engel teşkil etmiştir. Bu doğrultuda ele alınan dönemin yapısal bir istikrara sahip olup olmadığı test edilmiştir. Ayrık Örneklem Chow testine göre 2004 öncesi ve sonrası farklı özellikler göstermektedir. Test sonucuna göre incelenen dönem iki farklı alt döneme (2001:12 – 2003:12, 2004:01 – 2008:05) ayrılarak analiz edildiğinde faiz oranı kanalının 2004 – 2008 alt döneminde etkin bir şekilde çalıştığı ve fiyat paradoksunun oluşmadığı gözlenmiştir. Paradoksun oluşmamasında 2004 – 2008 döneminde mali

baskınlığın düşmüş olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Böylece ele alınan dönemin tek bir örneklem olarak değerlendirilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

3.BÖLÜM: DÖVİZ KURU KANALI

3.1. DÖVİZ KURU KANALININ ÇALIŞMA MEKANİZMASI

Açık bir ekonomide ve enflasyon hedeflemesi rejimi altında, döviz kurunun enflasyon ve toplam talep üzerindeki etkisi farklı sonuçlar ortaya çıkarabilir. Zira burada geleneksel faiz oranı kanalı tek başına açıklayıcı olmaz. Bu yüzden optimal politika oluştururken döviz kurunun oynadığı rolün dikkate alınması gerekir (Smets – Wouters 1999: 489). Bu doğrultuda döviz kurunun aktarım mekanizmasında önemli bir rol üstlendiği söylenebilir. Özellikle ülkeler arasında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte bu kanalın önemi daha da artmıştır. Bu serbestleşme ile birlikte, faiz oranları ve döviz kuru arasındaki ilişki faiz oranı paritesine dayanarak açıklanmaktadır. Faiz oranı paritesine göre iki ülke arasındaki faiz oranı farklılıkları beklenen döviz kuru değişikliklerine eşittir (Taylor, 1995: 15). Bu ilişkiye göre, dışa açık küçük bir ekonomide kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış yerli paranın değerlenmesine yol açar (Sekmen, 2007: 172 ; Aktaş, vd. 2005: 9).

Sermaye hareketleri serbestisi altında açık bir ekonomi için makro ekonomik politikaları inceleyen temel çalışmalar Mundell (1963) ve Fleming'e (1962) aittir. Mundell (1963) ve Fleming (1962) tarafından ayrı olarak geliştirilen ve ilk olarak Dornbusch tarafından Mundell-Fleming modeli olarak adlandırılan bu çalışmalar, IS-LM modelinin genişletilmiş halini ifade eder (Boughton, 2003: 1-2). Mundell-Fleming modeline göre, kısa dönemde esnek döviz kuru rejiminde para politikası etkin bir şekilde çalışmaktadır (Ertürk, 2001: 354). Bu modelde açık bir ekonomide; sabit döviz kuru, sermaye hareketlerinin serbest olması ve bağımsız bir para politikası aynı anda uygulanamaz. Bu iktisadi literatürde İmkansız Üçleme olarak adlandırılır (Mankiw, 2010: 403). Dornbusch (1976) Mundell-Fleming modelini temel alarak overshooting modelini geliştirmiştir. Bu modelde sermaye hareketliğinin tam, fiyatların yapışkan olduğu, mal piyasasının varlık piyasasına göre daha yavaş uyarlandığı, bekleyişlerin rasyonel olduğu ve açık faiz paritesi koşullarının geçerli olduğu varsayılmıştır (Ertürk, 1994: 124). Kısa dönemde parasal bir genişleme sonucunda döviz kurunun değer kaybettiği, uyarlanma süresince fiyatların arttığı

ve döviz kurunun değer kazanmaya başladığı belirtilmiştir. Ayrıca uyarlanma süresince döviz kurunun enflasyon üzerinde doğrudan etkiye sahip olduğu ve döviz kurunun aktarım mekanizmasında önemli bir rol oynadığı vurgulanmıştır (Dornbusch, 1976: 1162).

Döviz kuru kanalının net ihracat üzerine döviz kuru etkileri ve bilanço üzerine döviz kuru etkileri olmak üzere iki temel aktarım mekanizması vardır (Mishkin, 2001: 7 ; Kamin, vd. 1998: 12). İlk olarak bu kanallardan net ihracat üzerine döviz kuru etkilerinin çalışma mekanizması aşağıdaki gibi gösterebilir.

Kısa Vadeli↑→Ulusal Para↑→ ihracat↓→ithalat↑→ Net İhracat↓→Toplam↓ →Enflasyon↓
Faizler Değer Kazanır Talep

Burada daraltıcı para politikasının etkileri şematik olarak gösterilmiştir. Faiz oranı etkisini de içeren bu mekanizmaya göre kısa vadeli faiz oranları arttığında yerli aktifler yabancı aktiflere göre yatırımcılar için daha cazip hale gelir. Yerli aktiflerin daha çok talep edilmesiyle birlikte o ülke parası değer kazanır. Ülke parasının değer kazanması görece fiyat etkisi yoluyla yurtiçinde üretilen malların yabancı mallara göre pahalı olmasını sağlar. Bu durumda ihracat düşer, ithalat artar ve ikisinin farkından oluşan net ihracat da düşer. Bu da sonuçta, yerli mallara olan talep azalır, ithal mallara olan talep arttığı için, toplam hasılayı ve fiyatlar genel düzeyini düşürür (Mishkin, 1995: 5). Bu mekanizma döviz kurunun toplam talebi etkileme sürecini izah eder. Arz tarafında ise, daraltıcı para politikasının yol açtığı değerlenme ithal tüketim mallarının fiyatını düşürerek doğrudan, ithal girdi maliyetlerini azaltarak dolaylı yoldan enflasyonu düşürür (Loayza – Hebbel, 2002: 5). Ayrıca ithal girdi maliyetlerindeki azalma ekonomiye arz edilen mal miktarının artmasına yol açar. Bu durumda hem arz hem talep üzerinden etkili olan döviz kuru kanalında, hangi etkinin daha belirgin olduğu ülkenin karakteristik özellikleri tarafından belirlenir. Burada net ihracatın döviz kuru elastikiyeti, döviz kuru geçiş etkisinin büyüklüğü, ithal edilen sermaye mallarının etkisi dikkate alınarak bir sonuca ulaşmaya çalışılabilir (Sarıkaya, vd. 2005: 8).

Döviz kuru kanalının bir diğer aktarım mekanizmasını oluşturan bilanço üzerine döviz kuru etkileri özellikle gelişmekte olan ülkelerde belirgin bir şekilde gözlenir. Bu ülkelerde, para politikası sonucu döviz kurlarındaki değişiklikler firmaların bilançolarını etkileyerek toplam hasıla üzerinde tesirlerde bulunur. Gelişmekte olan ülkelerde firmaların borçlarının önemli bir kısmı yabancı para cinsinden olduğu için, genişletici para politikası sonucu değer kaybeden yerli para, firmaların borç yükünü arttırır. Ancak firmanın varlıkları ulusal para ile tutulduğundan, varlıklarının değerinde bir artış olmaz ve firmanın net değeri düşer. Bu değer kaybı ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini arttırır. Kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon sonucu taraflar arasında sözleşme öncesi söz konusu olan ters seçim finansal yatırım harcamalarını azaltır. Ayrıca düşük net değer firmaların daha riskli projelere yatırım yapma ihtimallerini de arttırarak ahlaki tehlike problemini de arttırır. Ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerindeki artış, bu firmalara borç verilmesini azaltır. Böylece yatırım ve toplam hasılda düşme meydana gelir. Bu durumda genişletici para politikası beklenenin tam tersi bir sonuç ortaya çıkarır. Söz konusu yapı gelişmekte olan ülkelerde mevcut olduğu için gelişmiş ülkelerde pek bir anlam ifade etmez. Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerde yerli paranın değer kaybı banka bilançolarının bozulması yoluyla da toplam talebi olumsuz etkiler. (Mishkin, 2001: 2- 9 ; Kamin, vd. 1998: 12 ; Boughara, 2009: 5).

Bu kanalın özellikle esnek döviz kuru rejimi altında ve küçük açık ekonomilerde etkisini daha belirgin bir şekilde göstermesinin belirli sebepleri vardır. İlk olarak küçük açık ekonomilerde döviz kurunun talep üzerindeki belirleyici etkisi fazladır. İkinci olarak döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi yüksek olduğu için, döviz kuru bu ülkelerde firma ve hane halkının enflasyon beklentilerini oluştururken dikkate aldığı temel değişkenlerden birini oluşturur. Çünkü bu ülkelerin yaşadıkları krizler firmaların döviz kuru değişikliklerine odaklanmalarına yol açmıştır. Zira enflasyon tahminlerini kendi ülke paralarına göre yaptıklarında bundan büyük ölçüde zarar görme ihtimalleri yüksektir. Ayrıca döviz kuru değişiklikleri firma ve hane halkının bilançoları üzerinde büyük etkiye sahiptir. Yaşanan krizlerle bağlantılı olarak insanlar kendi paralarına güven duymadıkları için, değer saklama ve yatırım aracı olarak yabancı paraları tercih ederler (Mohanty – Turner, 2008: 15 ; Ostry, vd. 2012: 7).

Döviz kurunun küçük açık bir ekonomideki önemini belirttiğimiz giriş bölümünün ardından aşağıdaki bölümde Türkiye’de döviz kuru kanalının işleyişi 2001:12 – 2008:05 dönemi için incelenecektir. Özellikle neden bu dönem zarfının seçildiği tezin ilk bölümde belirtilmiştir. Ancak Türkiye ile ilgili incelemeye geçmeden önce literatürde döviz kuru kanalı ile ilgili yapılan çalışmalara değinmek faydalı olacaktır. Ardından ele aldığımız dönemde döviz kurunun para politikası açısından ne anlam ifade ettiği belirtilecek, daha sonra döviz kuru kanalı ekonometrik olarak analiz edilecek ve elde edilen sonuçlar yorumlanacaktır.

3.2. DÖVİZ KURU KANALINI AMPİRİK OLARAK İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Literatürde döviz kuru kanalını inceleyen ampirik çalışmaların sayısı banka kredi kanalını inceleyen çalışmalara nazaran daha sınırlıdır. Bu kanalın, gelişmiş ülkelerdeki etkisinin az olması bunun bir nedeni olabilir. Smets ve Wouters (1999) Almanya’da döviz kuru kanalının işleyip/işlemediğini inceledikleri çalışmalarında 1975-1997 dönemini ele almışlardır. Çalışmalarında para politikası şokunu tanımlamada döviz kurunun rolünü dikkate almışlar ve döviz kuru aktarım mekanizmasının çıktısı ve fiyatlar üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Sıkı para politikası sonucu yerli paranın değerlendirildiğini, bunun da ithal edilebilir malların fiyatları üzerinden doğrudan etkiye sahip olduğunu, ayrıca görece fiyat etkisi yoluyla net ihracat üzerinde güçlü etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre ilk olarak, faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalı GDP’nin bileşenleri üzerinde farklı etkiler ortaya çıkarmaktadır. Faiz oranı kanalı ticaret dengesini iyileştirirken, döviz kuru kanalı ticaret dengesini bozmaktadır. İkinci olarak döviz kuru, özellikle ithal mallarının fiyatı üzerinden doğrudan etkiye sahiptir. Böylece politika şokunun fiyatlar üzerindeki etkisi kapalı bir ekonomiye göre doğrudan olmaktadır.

Cushman ve Zha (1997) 1974-1993 dönemi için aylık veriler ile Kanada’da yapısal VAR yaklaşımını kullanarak yaptıkları çalışmalarında, sıkı para politikası sonucu, para arzının düştüğünü, nominal ve reel faiz oranlarının yükseldiğini ve yerli paranın değerlendirildiğini belirtmişlerdir. Bu doğrultuda döviz kuru ve faiz oranı (likidite) paradoksunun olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Döviz kuru ve faiz oranı paradokslarının oluşmamasını küçük ve açık bir ekonomi özelliği gösteren Kanada için para politikasının

doğru şekilde tanımlanmasına bağlamışlardır. Ayrıca faiz oranı tepkisinin düşük, buna karşın döviz kuru etkisinin güçlü olduğunu vurgulamışlardır. Bunun yanında sıkı para politikasının ticaret dengesi üzerinde kısa dönemli J eğrisi etkisi yarattığını ifade etmişlerdir.

Smets (1997) Almanya, Fransa ve İtalya için yaptığı çalışmada, ilk olarak döviz kuru ağırlıklarını hesaplamıştır. Bu doğrultuda, 1979-96 dönemi için Fransa ve İtalya’da döviz kuru ağırlığının önemli olduğunu belirtmiş ve para politikası şokunu faiz oranı ve döviz kurunun belirli bir oranını alarak oluşturmuştur. Bu şekilde üç ülkede de sıkı bir para politikası sonucu faiz oranı paritesine uygun sonuçlar elde edildiğini ifade etmiştir. Uygulanan politika sonucu değerlendirilen yerli para sanayi üretimini ve fiyatları düşürmüştür. Söz konusu çalışmada döviz kuru paradoksunun oluşmamasının sebebini, politika şokuna döviz kurunun ilave edilmesine bağlayarak açıklamıştır.

Zams ve Cooray (2007) Endonezya’yı inceledikleri çalışmalarında, enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra döviz kuru oynaklığının azaldığını belirtmişlerdir. Sıkı para politikası sonucu yerli paranın değerlendirildiğini bunun da doğrudan ithalat fiyatlarını ve tüketici fiyatlarını düşürdüğünü, dolaylı olarak da ihracatı azalttığını vurgulamışlardır. Bunların neticesinde de GDP ve enflasyonun düştüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Kim (2001) çalışmasında, Amerika’da dalgalı döviz kuru rejiminde uygulanan genişletici para politikasının diğer ülkelerde yol açtığı etkileri ve söz konusu politikanın ticaret dengesini ne yönde değiştirdiğini araştırmaktadır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlara göre Amerika’da uygulanan genişletici para politikası diğer ülkelerin çıktısını arttırıcı yönde etkilemektedir. Ayrıca bu politika Amerika’nın ticaret dengesini kısa dönemde kötüleştirse bile, orta ve uzun dönemde iyileştirmektedir.

Boughrara (2009), çalışmasında Fas ve Tunus’ta döviz kuru, varlık fiyatları, faiz oranı ve kredi kanallarını incelemiştir. Fas için çeyrek yıllık verilerle Ocak 1990 - Nisan 2005 dönemini, Tunus için Ocak 1989 – Nisan 2005 dönemini ele almıştır. Ulaştığı sonuçlara göre her iki ülkede de döviz kuru ve varlık fiyatları kanalı etkin bir şekilde işlememektedir. Döviz kuru kanalının işlememesini, Tunus’ta sürünen parite rejiminin takip edilmesine, Fas’ta ise döviz kurunun çok dar bir bant etrafında dalgalanmaya bırakılmasına dayandırmıştır. Döviz kuru kanalının çalışmasında uygulanan döviz kuru sisteminin önemi büyüktür. Nitekim sabit döviz kuru rejiminde bu kanalın çalışmadığı,

esnek döviz kuru rejimi altında ve küçük açık ekonomilerde ise bu kanalın etkinliğinin arttığı bilinmektedir. Çalışmada elde edilen bir diğer sonuca göre, banka kredi kanalı her iki ülkede de çalışmaktadır, ancak Tunus'ta temel aktarım kanalını oluşturmaktadır.

Barran, vd.(1996) dokuz Avrupa Birliği üyesi ülkede (Avusturya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, İngiltere) para politikasının etkilerini incelemişlerdir. Döviz kuru kanalının çalışmasını iki koşulun varlığına bağlayarak açıklamışlardır. İlk olarak kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artışın yerli paranın değerlendirilmesine yol açması gerekir. İkinci olarak, bu değerlendirilmenin çıktısı ve fiyatları düşürmesi gerekir. Bu doğrultuda döviz kuru kanalının sadece İspanya'da işlediğini, diğer ülkelerde çalışmadığını belirtmişlerdir.

Nagayasu (2007) çalışmasında, Japonya için döviz kuru kanalını 1970-2003 dönemini çeyrek yıllık verilerle ele alarak incelemiştir. Genişletici para politikası sonucu yen'in değer kaybettiğini, ancak bunun ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etki oluşturmadığını belirtmiştir. Yani yen'in değer kaybetmesi toplam talebi arttırıcı herhangi bir etkide bulunmamıştır. Bu çalışmada Japonya'nın resesyondan çıkması için döviz kuru kanalının etkin bir kanal olmadığını ifade etmiştir.

Bjørnland (2008) çalışmasında yapısal VAR yöntemini kullanarak Norveç'te döviz kuru kanalını incelemiştir. Çalışmada 1993-2004 dönemi çeyrek yıllık verilerle, ayrıca enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 1999-2004 dönemini, dönem aralığı kısa olduğu için aylık verilerle ele almıştır. Her iki dönemin analiz edilmesinin sebebi, enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte aktarım mekanizmasında herhangi bir değişikliğin olup olmadığını tespit etmektir. 1993-2004 dönemi için sıkı para politikası sonucu döviz kurunun değerlendirildiğini ve daha sonra temel değerine doğru düştüğünü gözlemiş ve herhangi bir döviz kuru paradoksuna rastlamamıştır. 1994-2004 döneminde GSYİH aylık verilerle olmadığı için işsizlik oranını kullanmıştır. Bu dönemde sıkı para politikası sonucu işsizlik oranının yükseldiğini; enflasyonun çok az tepki verdiğini; reel döviz kurunun ise 1994-2002 döneminde olduğu gibi, hemen değerlendirilerek tepki gösterdiğini; ancak ilk dönemden farklı olarak başlangıçtaki etkinin daha yüksek olduğunu; bir iki ay sonrada önceki modelde olduğu gibi döviz kurunun değer kaybederek denge değerine döndüğünü ifade etmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi döneminde döviz kuru oynaklığının önceki döneme göre arttığını belirtmiştir.

Kim ve Roubini (2000) ABD dışındaki G-7 ülkelerinde uygulanan para politikası şoklarının döviz kuru ve diğer makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin teoriyle uyumlu sonuçlar verdiğini belirtmişlerdir. Sıkı para politikasına döviz kurunun değerlendirilerek tepki verdiği ve ardından birkaç ay içerisinde karşılanmamış faiz oranı paritesi gereğince değer kaybettiğini ifade etmişlerdir.

Türkiye özelinde yalnızca döviz kuru kanalını inceleyen çalışmaların sayısı çok fazla değildir. Bu kanalı inceleyen çalışmalara örnek olarak Büyükakın, vd.(2009) ve Erdoğan ve Yıldırım (2008) verilebilir. Büyükakın, vd. (2009) tarafından yapılan çalışmada 1990:1-2007:9 dönemi için VAR analizi ile döviz kuru kanalı incelenmiştir. Söz konusu çalışmada gecelik faiz oranı, reel efektif döviz kuru, net ihracat, gayrisafi yurtiçi hasıla endeksi ve TEFE değişkenleri kullanılmıştır. Politika değişkeni olarak kabul edilen kısa vadeli faiz oranlarındaki bir standart sapmalı şoka diğer değişkenlerin verdiği tepkiler analiz edilmiştir. Daraltıcı para politikası şokuna döviz kurunun düşerek tepki verdiği, döviz kurundaki düşüşün ihracatı azaltıp ithalatı arttırarak net ihracatı azalttığı ve sonuçta gayri safi yurtiçi hasılanın düştüğü belirtilmiştir. Enflasyonda başlangıçta görülen artış para politikasının arz yönlü etkisine dayandırılarak açıklanmıştır. Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre de döviz kurunun enflasyon üzerinde önemli etkisi olduğu vurgulanmıştır. Yapılan analizler doğrultusunda Türkiye’de döviz kuru kanalının çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır. Erdoğan ve Yıldırım (2008) tarafından yapılan çalışmada da 1995:1- 2006:12 dönemi ele alınmış ve VAR analizi kullanılmıştır. Bu çalışmada Büyükakın, vd. (2009) tarafından yapılan çalışmadan farklı olarak net ihracat değişkeni yerine dış ticaret dengesi değişkeni yer almıştır. Ayrıca ele alınan dönemde yapısal kırılmanın olup olmadığı Chow testi kullanılarak incelenmiştir. Chow testi sonucunda 1995.01-2000.10 ile 2001.03-2006.12 dönemleri arasında farklılık olduğu sonucuna ulaşılmış ve bu doğrultuda krizi ve politika değişimini göstermek üzere iki yapay değişken modele eklenmiştir. Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarına göre Türkiye’de döviz kuru kanalının çalıştığı belirtilmiştir.

3.3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURUNUN OYNADIĞI ROL

Türkiye’de 1989-2000 döneminde kontrollü döviz kuru rejimi uygulanmıştır (TCMB, 2002: 8). Bu dönemde enflasyon devamlı yüksek seyretmiş, yerli paraya güven azalmış ve tasarrufların büyük bir kısmı yabancı para cinsinden tutulmuştur. Bu durum, Türkiye’de döviz kurlarının ekonomide oynadığı önemi arttırmıştır (Şahin, 2009: 429). Özellikle 2001’den önce döviz kurunun bu kadar belirleyici olmasının belirli sebeplere dayandığı düşünülmektedir. İlk olarak 2001 Şubat krizinin ardından Türkiye’de dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir. Daha önceki dönemlerde (sürünen parite ve yönetilen kur rejimi) döviz kurundaki hareketler enflasyonu belirleyen temel değişkenler olmuştur. İkinci olarak, faiz oranları para politikası aracı olarak Türkiye’de enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlandığı zaman kullanılmıştır. Üçüncü olarak, Türkiye’de 2001 yılına kadar genellikle yüksek seyreden enflasyon ve ekonomide oluşan belirsizlikler reel faiz oranlarını yüksek düzeyde tutmuştur. Bu durum faiz oranları ile ekonomik birimlerin harcama davranışı arasındaki ilişkiyi zayıflatmıştır. Bu gelişmeler ekonomik birimlerin kararlarında döviz kuru değişikliklerine odaklanmalarına neden olmuştur (Sarıkaya, vd. 2005: 15).

1999 yılında enflasyonu düşürmek için IMF ile 2000-2002 dönemimi kapsayan bir stand-by anlaşması yapılmıştır. Bu anlaşma gereği Türkiye, sabit döviz kuru rejimi uygulamayı taahhüt etmiştir. Burada döviz kuru nominal çapa olarak kullanılmaktadır ve Türk lirasının 1 ABD doları ile 0.77 Euro’dan oluşan sepete göre alacağı değerler önceden açıklanmaktadır. Ayrıca programa göre likidite Net İç Varlıklar (NİV) sınırı içerisinde belirlenmektedir. Bu uygulamaya göre sermaye girişleri para arzını belirler, faiz oranları piyasa koşulları tarafından şekillenir. Buradaki amaç otomatik bir mekanizma oluşturarak sermaye girişi yüksek olduğu zaman faiz oranını arttırarak bunu önlemek, sermaye girişi azaldığında ise tersi bir uygulamaya gitmektir (Çelik, vd. 2006: 19-20).

Döviz kurunun enflasyonu kontrol etmek için kullanıldığı ve iktisadi birimlerin bekleyişlerini döviz kurundaki değişikliklere göre şekillendirdiği bu rejim Şubat 2001’de yaşanan kriz ile birlikte son bulmuştur. Ardından rejim değişikliğine gidilmiş ve 2002 başında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Dalgalı döviz kuru rejimde döviz kurları politika aracı olmaktan çıkıp dalgalanmaya bırakılır ve fiyatı

piyasadaki arz ve talebe göre belirlenir. Bu durumda döviz kurları daha oynak hale gelir ve iktisadi birimlerin davranışlarını yönlendirerek enflasyonu belirleme gücü azalır (Başcı, vd. 2007: 2). Bir anlamda Türkiye ekonomisi Şubat 2001 krizinden sonra bir dönüşüm süreci yaşamıştır. Krizden sonra döviz kurları dalgalanmaya bırakılmış, yeni Merkez Bankası kanunu ile birlikte fiyat istikrarı temel amaç haline gelmiş ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na araç bağımsızlığı sağlanmıştır. Mayıs ayında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur. Bütün bu gelişmeler de iktisadi birimlerin fiyatlama davranışında değişikliğe yol açarak zamanla geçmiş enflasyon yerine bugünkü enflasyona göre davranışlarını oluşturmalarına yol açmıştır. Bu politika değişikliği döviz kurlarının enflasyon üzerindeki belirleyiciliğini de önemli ölçüde etkilemiş ve değiştirmiştir (Kara – Ögünç, 2005: 1).

“Döviz kurlarındaki artışın yurtiçi enflasyonu etkilemesi” olarak ifade edilen döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin de bu gelişmeler doğrultusunda azalması beklenmektedir (TCMB, 2003b: 14). Mihaljek ve Klau (2008)'un geliştirmekte olan ülkelerde geçiş etkisini inceledikleri çalışmalarında, 2001 yılından bu yana birçok ülke ekonomisinin makro ekonomik performansının 1990'lı yıllara göre daha başarılı olduğunu belirtmişlerdir. Yazarlar bunu merkez bankalarının para politikalarını değiştirerek enflasyon oranlarını düşürmelerine bağlamışlardır. Bu politika değişikliklerinin enflasyonu düşürmesi yanında, 1990'lı yılların sonunda ulusal ve uluslar arası alanda artan rekabetin de enflasyonu azaltıcı etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Yazarlara göre enflasyon oranındaki düşme de geçiş etkisini azaltan en temel faktörlerden biridir. 1994-2006 dönemini ele aldıkları bu çalışmada 14 ülkeyi analiz etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçları daha önce aynı metodolojiyi kullanarak yaptıkları Mihaljek ve Klau (2001) ve 1980-2000 dönemini kapsayan çalışma ile mukayese etmişler ve geçiş etkisinin inceledikleri ülkeler için (Brezilya, Meksika, Macaristan, Filipinler, Polonya, Tayland, Türkiye, Şili, Kore, Malezya, Peru, Güney Afrika, Hindistan) Çek Cumhuriyeti hariç 2001'den sonra azaldığı sonucuna ulaşmışlardır.

Morande ve Tapia (2002), çalışmalarında Şili'de 1990-2001 dönemi için geçiş etkisini ele almışlardır. Söz konusu dönemi dört kısma ayırarak 1990-1995, 1992-1997, 1994-1999, 1996-2001 incelemişlerdir. Ulaştıkları sonuca göre döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin zamanla azaldığını belirtmişler ve bunu belirli hipotezlere dayandırarak açıklamaya çalışmışlardır (TCMB, 2002: 9). İlk olarak, insanların nominal döviz kuru değişikliklerine tepkilerinin değiştiğini belirtmişlerdir. Döviz kurları sabitken nominal

döviz kurundaki değer kaybını kişilerin kalıcı olarak algıladıklarını ve geriye dönük fiyatlandırma mekanizmasına dayanarak kararlarını oluşturduklarını ve bu durumun 1997 yılına kadar devam ettiğini, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçildikten sonra ise bu durumun değiştiğini vurgulamışlardır. Artık kişilerin döviz kuru değer kayıplarına hemen tepki vermediğini, çünkü rejimin gereği olarak döviz kuru dalgalanmalarının normal karşılandığını ve böyle bir durumda değer kaybının geçici olabileceğini göz önünde bulundurarak kararlarını oluşturduklarını belirtmişlerdir. İkinci olarak finansal araçların gelişmesine dayandırarak açıklamaya çalışmışlar ve bu araçların gelişiminin döviz kuru riskini engellediğini vurgulamışlardır. Üçüncü olarak, perakende faaliyetlerinde kâr marjının düştüğünü ve geçiş etkisindeki azalmayla rekabetin arttığını, ancak karlardaki azalmanın geçici olduğunu, bunu perakendecilerin ekonominin yavaşlama döneminde müşterilerinin kaybetmemek için geliştirdikleri bir politika olduğunu öne sürmüşlerdir.

Türkiye gibi sermayenin hareketli olduğu küçük bir ülke için, geçiş etkisinin anlaşılması uygulanan para politikası açısından önemlidir. Zira enflasyon hedeflemesi altında fiyat istikrarı hedefine ulaşılması bir ölçüde buna bağlıdır (TCMB, 2006: 18 ; Kara – Ögünç, 2012: 10). Gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan çalışmalara paralel olarak, Türkiye özelinde yapılan çalışmalar da 2001'den sonra döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin azaldığını göstermişlerdir. Kara ve Ögünç (2005) çalışmalarında 2001 öncesi ve sonrasını, 1995-2001, 2001-2004 dönemlerine ayırarak incelemişlerdir. Bu dönemleri birbirinden ayıran temel fark 2001'den sonra dalgalı döviz kuruna geçilmesidir. Elde ettikleri sonuçlara göre dalgalı döviz kur rejimine geçildikten sonra döviz kurunun geçiş etkisi azalmış ve zayıflamıştır. Enflasyon ve döviz kuru arasındaki ilişkinin değişmesini, 2001 Mayıs ayında uygulaya konan dezenflasyon programına ve dalgalı kur rejiminde arz ve talebe göre şekillenen döviz kuru politikasına bağlamışlardır. Kara ve Ögünç (2008), başka bir çalışmada yine aynı dönemi ele almışlardır. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesinin geçiş etkisi üzerindeki etkilerine değinmişlerdir. Bu rejim altında geçiş etkisinin azalmasını da, bir önceki çalışmada yer alan faktörlere ek olarak merkez bankasının uyguladığı politikanın kredibilitésinin artması, bireylerin endeksleme davranışlarının değişmesi ve döviz kurunun tahmin edilmesinin zorlaşması gibi çeşitli faktörlere bağlayarak açıklamışlardır. Kara ve Ögünç (2012), 2002-2011 dönemi için geçiş etkisini inceledikleri farklı bir çalışmada da geçiş etkisinin azaldığını belirtmişlerdir. Bu çalışmanın Kara ve Ögünç (2005, 2008) tarafından yapılan diğer çalışmalardan farkı

incelenen dönem zarfının dalgalı döviz kuruna geçiş sonrasını kapsamaktadır. Bir başka çalışmada, Kara, vd. (2005), 1995.04-2004.06 dönemi için Türkiye’de döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinde bir değişiklik olup olmadığını incelemişlerdir. Dalgalı döviz kuruna geçildikten sonra, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin azaldığını belirtmişlerdir. Ayrıca geçmişe dönük fiyatlama davranışının Mayıs 2001’den sonra değiştiğini ve azaldığını vurgulamışlardır. Volkan, vd. (2007) çalışmalarında iki farklı dönem ele almışlardır. İlk dönem 1994.04-2002.12 aralığını, ikinci dönem 2003.01-2006.12 aralığını kapsamaktadır. İkinci dönemde geçiş etkisinin ilk döneme göre azaldığını ifade etmişlerdir. Ancak tüm bu çalışmalar geçiş etkisinin dalgalı döviz kuru rejimine geçildikten sonra azaldığını belirtse de hala önemini korumaya devam ettiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu durum aslında iktisadi birimlerin endeksleme davranışının değiştiği, ama döviz kurunun ithal fiyatlar ve ara mallarının oluşturduğu maliyetler yoluyla etkisini sürdürdüğü şeklinde yorumlanabilir (TCMB, 2004a: 11-12).

Türkiye özelinde döviz kuru geçiş etkisini ilk ele alan Leigh ve Rossi (2002)’nin çalışması 2002 öncesini ele aldığı için bu çalışmaya diğer çalışmalardan sonra yer verilmiştir. Söz konusu çalışmada özellikle Şubat 2001 sonrasını ele almak istemişler ancak veri kısıtından dolayı daha uzun bir zaman aralığını (1994.01-2002.04 dönemini) seçmişlerdir. Ulaştıkları sonuçlara göre, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi yaklaşık 1 yıl sürmekte ilk 4 ayda belirgin bir şekilde hissedilmekte ve 11 ayda süreç tamamlanmaktadır. Geçiş etkisinin bu kadar çabuk olmasını dolarizasyon ve yüksek enflasyon beklentilerine dayandırmışlardır. Geçiş etkisinin toptan eşya fiyatlarında, tüketici fiyatlarına göre daha belirgin olduğunu ve Türkiye’de geçiş etkisinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha hızlı ve uzun süre devam ettiğini vurgulamışlardır.

Yukarıda bahsedilen çalışmaların dışında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının para politikası raporları ve enflasyon raporlarında da 2001 sonrasında geçiş etkisinin azaldığı belirtilmiştir (TCMB, 2003a, 14-15 ; TCMB, 2006a: 18-19). Ancak 2006(a) raporunda baz yıl 2003 olarak değiştiğinde TÜFE’de geçişkenliğin azalışının sınırlı olduğu vurgulanmıştır. Bu durum kira harcamalarının TÜFE’de ağırlığının azaltılıp, ithal mallarının sepetteki ağırlığının artmasına bağlanmıştır.

3.4. TANIMLAMA PROBLEMİNE GETİRİLEN ÇÖZÜMLER

Yukarıda da ifade edildiği gibi Türkiye ekonomisi dışa açık küçük bir ekonomi özelliği göstermekte ve dış dünyadaki gelişmelerden önemli ölçüde etkilenmektedir (Leigh – Rossi 2002: 3 ; Kara – Öğünç, 2005: 12 ; Kara, vd. 2005: 23 ; TCMB, 2006a: 18). Bu yüzden döviz kuru kanalını analiz ederken para politikası şokunu bu etkileri de içine alacak şekilde tanımlamak gerekir.

Bernanke ve Blinder (1992) tarafından yapılan çalışmanın ardından kısa vadeli faiz oranları sıklıkla para politikası göstergesi olarak kullanılmıştır. Amerika gibi büyük ve dünyadaki gelişmelerden çok fazla etkilenmeyen bir ekonomide kısa vadeli faiz oranlarındaki hareketler para politikasının iyi bir göstergesidir. Ancak küçük açık bir ekonomide para politikasının bu şekilde tanımlanması döviz kuru paradoksuna¹ yol açmaktadır (Cushman ve Zha, 1997: 434). Nitekim Grilli ve Roubini (1995) tarafından G-7 ülkeleri için yapılan çalışmada para politikasının göstergesi olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmış ve Amerika dışındaki ülkelerde döviz kuru paradoksuna rastlanmıştır. Amerika’da söz konusu paradoksa rastlanmamasının nedenleri Amerika’nın lider konumda olmasına ve içsel para politikasının enflasyonist şoka tepkisine bağlanarak açıklanmıştır.

Literatürde döviz kuru paradoksunun yol açtığı tanımlama problemini çözmek için çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Cushman ve Zha (1997)’nin Kanada için yaptıkları çalışmada para politikası yapısal model içinde tanımlanmış, böylece politika reaksiyon fonksiyonu açık bir şekilde gösterilmiştir. Kim ve Roubini (2000)’de Sims ve Zha (1995)’nin yapısal VAR modelini açık ekonomi için uyarlayarak çözüm getirmişlerdir. Bjørnland (2008, 2009) tarafından yapılan çalışmalarda da tanımlama problemi para politikası şokunun reel döviz kuru üzerinde uzun dönemli etkileri olmadığı varsayılarak çözülmeye çalışılmıştır.

Smets (1997) tarafından yapılan çalışmada tanımlama problemi Smets (1996)’ya dayanarak, politika şoku içerisinde döviz kuruna belirli bir ağırlık verilerek çözülmüştür. Bu şekilde standart açık ekonomi modeline uygun sonuçlar elde edildiği belirtilmiştir. Smets ve Wouters (1999) tarafından yapılan çalışmada tanımlama problemi Smets (1997, 1996)’ya dayanarak çözüm getirilmiştir.

¹Döviz kuru paradoksu: Sıkı para politikası sonucu yerel paranın teoriye uygun olarak değer kazanması gerektiği yerde, değer kaybetmesini ifade eder (Cushman – Zha, 1997: 434).

Bu çalışmada da tanımlama problemini çözmek için Smets ve Wouters (1999) ve Smets'in (1997) metodolojisi takip edilmiştir. Bu doğrultuda çalışmada öncelikle tanımlama probleminin nasıl çözüldüğü üzerinde durulmuş, ardından politika şokunun ekonomi üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

3.5. UYGULAMA

Çalışmada 2001:12 – 2008:05 döneminde döviz kuru kanalının etkinliği VAR analizi² kullanılarak araştırılmaktadır³. Yukarıda da belirtildiği gibi, öncelikle tanımlama probleminin çözülmesi gerekmektedir. Bu amaçla, Smets (1997) ve Smets ve Wouters (1999) tarafından kullanılan yaklaşım VAR denklemi olarak aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$x_t = [y_t^f, i_t^f, [y_t, p_t | i_t, s_t | nx_t, mp_t, xp_t]] \quad (1)$$

ve

$$x_t = A(L)x_{t-1} + u_t \quad (2)$$

Burada, y_t^f , ABD Gayri Safi Yurtiçi Hasılasını; i_t^f , ABD federal fon oranını; y_t , Türkiye'nin Gayri Safi Yurtiçi Hasılasını; p_t , Türkiye'nin TÜFE'sini; i_t , Gecelik faiz oranı; s_t , reel efektif döviz kurunu; nx_t , net ihracatı; mp_t , ithalat fiyat endeksini ve xp_t , ihracat fiyat endeksini göstermektedir.

Bu VAR modeline döviz kurunun dahil edilmesi faiz oranı ve döviz kuru yeniliklerinin ayrıştırılmasını zorlaştırır (Smets, 1997: 1). Çünkü, u_t^i ve u_t^s faiz oranı ve döviz kuru kalıntılarını göstermek üzere,

$$u_t^i = a_1 \varepsilon_t^p + a_2 \varepsilon_t^x \quad (3)$$

$$u_t^s = \beta_1 \varepsilon_t^p + \beta_2 \varepsilon_t^x \quad (4)$$

² VAR analiz ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın ilk bölümünde yer almaktadır. Ayrıca VAR modelinde değişkenlerin belirlenmesi, sıralanması, gecikme uzunluklarının belirlenmesi ve öngörü yapılması ile ilgili bilgiler ikinci bölümde verildiği için tekrar olmaması açısından bu bölümde bilgiler yenilenmemiş gerekli olan testler yapılarak sonuçları verilmiştir.

³ Dönem olarak bu aralığın seçilmesinin nedeni birinci bölümde açıklanmaktadır.

her iki denklemde ε_t^p , faiz oranı şoklarını ve ε_t^x , döviz kuru şoklarını içermektedir. Daha açık bir ifade ile (3) numaralı denklem merkez bankasının kısa dönemli faiz oranlarını kontrol ettiğini ve bu faiz oranlarının politika şokundaki (p_t) ve döviz kurundaki (x_t) değişikliklere göre ayarlandığını ifade eder. (4) numaralı denklem de, döviz kuru şokunun politika şokundaki yeniliklerine ve döviz kuru şokuna bağlı olduğunu gösterir (Smets, 1997: 4). Smets (1996) tarafından geliştirilen, (3) ve (4) numaralı denklemlerdeki tanımlama problemini çözmek için kullanılan döviz kurunun ağırlığını hesaplama yöntemi aşağıdaki şekilde yapılabilir.

İlk olarak politika şoku parasal koşul endeksine bağlı olarak

$$\varepsilon_t^p = (1 - w)u_t^i + wu_t^s \quad (5)$$

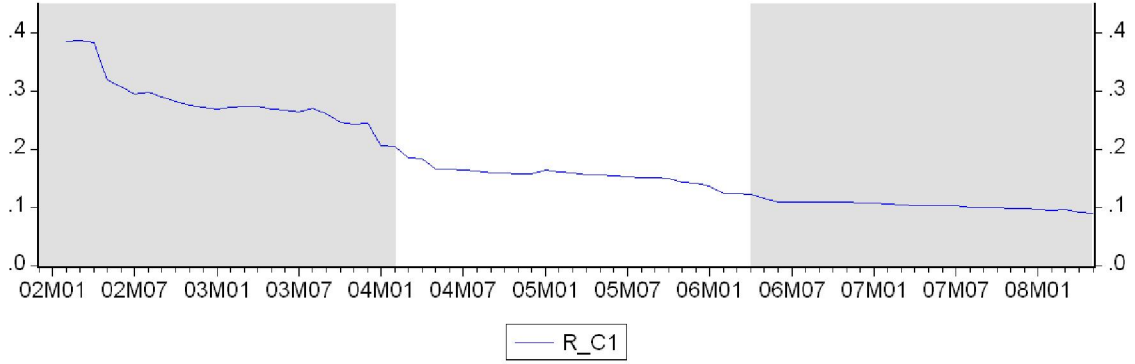
şeklinde ifade edilebilir. Bu durumda, eğer w değeri biliniyorsa (örneğin: Kanada ve Yeni Zelanda) tanımlama problemi çözülebilir (Smets - Wouters, 1999: 495). Ancak, Türkiye ekonomisi için w değeri yada diğer bir ifade ile parasal koşul endeksi bilinmediğinden dolayı, w 'nin hesaplanması gerekmektedir. Bu nedenle Smets (1997) takip edilerek, aşağıdaki (6) numaralı denklem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılarak tahmin edilmiştir.

$$u_t^i = \frac{-w}{(1 - w)}u_t^s + v_t \quad (6)$$

GMM tahmin yöntemi enstrüman değişkene gerek duyan bir tahmin yöntemi olduğundan dolayı, Euro/dolar kuru paritesi enstrüman değişken olarak kullanılmıştır. Aşağıda (6) numaralı denklemin tahmin sonucu verilmiştir. Parantez içindeki değer standart hatayı göstermektedir ve tahmin edilen parametre %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

$$u_t^i = 0.156 u_t^s + v_t \\ (0.04)$$

Tahmin edilen 0.156 değeri üzerinden hesaplanan w yaklaşık olarak 0.13 değerine eşittir⁴. Ancak Türkiye ekonomisi özelinde ele alınan dönem boyunca w 'nin sabit kaldığını düşünmek pek gerçekçi olmayacaktır. Bu nedenle tahmin ardışık olarak tekrar elde edilmiş ve aşağıda şekil 3.1'de sunulmuştur.

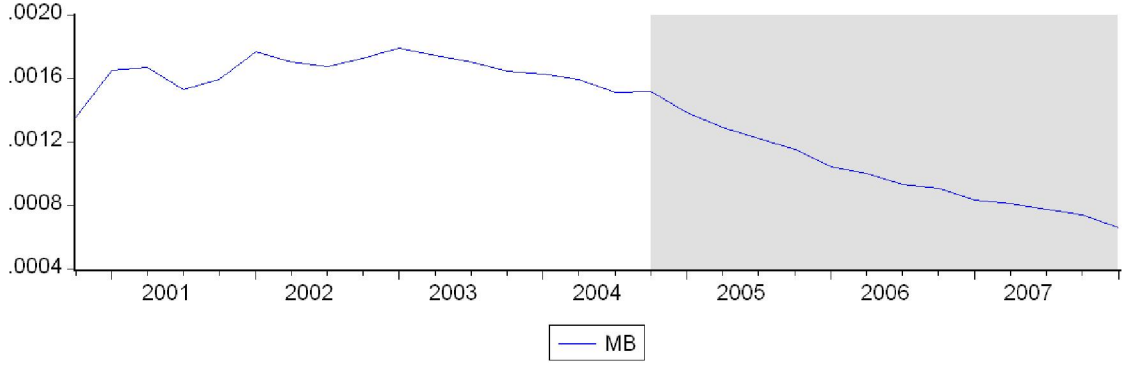


Şekil 3.1: Reel Döviz Kurunun Ağırlığının Ardışık Tahmini

Bu doğrultuda 2002-2004 döneminde döviz kuru ağırlığının daha yüksek (yaklaşık olarak 0.30), 2004-2006 döneminde görece daha düşük (yaklaşık olarak 0.18) ve 2006-2008 döneminde ise daha da düşük düzeye gerilediği (yaklaşık olarak 0.10) görülmektedir.

Türkiye özelinde bu durumun açıklamasını şu şekilde yapmak mümkündür. 2002-2006 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır. Ancak bu dönem içerisinde özellikle 2004 yılının ortalarına kadar mali baskınlık çok yüksek düzeyde seyretmiştir. Söz konusu durum aşağıdaki şekilde net bir şekilde görülmektedir.

⁴ $\frac{-w}{(1-w)} = -0.16$ ise $w \cong 0.13$



Şekil 3.2: Mali Baskınlık (Net Kamu Borcu / GSYİH)

Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002-2006 dönemi içerisinde 2002-2004 döneminde döviz kurunun ağırlığı daha yüksek, mali baskınlığın azalmaya başladığı ve enflasyonun düştüğü 2004-2006 döneminde ise döviz kurunun ağırlığının daha düşük olduğu gözlenmektedir. 2006-2008 döneminde ise döviz kurunun ağırlığının daha da düşük düzeye gerilemesi mali baskınlığının önemli oranda gerilemesine ve bu doğrultuda ülkenin kredibilitésinin artmasına, dolarizasyonun azalmasına, enflasyon oranının düşmesine, açık enflasyon hedeflemesine geçilmesine, Avrupa Birliğine üyelik sürecinde yaşanan olumlu gelişmelere dayandığı düşünülmektedir (Başçı, vd. 2007: 2-4).

Çalışmada bu aşamadan sonra, ayrı bir VAR modeli kurularak politika şokuna ilgili değişkenlerin tepkisi incelenmiştir. Bu amaçla ele alınan model,

$$x_t = [y_t, p_t, s_t, mpi_t, dth_t, i_t] \quad (7)$$

ve

$$x_t = A(L)x_{t-1} + u_t \quad (8)$$

şeklindedir. Aşağıdaki tabloda analizde kullanılan değişkenlere ilişkin kısaltmalar ve nereden elde edildikleri yer almaktadır⁵.

⁵ Mevsimselliğin söz konusu olduğu değişkenler, X12 yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

Tablo 3.1: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

LRGDPSA (y_t)	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Logaritmik Reel)	Merkez Bankası
LTUFE (p_t)	Tüketici Fiyat Endeksi (Logaritmik, 2003=100)	Merkez Bankası
R (i_t)	Gecelik Faiz Oranı (%)	Merkez Bankası
LREDK (s_t)	Reel Efektif Döviz Kuru, (Logaritmik)	Merkez Bankası
LIFE (mpi_t)	İthalat Fiyat Endeksi, (Logaritmik)	Merkez Bankası
LDTH (dth_t)	Dış Ticaret Hadleri, (Logaritmik)	Merkez Bankası

Değişkenlerin durağanlığının test edilmesinde Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır. Test için uygun gecikme yapısının belirlenmesinde Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) bilgi kriterlerinden yararlanılmıştır. Tablo 3.2’de ADF birim kök testi sonuçları verilmektedir.

Tablo 3.2: ADF Birim Kök Test Sonuçları

SERİLER	GECİKME UZUNLUĞU	TEST İSTATİSTİĞİ	KRİTİK DEĞER (%5)
LRGSYİH(y_t)	1	-2.44	-1.95
LTUFE(p_t)	11	-4.53	-3.48
R(i_t)	1	-3.42	-2.90
LREDK(s_t)	1	-4.60	-3.48
LIFE(mpi_t)	6	-3.14	-2.90
LDTH(dth_t)	11	-3.50	-3.48

Tablo 3.2'deki sonuçlara göre tüm değişkenler seviyede durağan olarak belirlenmiştir. VAR modelinde ayrıca doğru gecikme yapısının belirlenmesi gerekir. Bunun için Son Tahmin Hatası (FPE), AIC, SIC ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinden yararlanılmıştır. Bu kriterlere göre ulaşılan sonuçlar Tablo 3.3'de gösterilmiştir.

Tablo 3.3: Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

GECİKME	FPE	AIC	SIC	HQ
0	-4.818634	3.25e-10	-4.625906	-4.742080
1	-18.20692	4.56e-16	-15.81839	-17.32865
2	-18.32386	5.01e-17*	-16.85782*	-17.67104*
3	-18.02721	6.49e-16	-14.36537	-16.57268
4	-17.86841	8.53e-16	-13.05021	-15.95456
5	-18.42956	5.93e-16	-12.45499	-16.05639
6	-18.65511	6.51e-16	-11.52417	-15.82261
7	-18.75825	9.72e-16	-10.47094	-15.46643
8	-19.31603*	1.23e-15	-9.872352	-15.56489
9	-18.69209	3.93e-15	-8.47299	-14.15602
10	-18.35438	3.51e-15	-7.12493	-14.23265
11	-18.15726	4.76e-15	-7.07194	-14.16303
12	-17.24531	3.63e-15	-6.67715	-13.16309

Tablo 3.3'de de görüldüğü şekilde AIC, SIC ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinin işaret ettiği 2 gecikme uzunluğu modelin gecikme yapısı olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.4: Otokorelasyon Test Sonuçları

<i>Gecikme Uzunluğu</i>	<i>LMF istatistiği</i>	<i>Marjinal Anlamlılık Düzeyi</i>
1	38.59	0.35
2	44.85	0.64

Gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenen model için, LM testi marjinal anlamlılık düzeyi değerinin birinci gecikme için 0.05'ten büyük olması sebebiyle otokorelasyonun olmadığı varsayımı üzerine kurulu H_0 hipotezi reddedilememektedir.

Tablo 3.5: Breusch- Godfrey Serisel Korelasyon LM Test Sonuçları

<i>T*R²</i>	<i>Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(2)}$</i>
2.86	0.24

Hata terimlerinde serisel korelasyonu inceleyen Breusch – Godfrey testi sonuçlarına göre, hata terimlerinde serisel korelasyon olmadığı varsayımı üzerine kurulu H_0 reddedilememektedir.

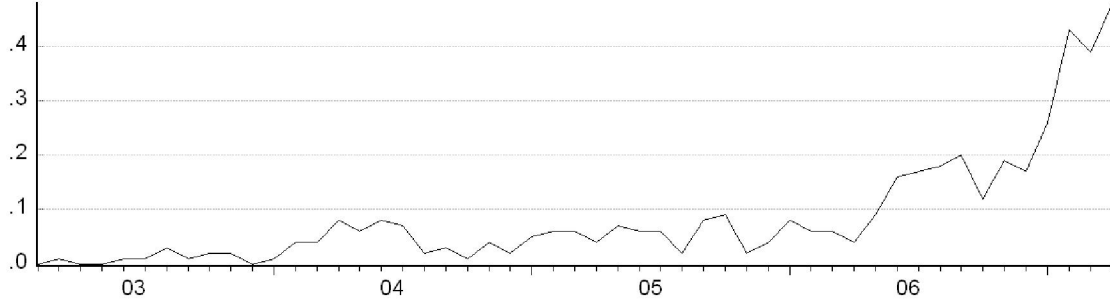
Tablo 3.6: ARCH LM Testi Sonuçları

<i>T*R²</i>	<i>Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(2)}$</i>
1.92	0.38

ARCH LM testi sonuçlarına göre ARCH yapısı olmadığını gösteren H_0 hipotezi reddedilmemektedir.

Bu aşamadan sonra model 2 gecikme uzunluğunda tahmin edilerek etki tepki fonksiyonları yardımıyla politika şokunun etkisi gözlenecektir. Ancak bundan önce ele

alınan dönemin yapısal bir değişiklik içerip içermediğini görmek için Chow testinin özçıkarmı versiyonu olan Ayrık Örneklem Chow testi uygulanmıştır⁶.



Şekil 3.3: Bin(1000) Tekrara Dayalı Ayrık Örneklem Chow Testi p Değerleri

Şekil 3.3'den de görüldüğü üzere p değerleri 2006 yılının 6.ayına kadar %5'in altında değer almaktadır. Ardından tüm örneklem boyunca yükselmektedir. Sonuçta, ayrık örneklem Chow testi, VAR modelinin parametrelerin ele alınan dönem boyunca istikrarlı olduğu boş hipotezinin red edilmesini göstermektedir.

Ayrık örneklem Chow testi sonuçlarına göre 2001:12 – 2006:06 ve 2006:07 – 2008:05 dönemlerinin ayrı ayrı ele alınması gerekir. Bu doğrultuda ele alınan dönem VAR yöntemi ve aynı gecikme uzunluğu ile iki kukla değişken içerecek şekilde tahmin edilmiştir. Kukla değişkenler d_1 ve d_2 ,

$$d_1 = \begin{cases} 1 & t < 2006:06 \\ 0 & t \geq 2006:06 \end{cases} \quad d_2 = \begin{cases} 1 & t \geq 2006:06 \\ 0 & t < 2006:06 \end{cases}$$

şeklinde olup, tahmin edilen VAR modeli,

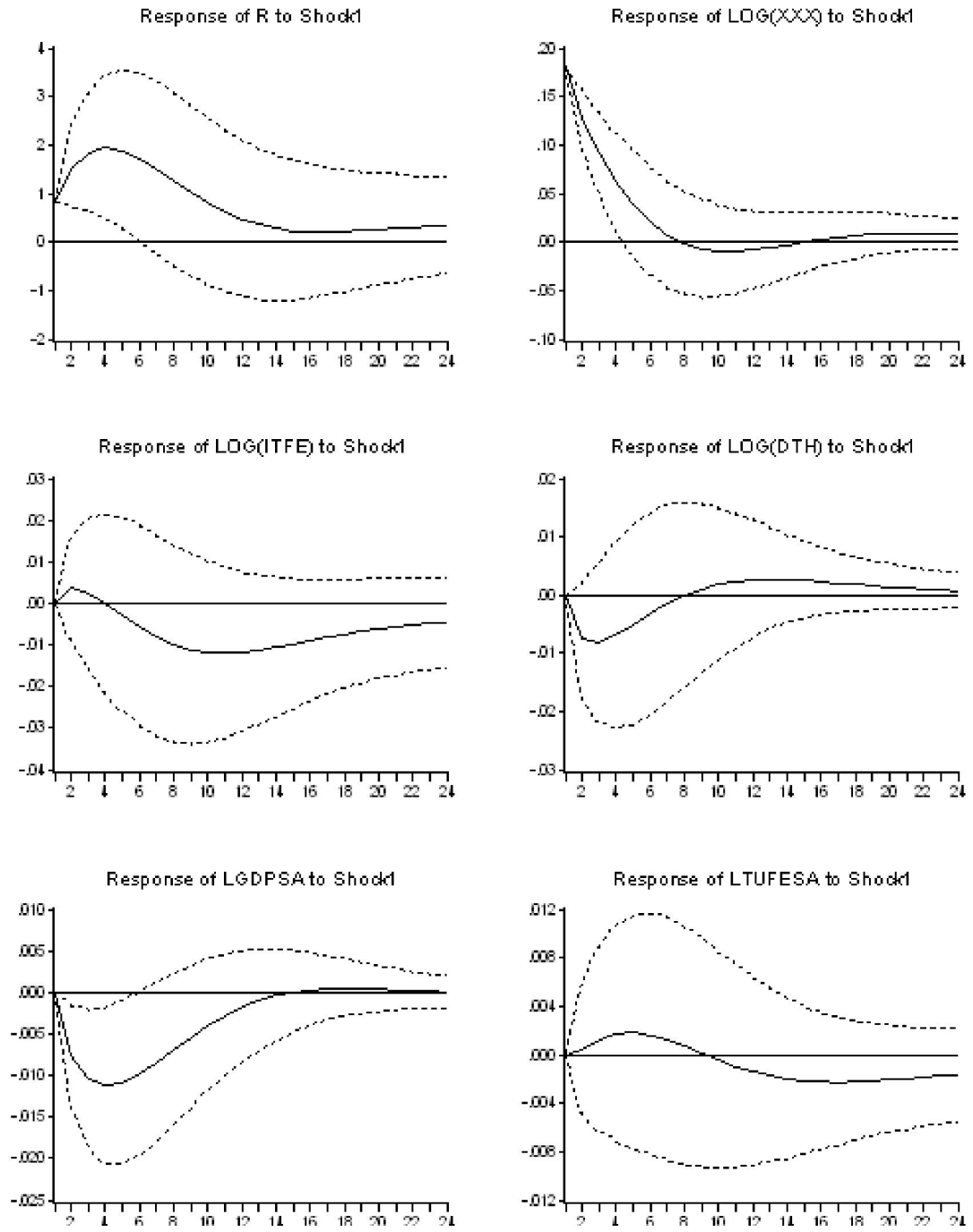
$$Y_t = \mu + A(L)d_1 Y_{t-1} + B(L)d_2 Y_{t-1} + e_t \quad (7)$$

olarak ifade edilir.

⁶ Söz konusu test ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın ikinci bölümünde verilmektedir.

Burada, gecikmeli içsel değişkenlerin 2001:12 – 2006:06 dönemi için katsayıları $A(L)$, 2006:07 – 2008:05 dönemi için ise $B(L)$ olarak elde edilir. $A(L)+B(L)$ ise tüm örneklem için gecikmeli içsel değişkenlerin katsayılarını ifade ediyor olup, bir önceki modelde elde edilen sonuçları verir.

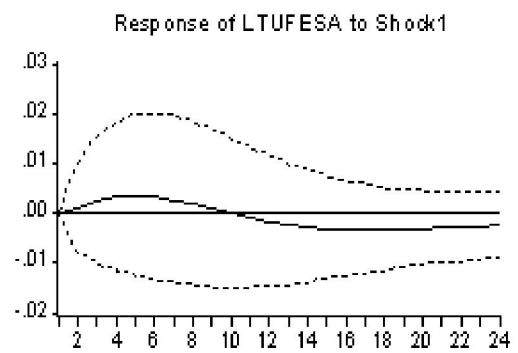
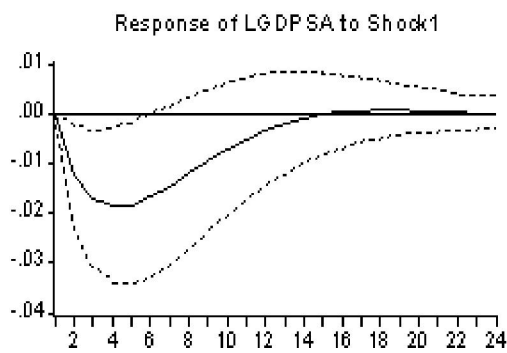
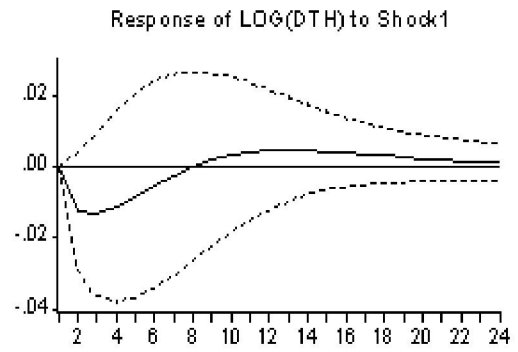
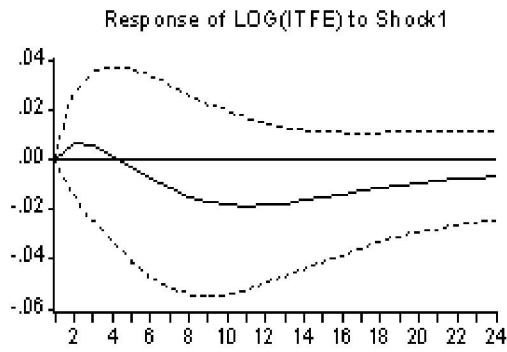
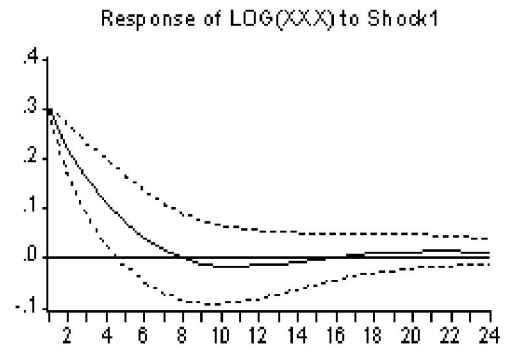
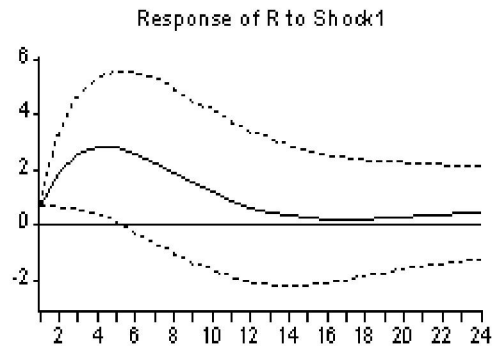
Ayrık örneklem Chow testi ile dönemlerin ayırımı yapıldıktan sonra politika şokuna reel efektif döviz kurunun, ithalat fiyatlarının, dış ticaret hadlerinin, GSYİH, TÜFE ve faiz oranının tepkileri incelenmiştir. İlk olarak 2001:12- 2006:06 dönemi için politika şokunda döviz kurunun ağırlığı, $w = 0.30$ olacak şekilde, ardından politika şokunda döviz kurunun ağırlığı $w = 0.18$ olacak şekilde etki tepki fonksiyonları elde edilmiştir.



Şekil 3.4: 2001:12 – 2006:06 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (w=30)

Kapsanmamış faiz oranı paritesine göre, sıkı para politikası sonucu, yerli paranın değer kazanması gerekir. Ancak mali baskınlık yüksek olduğunda bu durum geçerli olmaz. Zira böyle bir durumda borcun sürdürülebilirliği ile ilgili şüpheler artarak, risk priminin yükselmesine yola açar. Böylece sermaye dışarı çıkar ve yerli para değer kaybeder. Risk primi artışı ayrıca reel faiz oranlarını ve döviz kurunu yükseltir (Aktaş, vd., 2005: 7 ; Ersel – Özatay, 2008: 41). Bu durum Türkiye ekonomisinde mali baskınlığın yüksek olduğu dönemde gözlemiştir. Nitekim yukarıda yer alan etki-tepki fonksiyonlarında görüldüğü üzere, sıkı para politikası sonucu düşmesi beklenen reel efektif döviz kuru başlangıçta beklenenin tersi yönünde tepki vermiştir. Burada gözlenen döviz kuru paradoksu tanımlama probleminden değil, söz konusu dönemde mali baskınlığın çok yüksek düzeylerde seyretmesinden kaynaklanmaktadır. Zira 2006-2008 dönemini ele alan etki tepki fonksiyonları incelendiğinde paradoksun ortadan kalktığı görülmektedir. Politika şokuna ithalat fiyatları başlangıçta artarak tepki vermiş, üçüncü ayda maksimuma ulaştıktan sonra azalmaya başlamıştır. Enflasyonun da politika şokuna başlangıçta artarak tepki verdiği görülmektedir. Burada döviz kuru ithalat fiyatları üzerinden enflasyonu arttırmaktadır.

Daraltıcı para politikası şokunun ardından ticaret hadlerinin de azaldığı gözlenmektedir. Ticaret hadlerindeki azalışın dördüncü dönemde maksimuma ulaştığı görülmekte ve sonrasında bu etki azalmaktadır. GSYİH’da politika şokuna azalarak tepki vermiştir. Dördüncü ayda tepki maksimuma ulaşmış ardından azalarak ondördüncü ayda etkisi kaybetmiştir.

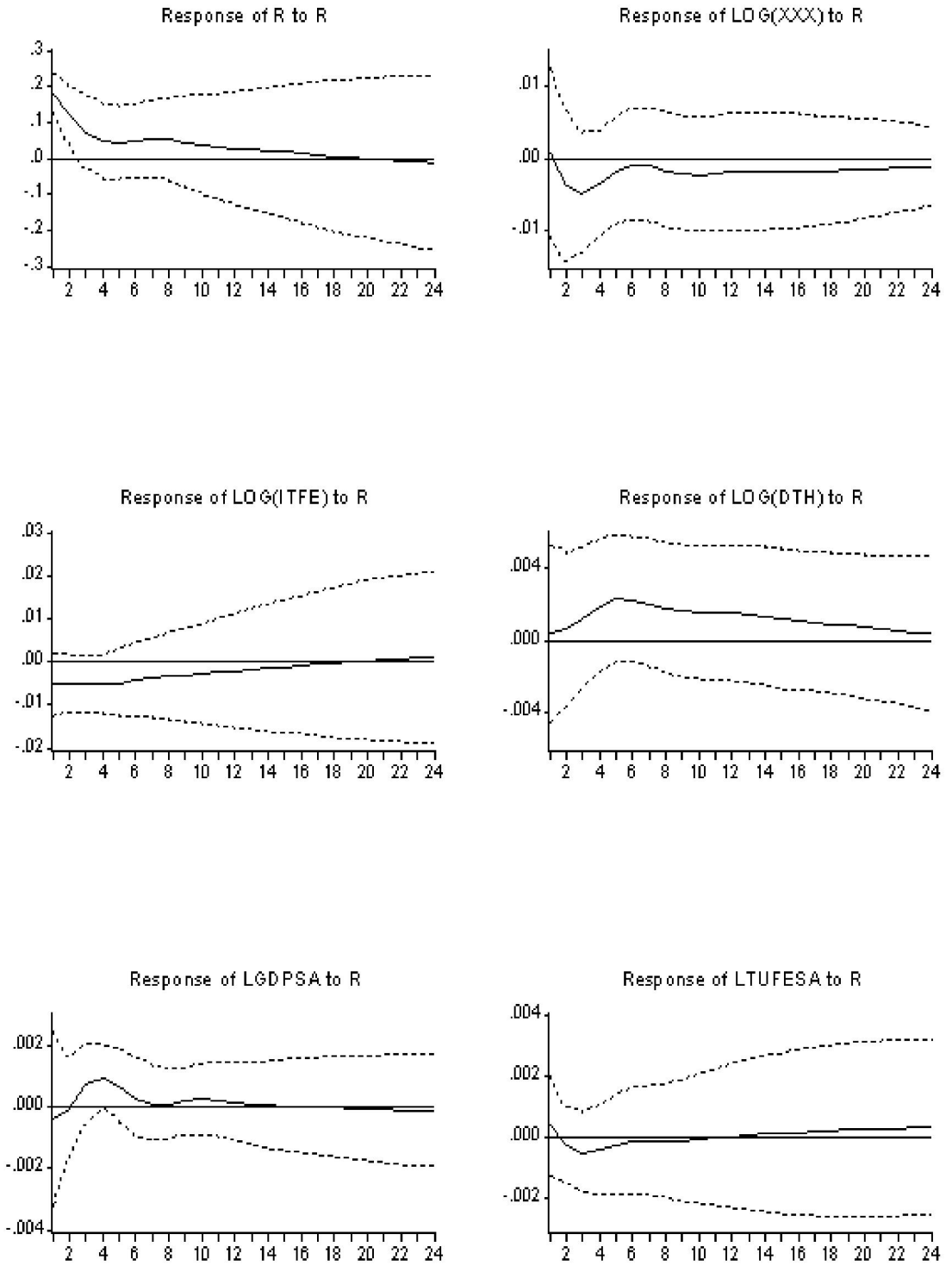


Şekil 3.5: 2001:12 – 2006:06 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (w=18)

Politika şokunda döviz kurunun ağırlığı $w = 0.18$ alınarak tahmin edildiğinde döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin küçük bir miktar da olsa azaldığı görülmektedir. Böyle bir sonuç Smets ve Wouters (1997) tarafından Almanya için yapılan çalışmada gözlenmiştir. Söz konusu çalışmada politika şoku tanımlanırken döviz kuruna farklı ağırlıklar verilmiş ve döviz kurunun ağırlığının azaldığı durumda geçiş etkisinin azaldığı belirtilmiştir. Diğer değişkenlerin politika şokuna gösterdiği tepkilere gelince, reel efektif döviz kuru beklenenin tersi yönde tepki vermiş ve yine döviz kuru paradoksu gözlenmiştir. Politika şokuna ticaret hadlerindeki azalma bu defa üçüncü ayda maksimuma ulaşmış ve ardından azalmıştır. GSYİH'nin da politika şokuna azalarak tepki verdiği görülmüştür.

Türkiye özelinde sadece geçiş etkisini inceleyen çalışmalar genellikle 2001 öncesi ve sonrası şeklinde bir ayırım yaparak döviz kuru geçiş etkisi incelemişleridir. 2001 sonrasında dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ile birlikte bu etkinin azaldığını belirtmişlerdir⁷. Bu çalışmada ise dönem aralığı 2001 yılından başlamaktadır. Ancak bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak geçiş etkisinin özellikle mali baskınlığın azalması ile birlikte düştüğü gözlenmiştir. Ayrıca dalgalı döviz kuruna geçildikten sonra gerçekleştirilen yapısal reformlarla birlikte enflasyon oranının düşmesinin de bu süreçte etkili olduğu düşünülmektedir (Kara – Öğünç, 2012: 21).

⁷ Bu çalışmalardan Türkiye ekonomisinde döviz kuru'nun oynadığı rol kısmında bahsedilmektedir.



Şekil 6.6: 2006:07 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (w=10)

2006-2008 dönemine ait etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde, politika şokuna döviz kurunun azalarak tepki verdiği görülmektedir. Böylece ekonomide mali baskınlığın önemli ölçüde azaldığı ve politika şokunun da döviz kurunun belirli bir ağırlığını içerecek şekilde tanımlandığı durumda döviz kuru paradoksunun oluşmadığı gözlenmektedir. Bu dönemde ithalat fiyatları da politika şokuna azalarak tepki vermiştir. Ticaret hadleri başlangıçta artmış beşinci ayda maksimuma ulaşmış ardından azalmıştır. İthalat fiyatları düştüğü için ticaret hadleri artar. İthalat fiyatlarının düşmesi aynı zamanda Türkiye’de ara malı ithalatı⁸ çok fazla olduğu için üretim maliyetlerini düşürerek GSYİH üzerinde arttırıcı etkilere yol açabilir. Nitekim politika şokuna azalarak tepki vermesi beklenen GSYİH, etki-tepki fonksiyonlarında da görüldüğü üzere başlangıçta çok az azalmış, ardından artarak dördüncü ayda maksimuma ulaşmış, yedinci ayda da etkisini kaybetmiştir. Enflasyon ise politika şokuna azalarak tepki vermiş, ancak etki çok kısa süreli olmuştur.

Döviz kuru kanalı ele alınan dönemde bütün olarak değerlendirildiğinde çalışmada döviz kuru ağırlığının hesaplanan dönem içerisinde farklılaştığı gözlenmiştir. Bu doğrultuda ele alınan dönem, üç alt döneme ayrılıp incelenmiştir. Söz konusu ağırlık 2002-2004 döneminde (yaklaşık olarak 0.30), 2004-2006 döneminde (yaklaşık olarak 0.18) ve 2006-2008 döneminde (yaklaşık olarak 0.10) şeklinde değer almıştır. Burada örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002-2006 yılı içerisinde döviz kuru ağırlığının daha yüksek olduğu 2002-2004 döneminde mali baskınlık fazla, 2004-2006 döneminde mali baskınlık düşük düzeydedir. 2006-2008 döneminde döviz kuru ağırlığı daha da düşük düzeye gerilemiştir. Bu durumda mali baskınlıkta düşüş kaydedilmesinin yanında sağlanan diğer olumlu gelişmelerin de etkisinin olduğu düşünülmektedir. Çalışmada ayrıca dönem içerisinde yapısal bir değişim olup olmadığı test etmek için Ayrık Örneklem Chow testi uygulanmış ve 2006 öncesi ile 2006 sonrasının farklı yapılar gösterdiği gözlenmiştir. Bu doğrultuda dönem ayrımı yapıldıktan sonra 2001:12-2006:06 dönemi için ilk olarak politika şoku içerisinde döviz kuru ağırlığı 0.30 olacak şekilde, ardından 0.18 olacak şekilde tahmin edilmiştir. Burada tanımlama problemi çözülmüş olmasına rağmen döviz kuru paradoksuna rastlanmıştır. Bu durumun mali baskınlıktan kaynaklandığı düşünülmektedir. Zira 2006-2008 döneminde söz konusu paradoksa

⁸ Özellikle 2006-2008 döneminde ara malı ithalatı yüksek düzeyde seyretmiştir. Bu dönemlerde ara malı ithalatının aldığı değerler 2006 yılı için 99.605 milyon ABD\$, 2007 yılı için 123.640 milyon ABD\$, 2008 yılı için 151.747 milyon ABD\$ şeklindedir (DPT, 2010, <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676>).

rastlanmamıştır. Ayrıca döviz kuru geçişkenliğinin de 2006-2008 döneminde 2002-2004 ve 2004-2006 dönemlerine göre azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

4.BÖLÜM: DİĞER VARLIK FİYATI KANALLARI

4.1. VARLIK FİYATLARI KANALLARINA TEORİK BİR BAKIŞ

Para politikası ve varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi anlamak aktarım mekanizmasının işleyişini kavramak açısından önemlidir (Bernanke – Kuttner, 2005: 1221). Zira para politikasını yürütenler açısından, varlık fiyatlarının para politikasına tepkisini ölçmek uygulanan politikanın doğru şekilde oluşturulmasını ve ekonomi üzerindeki etkisini görmeyi sağlar. Ayrıca yatırımcılar için bu tepkiyi bilmek etkin yatırım tercihlerinde bulunmak açısından ve risk yönetimi için belirleyici özelliğe sahiptir (Rigobon – Sack, 2004: 1554 ; Ioannidis – Kontonikas, 2008: 34). Ancak yine de varlık fiyatları parasal aktarım mekanizması literatüründe üzerinde az durulan ve ampirik çalışmaların diğer kanallara göre görece az olduğu kanallardır (Neri, 2004: 9). Bu kanalların etkinliğinin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasaları yeterince gelişmediği için sınırlı olduğu düşünülmektedir.

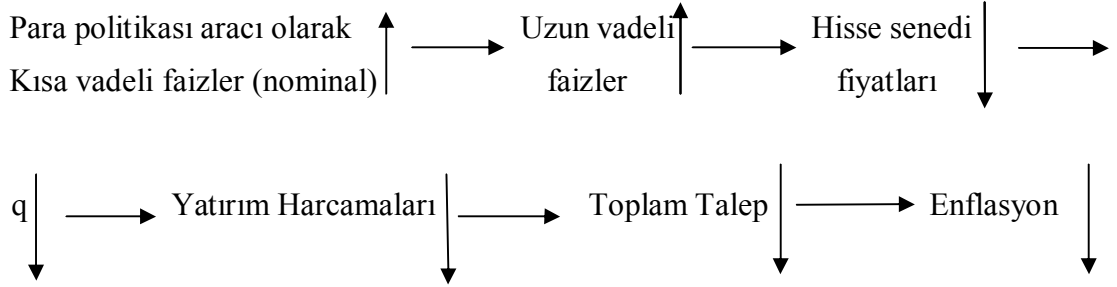
Varlık fiyatları dört kanal aracılığı ile toplam talep üzerinde etkide bulunur (Mishkin, 2001: 1 ; Cassola – Morana, 2002: 8).

- a) İlk kanal Tobin (1969) tarafından geliştirilen hisse senedi fiyatları kanalıdır. Tobin'in q teorisi olarak adlandırılan bu kanal hisse senedi fiyatlarının ekonomiyi nasıl etkilediğini açıklar. Bu teoriye göre q değeri aşağıdaki gibi tanımlanır.

$$q = \frac{\text{ŞirketlerinPiyasaDeğeri}}{\text{SermayeYenilemeMaliyeti}}$$

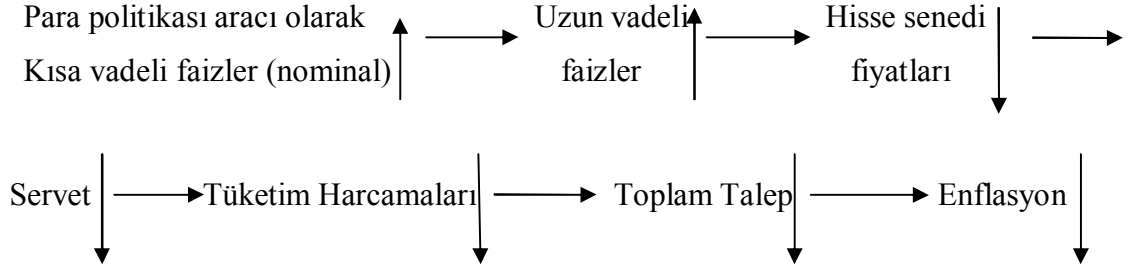
q değerinin düşük olması, şirketlerin piyasa değerlerinin sermaye yenileme maliyetlerinden az olduğunu gösterir. Bu durumda firmalar için yeni yatırım yapmak kârlı değildir. Bu teoriye göre, hisse senetleri ile yatırım harcamaları arasında bir ilişki söz konusudur. Daraltıcı bir para politikası sonucu yükselen uzun

vadeli faizler hisse senedi fiyatlarını düşürür, hisse sendi fiyatlarındaki bu düşüş q 'nun değerini azaltır. q değerinin düşük olması yatırım harcamalarını azaltır ve böylece süreç toplam talep ve enflasyonun düşmesiyle sonuçlanır (Mishkin, 2001: 1-2 ; Mishkin, 1995: 6 ; Mukherjee – Bhattacharya, 2011: 6 ; Ireland, 2005: 4). Bu mekanizmanın işleyiş şekli aşağıdaki gibi gösterilebilir (TCMB, t.y: 17).



b) Varlık fiyatları vasıtasıyla çalışan ikinci kanal Franco Modigliani (1971) tarafından geliştirilen servet etkileridir¹. Modigliani'nin yaşam döngüsü modelinde, tüketim harcamaları tüketicilerin yaşam boyu biriktirdikleri kaynaklarca belirlenir. Bu kaynaklar beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşur. Ancak kaynaklar içinde finansal servet belirleyici özelliğe sahiptir ve temel bileşenini hisse senetleri oluşturur (Mishkin, 2001: 4-5; Mishkin, 1996: 7; Mishkin, 1995: 6). Bu kanala göre sıkı para politikası sonucu artan uzun vadeli faizler hisse senedi fiyatlarını düşürür, bu durumda hane halklarının finansal servetleri azalır. Bu da tüketimi ve toplam talebi düşürür (Ireland, 2005: 4 ; Ludvigson, vd. 2002: 118 ; Modigliani, 1971: 19 ; Sekmen, 2011: 9661). Söz konusu çalışma mekanizması aşağıdaki gibi gösterilebilir (TCMB, t.y: 19).

¹ Ludvigson, vd. (2002)'ne göre bu kanalın kökleri Keynes'in genel teorisine kadar gitmektedir.



Modigliani (1971), servetin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini FMP* modeli ile analiz etmiştir. Bu doğrultuda FMP modelinde, para politikası değişikliklerin servet üzerinde, servetin de tüketicilerin harcamaları üzerinde etkili olduğunu belirtmiştir. Ancak Ludvigson, vd. (2002), yapısal VAR modeli ile 1966.01-2000.03 dönemi için servet etkilerini araştırmışlar ve bu kanalın etkisinin sınırlı olduğunu vurgulamışlardır.

- c) Varlık fiyatları nakit akımı kanalıyla da tüketim harcamalarını ve bu yolla da toplam talebi etkiler. Varlık fiyatları yükseldiğinde tüketiciler kendilerini finansal açıdan güvende hissederler. Böyle bir durumda dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları artarak toplam talep üzerinde genişletici etki yaratır (Kamin, vd. 1998: 11-12 ; Cassola – Morana, 2002: 8).
- d) Son kanal da hisse senedi fiyatlarının firmaların bilançoları üzerindeki etkisi yoluyla işler². Bu kanala göre kredi piyasalarındaki asimetric enformasyondan dolayı firmaların ödünç alma kapasitesi ayırdıkları teminata bağlıdır. Teminatlarının değeri yükseldiğinde ödünç alma ve yatırım yapma faaliyetleri artar (Cassola – Morana, 2002: 8).

* FMP modeli, Franco Modigliani ve Alber Ando'nun katkılarıyla FED'in politika geliştirmesi ve gelecek tahminleri yapması için geliştirilen ekonometrik bir modelidir. Ayrıntılı bilgi için bkz. (Sutch, 2008).

² Bu kanal kredi görüşü olarak ifade edilir, ancak hisse senedi fiyatlarının firma bilançoları üzerine olan etkisi aracılığı ile çalıştığı için bilanço kanalı olarak da adlandırılır (Mishkin, 2001: 2-3). Bilanço kanalı ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın beşinci bölümünde yer almaktadır.

4.2. HİSSE SENEDİ FİYATLARININ PARA POLİTİKASINA TEPKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Literatürde ampirik olarak hisse senedi fiyatlarının para politikasına tepkisi üç yöntemle analiz edilmektedir. Bu doğrultuda çalışmada ilk olarak VAR yöntemini kullanarak bu kanalı analiz eden çalışmalar üzerinde durulacaktır. Ardından Rigobon ve Sack (2003, 2004) tarafından geliştirilen değişen oynaklığa dayalı tahmin yöntemini kullanan çalışmalardan bahsedilecektir. Son olarak da vaka çalışması yöntemini kullanan çalışmalara değinilecektir. Söz konusu sınıflandırma ilk olarak Türkiye dışında bu kanalı inceleyen çalışmalar için yapılacaktır. Ardından Türkiye için yapılan çalışmalara da bu sınıflandırma doğrultusunda değinilecektir.

Thorbecke (1997), 1967-1990 dönemini içeren çalışmasında, ABD için para politikası ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi VAR modeli, vaka çalışması ve anlatı yöntemi ile (narrative approach) analiz etmiştir. Her üç analiz sonucunda da genişletici para politikası şoklarına hisse senedi getirilerinin artarak tepki verdiğini belirtmiştir. Neri (2004), yapısal VAR yöntemi ile G-7 ülkeleri ve İspanya'da 1985-2000 dönemi için para politikası ile hisse senedi endeksleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Sıkı para politikası sonucu tüm ülkelerde hisse senedi endekslerinin azalarak tepki verdiğini ancak bu tepkinin geçici olduğunu belirtmiştir.

D'Amico ve Farka (2003), ABD'de farklı dönem aralıkları için yedi değişkenli yapısal VAR modeli kullanarak politika şoku ile hisse senedi fiyatları arasındaki içsellik sorununa değinmişler ve söz konusu tanımlama problemini yeni bir tanımlama metodolojisi kullanarak aşmaya çalışmışlardır. Çalışmalarında daraltıcı para politikası şokuna hisse senedi fiyatlarının negatif tepki verdiğini belirtmişlerdir. Bu doğrultuda piyasa katılımcılarının para politikasına güçlü tepki verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Bernanke ve Kuttner (2005), para politikasındaki beklenmeyen değişikliklerin varlık fiyatları üzerindeki etkisini incelemiştir. ABD için 1973-2002 dönemini VAR modeli ile ele aldıkları çalışmalarında politika şoku ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu belirtmişlerdir.

Cassola ve Morana (2002), Euro bölgesinde hisse senedi piyasasının aktarım mekanizması içerisinde oynadığı rolü araştırmışlardır. Çalışmada çeyrek yıllık verilerle 1980-2000 dönemini içeren altı değişkenden oluşan yapısal VECM modeli kullanmışlardır. Ulaştıkları sonuçlara göre hisse senedi fiyatları aktarım mekanizmasında önemli rol oynamaktadır. Ancak hisse senedi fiyatları enflasyon üzerinde doğrudan bir etkiye sahip değildir. Bu durum hisse senedi fiyatlarının enflasyon dışında para politikası üzerinde etkili olduğu şeklinde yorumlanmıştır. Patelis (1997), beklenen hisse senedi getirileri ile para politikası arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmasında hem Campbell (1991)'in kısa dönem VAR analizini, hem de Fama ve French (1989)'in uzun dönem regresyon analizini kullanmıştır. Her iki analiz yöntemi sonucuna göre, para politikasının beklenen getiriler üzerinde önemli etkileri olduğunu belirtmiştir.

Rigobon ve Sack (2003, 2004), tarafından yapılan çalışmalarda para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkide eşanlılık ve dışlanmış değişkenlerden kaynaklanan iki temel problem olduğu ifade edilmiştir. Zira politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları varlık fiyatlarını etkilemesine rağmen, varlık fiyatları da kısa vadeli faizler üzerinde etkiye sahiptir. Ayrıca varlık fiyatları ve faiz oranları ekonomi ile ilgili bilgi içeren diğer değişkenlerden etkilenmektedir. Bu doğrultuda her iki çalışmada da söz konusu problemleri çözmek için değişen oynaklığa dayalı tahmin yöntemleri tercih edildiği ifade edilmiştir. 1994-2001 döneminin ele alındığı Rigobon ve Sack (2004) çalışmada, kısa vadeli faiz oranlarındaki artışa hisse senedi fiyatlarının azalarak tepki verdiği vurgulanmıştır.

Corallo (2006), Almanya ve İngiltere için Rigobon ve Sack (2003, 2004) tarafından geliştirilen değişen oynaklığa dayalı tahmin yöntemini kullanarak para politikası ve varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada ayrıca vaka çalışması yöntemini de kullanmış ve her iki analizden elde edilen sonuçları karşılaştırmıştır. Bu doğrultuda Almanya'da 1988-1998 dönemi için para politikasının varlık fiyatları üzerinde negatif yönlü, ancak bir anlamlı etkisinin olmadığını, İngiltere'de 1987-2003 dönemi için ise varlık fiyatlarının para politikasına pozitif yönlü ve anlamlı tepki verdiğini belirtmiştir.

Ehrmann ve Fratzscher (2004), tarafından yapılan çalışmada ABD’de para politikasının hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri vaka çalışması kullanılarak incelenmiştir. 1994.02-2003.02 dönemini ele alan çalışmada para politikası şoklarının hisse senedi getirileri üzerinde güçlü ve anlamlı etkisi olduğu belirtilmiştir. Ayrıca piyasa tarafından para politikası değişikliklerinin beklenmediği bir durumda, uygulanan para politikası değiştiğinde, yani uzun süre uygulanan genişletici para politikasının ardından sıkı para politikası uygulamasına geçildiğinde ve hisse senedi piyasalarında belirsizlik olduğu durumda etkinin çok daha belirgin olduğu vurgulanmıştır. Bunun dışında para politikasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin endüstri bazında farklılaştığı ifade edilmiştir. Bu doğrultuda konjonktürel, sermaye yoğun ve dış ticarete açık endüstrilerin para politikasından daha fazla etkilendiği belirtilmiştir. Çalışmada ayrıca kredi kanalının rolünü analiz etmek için finansal kısıt göstergeleri seçilerek bunların para politikasına tepkileri incelenmiştir. Böylece küçük, düşük nakit akımına sahip, yatırım şirketleri tarafından düşük derecelendirme notu verilen, fiyat-kazanç oranı yüksek, q değeri düşük firmaların, politika şokundan daha fazla etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Ioannidis ve Kontonikas (2008), 13 OECD ülkesinde (ABD, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, Kanada, İsveç, Finlandiya, İsviçre, Belçika, Hollanda ve İspanya) para politikasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini 1972.01-2002.07 dönemini ele alarak incelemişlerdir. Sıkı para politikası sonucu çoğu ülkede hisse senedi getirilerinin azaldığını ifade etmişlerdir.

Yukarıda ele alınan sınıflandırma doğrultusunda değinilen çalışmaların dışında, Sekmen (2011) tarafından yapılan çalışmada, ABD’de 1980 – 2008 dönemi için döviz kuru oynaklığının firmaların karlılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Firmaların karlılığının göstergesi olarak hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca para politikasının ve bazı değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Para politikası aracı olarak kullanılan federal fon oranı ile hisse senedi getirileri arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmadığı belirtilmiştir.

Berument ve Kutan (2007) tarafından da belirtildiği üzere hem gelişmekte olan ülkeler için hem de Türkiye özelinde varlık fiyatlarını inceleyen çalışmalar çok fazla değildir. Türkiye üzerine yapılan çalışmalar da yukarıda belirtilen sınıflandırma doğrultusunda ele alınmıştır.

Berument ve Kutun (2007) tarafından yapılan çalışmada VAR yöntemi kullanılarak para politikasının hisse senedi getirileri üzerinde etkisi incelenmiştir. Bu doğrultuda çalışmada üç piyasa endeksi (İMKB-100, İMKB-50, İMKB-30), üç sektör endeksi (sanayi, mali, hizmet) ve çeşitli alt sektör endeksleri kullanılmıştır. Piyasa ve sektör endekslerin politika şokuna azalarak tepki verdiği belirtilmiştir. Ayrıca politika şokuna en uzun süreli tepkiyi İMKB-100 endeksinin, en büyük tepkiyi mali endeksin, en küçük tepkiyi de İMKB-30 endeksinin verdiği vurgulanmıştır. Alt sektör bazında incelendiğinde de politika şokuna başlangıçtaki tepkinin düşme şeklinde olduğu, ancak piyasa ve sektör endeksindeki kadar belirgin olmadığı ifade edilmiştir. Kanalcı Akay ve Nargeleçekenler (2009) tarafından 1997.01-2008.07 dönemi için yapılan çalışmada, yapısal VAR modeli ile para politikası şoklarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada sıkı para politikası sonucu hisse senedi fiyatlarının düştüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Duran, vd.(2010b) tarafından yapılan çalışmada Rigobon ve Sack (2004) tarafından geliştirilen değişen oynaklığa dayalı tahmin yöntemi yaklaşımlarından GMM yöntemi takip edilmiştir. Bu analizin, eşanlılık ve dışlanmış değişken sorununa çözüm getirdiği için tercih edildiği ifade edilmiştir. Ayrıca vaka çalışması yöntemi de kullanılmış ve her iki analizden de benzer sonuçlara ulaşıldığı vurgulanmıştır. Bu doğrultuda 2005- 2009 dönemi için para politikası şoku ile hisse senedi endeksleri (İMKB-Tüm, İMKB-100, İMKB-30, sınaı, hizmet, ticaret, mali, bilişim) arasında negatif ilişki olduğu belirtilmiştir. Politika şokuna en büyük tepkiyi mali sektörün, en az tepkiyi de ticaret sektörünün verdiği yapılan analizde ulaşılan bir diğer sonuçtur.

Şahin (2011) tarafından vaka çalışması kullanılarak yapılan çalışmada 2005-2010 dönemi için para politikasının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu genel değerlendirmenin dışında çalışma kapsamında para politikasının piyasa belirsizliği durumunda ve şirketler analize dahil edildiğinde hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediği araştırılmıştır. Çalışmada para politikası sürprizlerinin hisse senedi fiyatlarını negatif etkilediği, piyasada belirsizlik yüksek olduğunda uygulanan politikanın daha fazla etkili olduğu, şirketler bazında incelendiğinde ise etkinin farklı olduğu belirtilmiştir.

Demiralp ve Yılmaz (2010) tarafından yapılan çalışmada 2002-2009 dönemi için para politikasına gösterge faiz ve İMKB 100 endeksinin gösterdiği tepkiler araştırılmıştır. Tüm dönem boyunca her iki değişkenin de beklenmeyen para politikasına anlamlı tepki

vermediği belirtilmiştir. 2005 sonrası dönem için analiz yapıldığında beklenen ve beklenmeyen para politikası değişikliklerine gösterge faizin gösterdiği tepki aynı kalırken, İMKB-100 endeksi için beklenen faiz değişikliği de anlamlılığını yitirmektedir. Ayrıca 2005 sonrası dönemde aykırı gözlemlerin örneklemeden çıkarılmasıyla gösterge faizin politika sürprizlerine anlamlı tepki verdiği, borsa endeksinin ise tepkisiz kaldığı vurgulanmıştır. Bu durumu şu şekilde değerlendirmek mümkündür. Mali baskınlık önemli oranda azaldığında politika faizi gösterge faizi üzerinde etkili olmaktadır. Ancak hisse senedi fiyatları 2005 sonrası dönemde de anlamlı tepki vermemektedir. Aktaş, vd.(2008) tarafından yapılan çalışmada da Aralık 2004 – Ağustos 2008 dönemi için para politikası sürprizlerine hisse senetlerinin anlamlı tepki vermediği sonucuna ulaşılmıştır.³

4.3. TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASALARININ ROLÜ

Türkiye'de sermaye piyasaları özellikle 1990'lı yıllarda kendisinden beklenen işlevi çok fazla yerine getirmemiştir. Kamu açıklarının bu dönemde yüksek seviyelerde seyretmesi ve bu açıkların devlet iç borçlanma senetleri ihraç edilerek finanse edilmesi ve enflasyonun söz konusu dönemde yüksek oranlarda seyretmesi, sermaye piyasasının gelişmesini engelleyen temel faktörleri oluşturmuştur. Böyle bir durumda özel sektör piyasadan dışlanmış, mali piyasalar kamunun temel finansman kaynağı haline gelmiştir (SPK, 2002: 30).

Şubat 2001 krizinin ardından uygulamaya konulan program ile birlikte ekonomide önemli adımlar atılmıştır. Para politikasının önünde engel oluşturan mali baskınlık önemli ölçüde azalmış, enflasyon oranı gerilemiş, sağlanan bu olumlu gelişmelere paralel olarak ülkenin kredibilitesi artmıştır. Ancak bu olumlu gelişmelere rağmen sistemde kamunun ağırlığı devam etmektedir⁴. Bu durum mali sistemin kendisinden beklenen düzeyde bir derinliğe hala ulaşamadığını ifade eder (SPK, 2003: 24 ; SPK, 2004: 25 ; SPK, 2007: 20 ; SPK, 2008: 37).

³ Bu çalışma ile ilgili daha ayrıntılı bilgi ikinci bölümde yer almaktadır.

⁴ Beşinci bölümde bu durum tablo ile de açık bir şekilde gösterilmektedir.

Ele alınan dönem içerisinde kurul kaydında bulunan, İMKB’de işlem gören, İMKB’de işlem görmeyen ve hisse senedi ihraç eden firmaların sayısı aşağıdaki tabloda verilmektedir. Tablo 4.1 incelendiğinde hisse senedi ihracında bulunan büyük firmaların sayısının bu dönem zarfında çok fazla olmadığı ve dönem içerisinde de azaldığı görülmektedir.

Tablo 4.1: Şirketlerin Durumu

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kurul Kaydındaki Şirket Sayısı	875	631	625	605	604	623	570
İMKB’de İşlem Gören Şirketler	288	285	297	304	316	325	323
İMKB’de İşlem Görmeyen Şirketler	573	333	318	310	288	298	247
Hisse Senedi İhracında Bulunan Şirket Sayısı	238	202	247	154	124	114	107

SPK 2002, Faaliyet Raporu, s.32, SPK 2003, Faaliyet Raporu, s.26, SPK 2004, Faaliyet Raporu s.26, SPK 2005, Faaliyet Raporu s.26, SPK 2006, Faaliyet Raporu s.25, SPK 2007, Faaliyet Raporu s.21, SPK 2008, Faaliyet Raporu, s.37.

Hane halkının finansal varlıklarının dağılımını incelendiğinde, hisse senedinin payının çok fazla olmadığı görülmektedir. İncelenen dönemde hane halkının finansal varlıklarının temel bileşenini tasarruf mevduatları oluşturmaktadır. Hisse senedi dışında diğer sermaye piyasası araçlarının da payı küçüktür. Ayrıca Türkiye’de hane halkı kesiminin büyük bir kısmı paralarını altın olarak tutmayı tercih etmektedir. Bunların

dışında hane halkının finansman tercihleri ile sermaye piyasasında işlem gören araçların vade yapıları farklılık arz eder (TOBB, 2008: 56).

Tablo 4.2: Hanehalkı Finansal Varlıklarının Dağılımı

(Milyar TL)	2003	2004	2005	2006	%Pay	2007	%Pay	2008 (09)	%Pay
Tasarruf Mevduatı	45,9	63,5	90,4	113,6	40,6	142,5	45,5	170,7	48,5
DTH	55,4	61,3	59,8	75,0	26,8	78,5	25,0	83,9	23,9
DTH (Milyar ABD Doları)	39,4	45,3	44,5	53,4	-	67,0	-	68,1	-
Dolaşımdaki Para	10,1	12,4	18,3	24,7	8,8	26,2	8,4	32,1	9,1
DİBS+Euro bond	35,3	39,1	32,6	28,2	10,1	19,6	6,3	21,1	6,0
Yatırım Fonu	-	-	-	17,5	6,3	22,6	7,2	21,5	6,1
Hisse Senedi	8,0	12,3	15,7	15,8	5,6	17,5	5,6	13,7	3,9
Repo	2,8	1,6	1,5	2,0	0,7	1,9	0,6	2,8	0,8
Emeklilik Yatırım Fonları	0,0	0,3	1,2	2,9	1,0	4,6	1,5	5,8	1,6
Toplam Varlıklar	157,6	190,5	219,5	279,7	100,0	313,4	100,0	351,6	100,0

TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı.3, 2006: 12, TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı.5, 2007: 18, TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı.7, 2008: 25.

4.4. UYGULAMA

2001:12 – 2008:05 döneminde hisse senedi fiyatları kanalının Türkiye’de etkinliği VAR modeli kullanılarak tespit edilmeye çalışılmaktadır⁵. Varlık fiyatları kanalının etkinliği araştırılırken Thorbecke (1997) ve bu çalışmayı esas alan Berument ve Kutan’ın (2007) çalışmalarında kullandıkları yöntem temel alınmıştır. Her iki çalışmada da hisse senedi fiyatları kanalı VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ve değişkenler için kullanılan kısaltmalar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Gecelik faiz oranı politika aracını göstermektedir. Yatımları temsil etmeye sabit sermaye oluşumu kullanılmıştır. Ayrıca sanayi üretimi, tüketici fiyat endeksi, iki piyasa endeksi ve üç sektör endeksi çalışmada yer alan diğer değişkenleri oluşturmaktadır⁶.

⁵ VAR analiz ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın ilk bölümünde yer almaktadır. Ayrıca VAR modelinde değişkenlerin belirlenmesi, sıralanması, gecikme uzunluklarının belirlenmesi ve öngörü yapılması ile ilgili bilgiler ikinci bölümde verildiği için tekrar olmaması açısından bu bölümde bilgiler yenilenmemiş gerekli olan testler yapılarak sonuçları verilmiştir.

⁶ Mevsimselliğin söz konusu olduğu değişkenler, X12 yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

Tablo 4.3: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

R (r_t)	Gecelik Faiz Oranı (%)	Merkez Bankası
LRYAT (yat_t)	Sabit Sermaye Oluşumu (Logaritmik Reel)	Merkez Bankası
LIP (ip_t)	Sanayi Üretim Endeksi (Logaritmik)	Merkez Bankası
LCPI (cpi_t)	Tüketici Fiyat Endeksi (Logaritmik, 2003=100)	Merkez Bankası
LIMKBTUM	IMKB TÜM (Logaritmik)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIMKB100	IMKB 100 Endeksi (Logaritmik)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIMKB30	IMKB 30 Endeksi (Logaritmik)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIMKBMALI	IMKB Mali Endeksi (Logaritmik)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIMKBSANAYI	IMKB Sınai Endeksi (Logaritmik)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIMKBHIZMET	IMKB Hizmet Endeksi (Logaritmik)	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Bu doğrultuda oluşturulan VAR denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$x_t = (ip_t, cpi_t, yat_t, sr_t^7, r_t,)$$

ve

$$x_t = A(L)x_{t-1} + u_t$$

şeklindedir.

⁷ Ölçülen hisse senedi piyasası endeksi.

Modelde yer alan değişkenlerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılarak test edilmiştir. Test için uygun gecikme yapısının belirlenmesinde Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) bilgi kriterleri kullanılmıştır. Tablo 4.4’de ADF birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.4: ADF Birim Kök Test Sonuçları

SERİLER	GECİKME UZUNLUğU	TEST İSTATİSTİğİ	KRİTİK DEğER (%5)
R	1	-3.42	-2.90
LRYAT	3	-3.46	-3.45
LIP	6	-4.45	-1.95
LTUFE	11	-4.53	-3.48
IMKBTUM	2	-3.53	-3.48
IMKB100	3	-3.66	-3.48
LIMKB30	3	-3.72	-3.48
LIMKBMALI	3	-3.55	-3.48
LIMKBSANAYI	3	-4.10	-3.48
LIMKBHİZMET	3	-3.83	-3.48

Tablo 4.4’deki sonuçlara göre tüm değişkenler seviyede durağan olarak belirlenmiştir.

Uygun gecikme yapısının belirlenmesinde sık kullanılan Son Tahmin Hatası (FPE), AIC, SIC ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinden yararlanılmıştır. Bu kriterlere göre ulaşılan sonuçlar Tablo 4.5’de gösterilmiştir. Koyu yazılmış değerler, ilgili kriter için uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir. Buna göre, FPE, AIC, SIC ve HQ kriterlerinin desteklediği 2 gecikme, VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.5: Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

GECİKME	FPE	AIC	SIC	HQ
0	3.09e-09	-5.406707	-5.247364	-5.343341
1	8.50e-15	-18.21143	-15.25537	-16.83124
2	7.11e-15	-18.39999	-16.64721	-17.70296
3	8.12e-15	-18.29394	-15.74445	-17.28009
4	9.46e-15	-18.19351	-14.84729	-16.86282
5	1.36e-14	-17.91716	-13.77423	-16.26965
6	1.53e-14	-17.93492	-12.99527	-15.97058
7	2.03e-14	-17.85502	-12.11865	-15.57385
8	2.22e-15	-17.16163	-11.24415	-15.30230
9	4.33e-15	-16.12951	-10.84290	-14.62128
10	5.56e-14	-15.17516	-9.17431	-13.96544
11	5.83e-14	-14.34213	-8.19571	-12.05822
12	6.23e-14	-13.56502	-7.21054	-11.57567

Tablo 4.6: Otokorelasyon Test Sonuçları

Gecikme Uzunluğu	LMF istatistiği	Marjinal Düzeyi	Anlamlılık
1	30.11		0.22
2	28.63		0.28

Gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenen model için, LM testi marjinal anlamlılık düzeyi değerinin ikinci gecikme için 0.05'ten büyük olması sebebiyle otokorelasyonun olmadığı varsayımı üzerine kurulu H_0 hipotezi reddedilememektedir.

Tablo 4.7: Breusch- Godfrey Serisel Korelasyon LM Test Sonuçları

$T \cdot R^2$	Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(2)}$
2.11	0.35

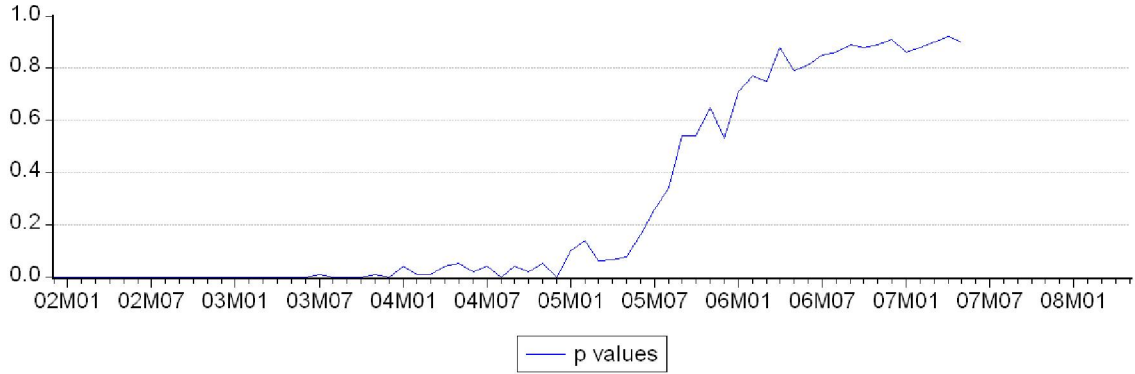
Breusch – Godfrey testi sonuçlarına göre, hata terimlerinde serisel korelasyon olmadığı varsayımı üzerine kurulu H_0 reddedilememektedir.

Tablo 4.8: ARCH LM Testi Sonuçları

$T \cdot R^2$	Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(2)}$
3.02	0.22

ARCH LM testi sonuçlarına göre ARCH yapısı olmadığını gösteren H_0 hipotezi reddedilmemektedir.

Bu çalışmada ayrıca 2001:12 – 2008:05 döneminde yapısal bir değişikliğin olup olmadığı Chow testinin özçıkırım versiyonu olan Ayrık Örneklem Chow testi uygulanarak analiz edilmiştir⁸.



Şekil 4.1: Bin(1000) Tekrara Dayalı Ayrık Örneklem Chow Testi p Değerleri

Yukarıdaki şekilde p değerleri 2005 yılının 1.ayına kadar %5'in altında değer almakta, sonra da yükselmektedir. Bu durumda ayrık örneklem Chow testine göre, VAR modelinin parametrelerin ele alınan dönem boyunca istikrarlı olduğu boş hipotezi reddedilmelidir. Bu doğrultuda 2001:12-2005:01 ve 2005:02-2008:05 dönemlerinin ayrı ayrı ele alınması gerekir. Böylece ele alınan dönem VAR yöntemi ve aynı gecikme uzunluğu ile iki kukla değişken içerecek şekilde tahmin edilmiştir. Kukla değişkenler aşağıda gösterilmektedir.

$$d_1 = \begin{cases} 1 & t < 2005:01 \\ 0 & t \geq 2005:01 \end{cases}$$

$$d_2 = \begin{cases} 1 & t \geq 2005:01 \\ 0 & t < 2005:01 \end{cases}$$

şeklinde olup, tahmin edilen VAR modeli,

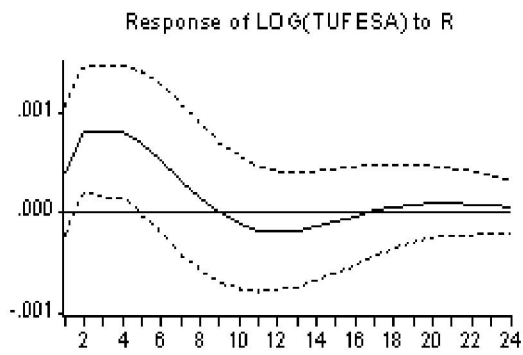
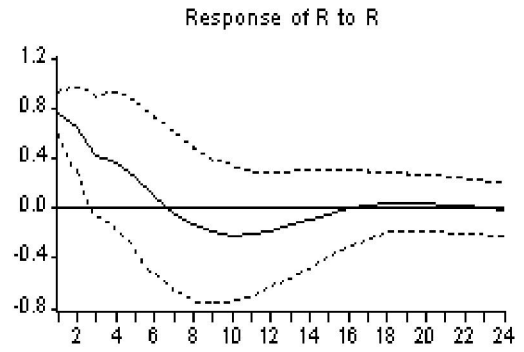
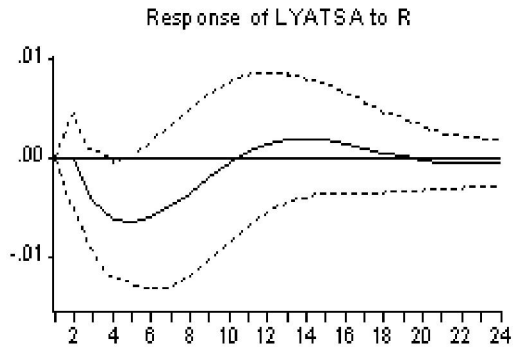
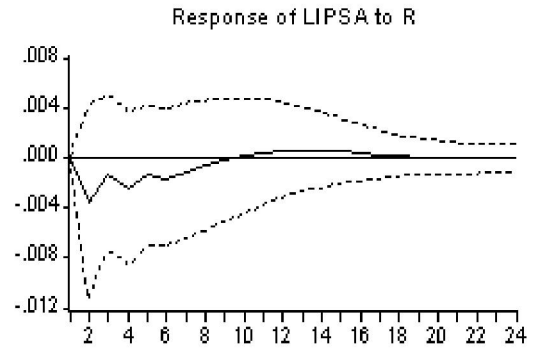
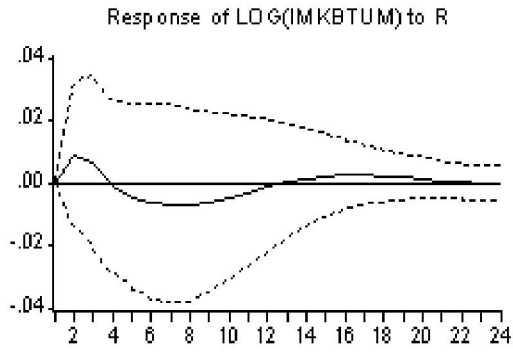
$$Y_t = \mu + A(L)d_1Y_{t-1} + B(L)d_2Y_{t-1} + e_t$$

olarak gösterilmektedir.

⁸ Söz konusu test ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın ikinci bölümünde verilmektedir.

Burada, gecikmeli içsel değişkenlerin 2001:12 – 2005:01 dönemi için katsayıları $A(L)$, 2005:02 – 2008:05 dönemi için ise $B(L)$ olarak elde edilir. $A(L)+B(L)$ ise tüm örneklem için gecikmeli içsel değişkenlerin katsayılarını ifade ediyor olup, bir önceki modelde elde edilen sonuçları verir.

Çalışmada ilk olarak Ayrık Örneklem Chow testi ile dönem ayırımı yapılmıştır. Dönem ayırımının yapıldığı modelde IMKB Tüm endeksi kullanılmıştır. Ardından politika şokunun bileşik piyasa endeksleri üzerindeki etkisi daha sonra da sektör endeksleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Sektör endekslerinin kullanılması Berument ve Kutun (2007) tarafından da ifade edildiği üzere para politikasının daha iyi anlaşılmasına olanak sağlar.



Şekil 4.2: 2001:12 – 2005:01 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB Tüm)

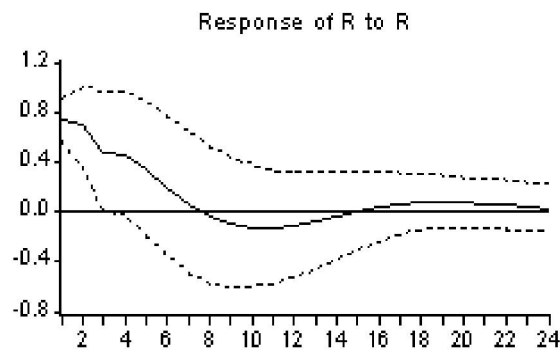
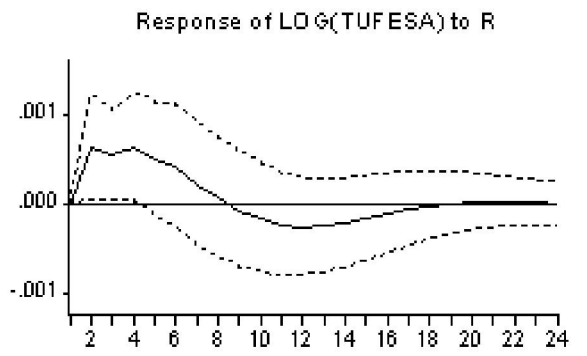
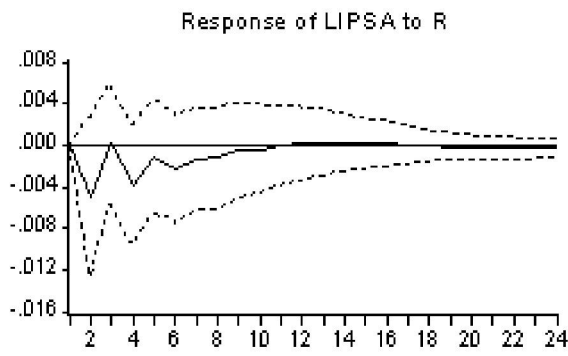
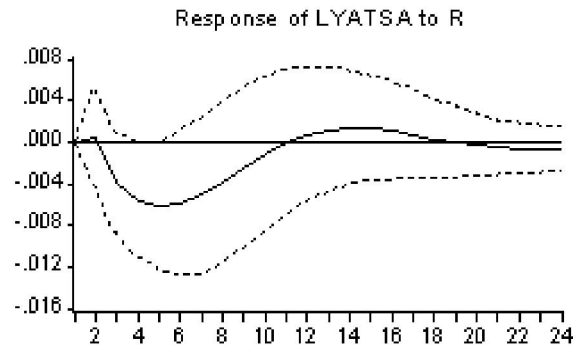
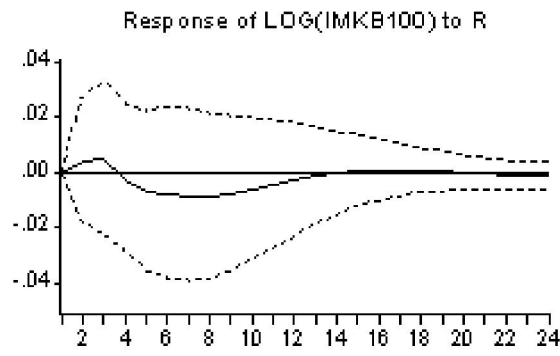
Yukarıda etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde daraltıcı bir para politikası sonucu IMKB Tüm endeksinin artarak tepki verdiği, bu artışın ikinci ayda maximuma ulaştığı ve ardından düşmeye başlayarak on üçüncü ayda etkisini kaybettiği gözlenmektedir. Yatırımlar politika şokuna başlangıçta azalarak tepki vermiş, bu azalış beşinci ayda maximuma ulaşmış, ardından artmaya başlamış ve onsekizinci ayda etkisini kaybetmiştir. Sanayi üretimi ise başlangıçta düşmüş, ikinci ayda maximuma ulaşmış, daha sonra artmaya başlayarak onaltıncı ayda etkisini kaybetmiştir. Tüketici fiyat endeksi de politika şokuna başlangıçta artarak tepki vermiş, dördüncü ayda azalmaya başlamıştır. Burada gözlenen fiyat paradoksuna diğer kanallarda da rastlanmıştır.

Daraltıcı para politikası şokuna IMKB Tüm endeksi ve TÜFE beklenin tersi yönde tepki vermiştir. Bu durum Türkiye ekonomisi açısından değerlendirildiğinde şaşırtıcı değildir. Çünkü 2001 krizinden sonra mali baskınlık azalınca kadar para politikası etkin bir şekilde çalışmamıştır⁹. Ayrıca mali baskınlığa sebep olan yüksek kamu borcu ve bu borcun devlet iç borçlanma senedi ihraç edilerek finanse edilmesi özel sektörün finansman olanaklarını daraltmış sermaye piyasasının gelişmesini engellemiştir (SPK, 2002: 30).

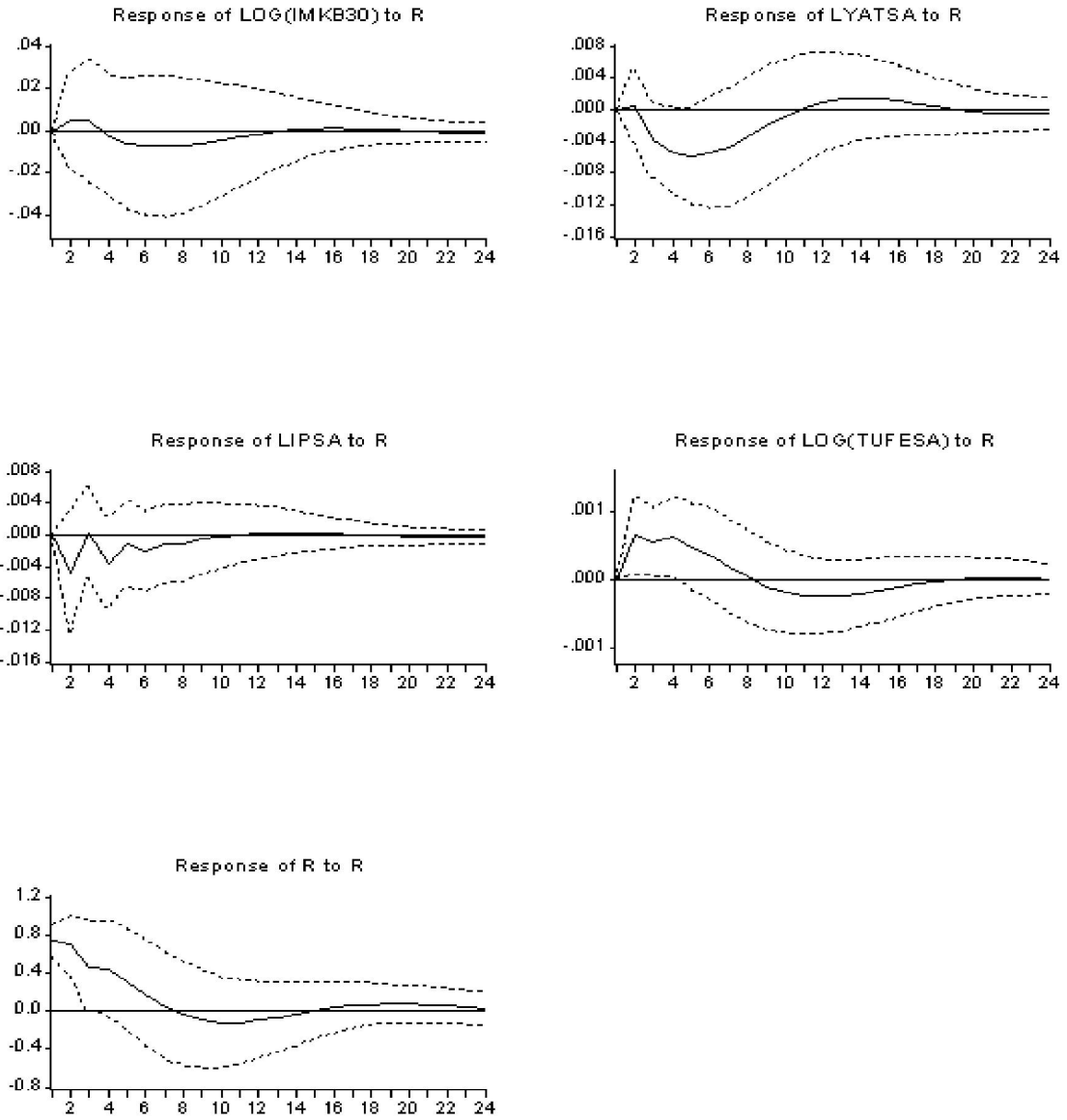
Çalışmada ayrıca ayrı ayrı incelenen iki dönem için ilk olarak piyasa endekslerinin para politikasına gösterdiği tepkiler incelenmiştir. Bu doğrultuda IMKB-100 endeksinin politika şokuna gösterdiği tepkiler Şekil 4.3'de görülmektedir. Burada politika şokuna IMKB-100 endeksi başlangıçta çok az bir artış göstermiş ve ardından azalmaya başlamıştır. Yatırımlar politika şokuna azalarak tepki vermiş ardından artış göstermiştir. Sanayi üretimi ikinci ayda gözlenen düşüşün ardından dalgalı bir seyir izlemiştir. Tüketici fiyat endeksi politika şoku karşısında artmış ve bu artış beşinci ayda etkisini kaybetmiş ve azalış trendine dönmüştür.

IMKB-100 endeksinin politika şokuna gösterdiği tepki IMKB Tüm endeksine göre daha uzun süreli olmuştur. Ayrıca IMKB-100 endeksinin kullanılarak tahmin edilen VAR denkleminde yatırımların etkisi daha kalıcı olmuş, sanayi üretiminin etkisi daha uzun süreli devam etmiştir. Fiyat paradoksu burada da gözlenmiştir.

⁹ Mali baskınlık ve para politikası arasındaki ilişki ayrıntılı olarak çalışmanın ikinci bölümünde anlatılmaktadır.

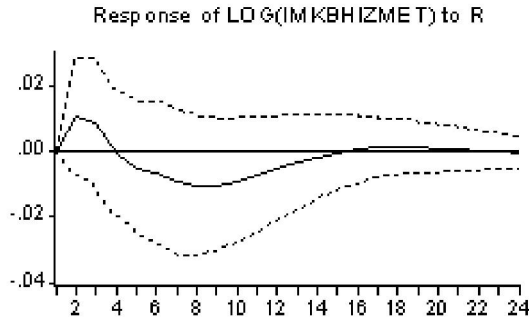
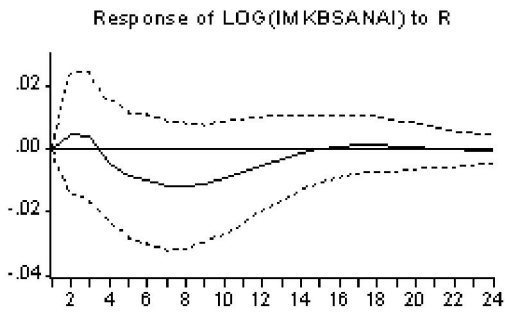
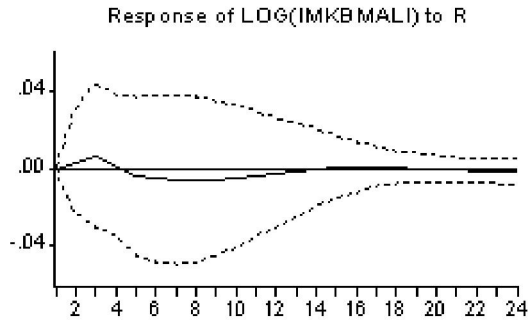


Şekil 4.3: 2001:12 – 2005:01 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB 100)



Şekil 4.4: 2001:12 – 2005:01 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB 30)

Şekil-6'da yer alan etki-tepki fonksiyonlarına göre politika şokuna IMKB-30 endeksi, başlangıçta artarak, ardından azalarak tepki vermiştir. Diğer değişkenlerin tepkileri IMKB-100 endeksi kullanılarak tahmin edilen model ile paralellik göstermektedir.

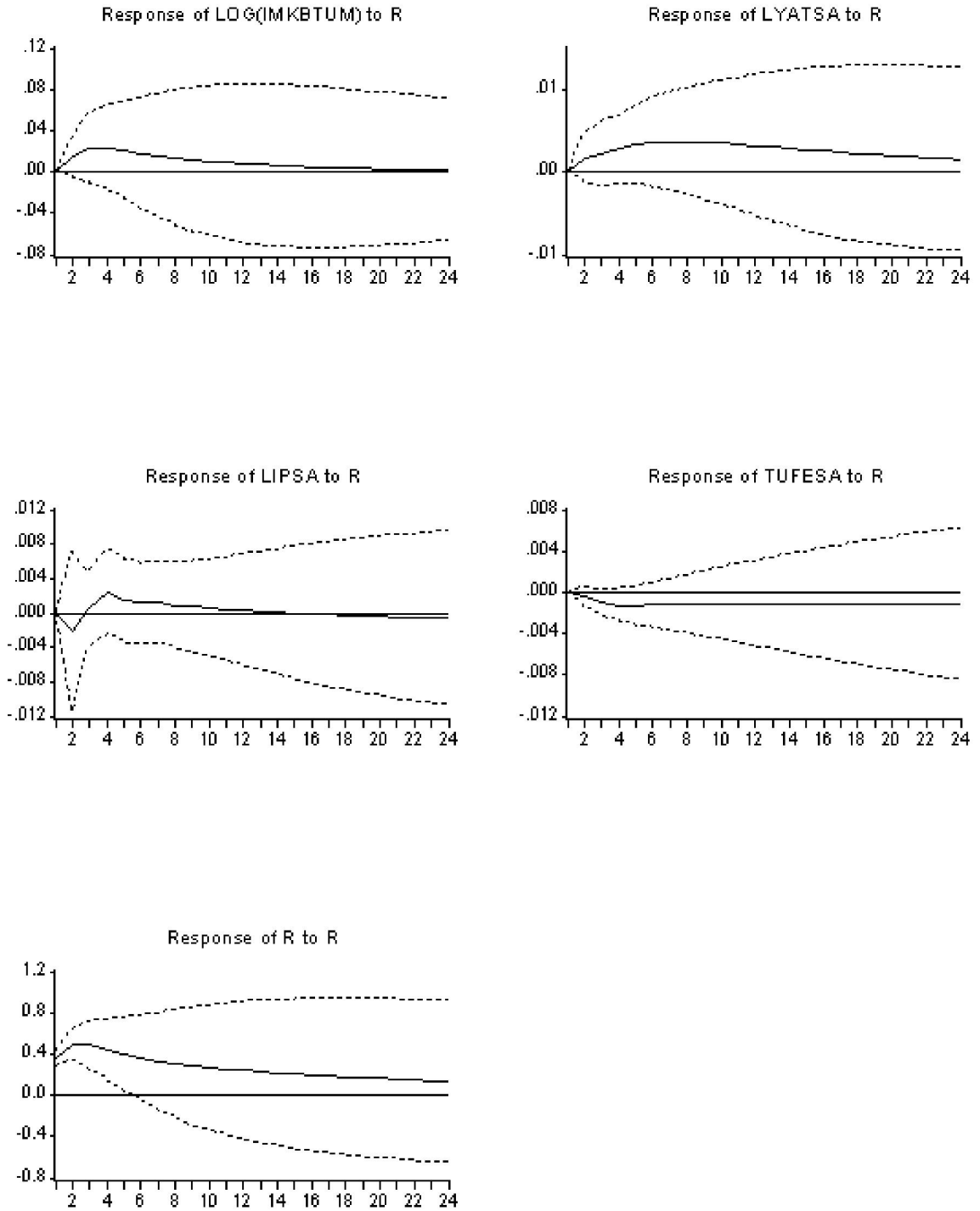


Şekil 4.5: 2001:12 – 2005:01 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB MALİ, SANAYİ, HİZMET)

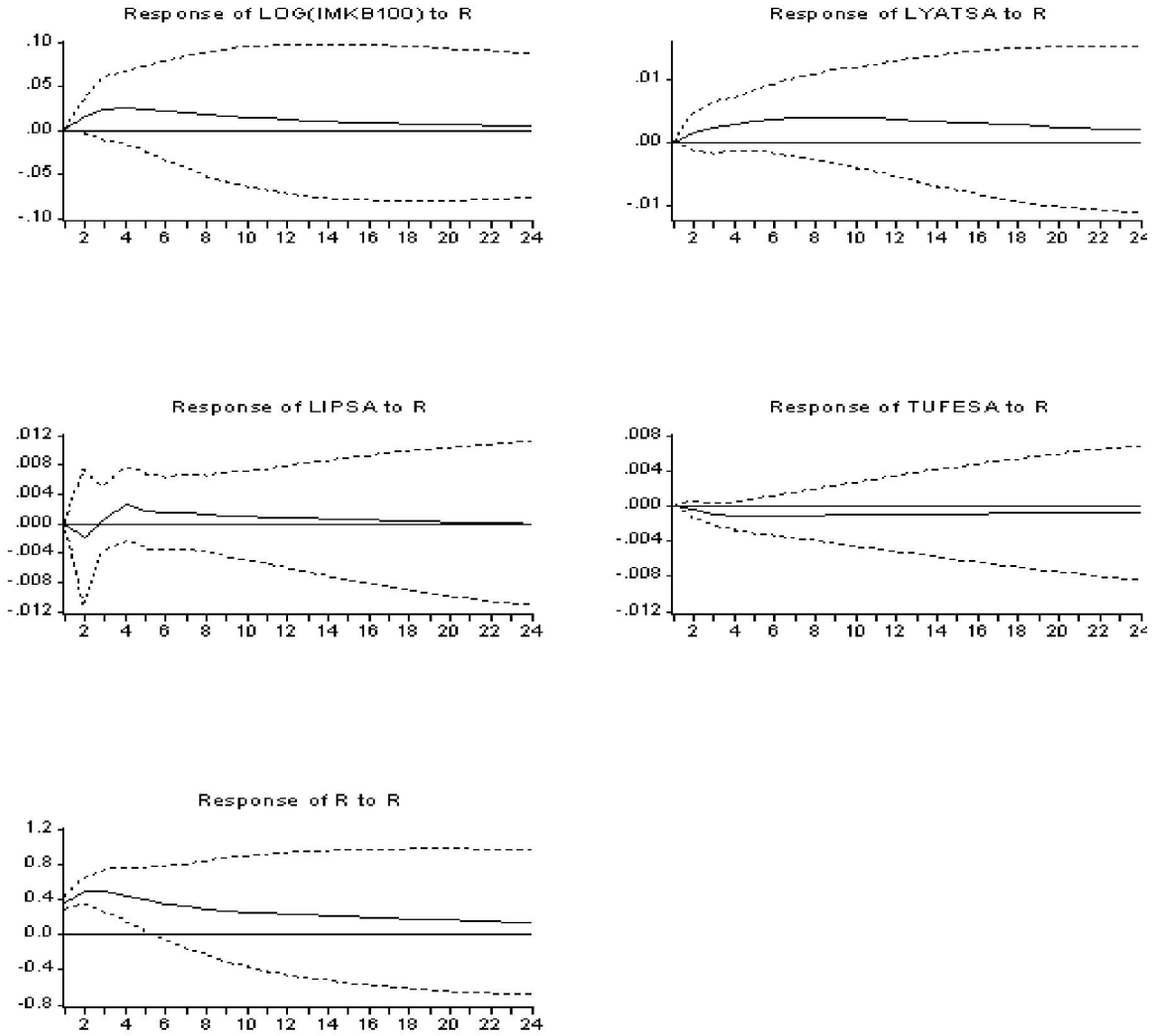
Üç sektör endeksi üzerinde para politikasının etkileri incelendiğinde üç endeksinde politika şokuna başlangıçta artarak tepki verdiği görülmektedir. Sektör endeksleri de politika şokuna beklenin tersi yönde tepki vermiştir.

İkinci döneme ait (2005-2008) etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde politika şokuna IMKB Tüm endeksinin yine artarak tepki verdiği görülmektedir. Daraltıcı para politikası şokuna yatırımlar bu dönem zarfında artarak tepki vermiştir. Sanayi üretimi de politika şokuna başlangıçta azalarak tepki vermiş, ardından yükselmiştir. TÜFE politika şokuna azalarak cevap vermiştir. Bu dönem zarfında fiyat paradoksu ortadan kalkmıştır. Ancak para politikası şokları ile hisse senedi endeksleri arasındaki ilişki ikinci dönemde de beklentilerle uyumlu değildir. Demiralp ve Yılmaz (2010) tarafından hem 2002-2009 dönemi için, hem 2005 sonrası dönem için, Aktaş, vd.(2008) tarafından Aralık 2004 – Ağustos 2008 dönemi için yapılan çalışmalarda, hisse senetlerinin para politikasına anlamlı tepki vermediği sonucuna ulaşılmıştır. Sekmen (2011) tarafından ABD için yapılan çalışmada da federal fon oranı ile hisse senedi getirileri arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Bu çalışmada ele alınan ikinci dönem zarfında da hisse senedi fiyatları kanalının çalışmamasında, beşinci bölümde ayrıntılı olarak izah edildiği gibi, Türk mali sisteminde bankaların payının ağırlıklı olmasının, kamu sektörünün devlet iç borçlanma senetleri ihraç ederek yüksek faiz ödemesi ile özel sektörü piyasadan dışlamasının ve sermaye piyasasının henüz yeterli derinliğe ulaşamamış olmasının etkili olduğu düşünülmektedir.

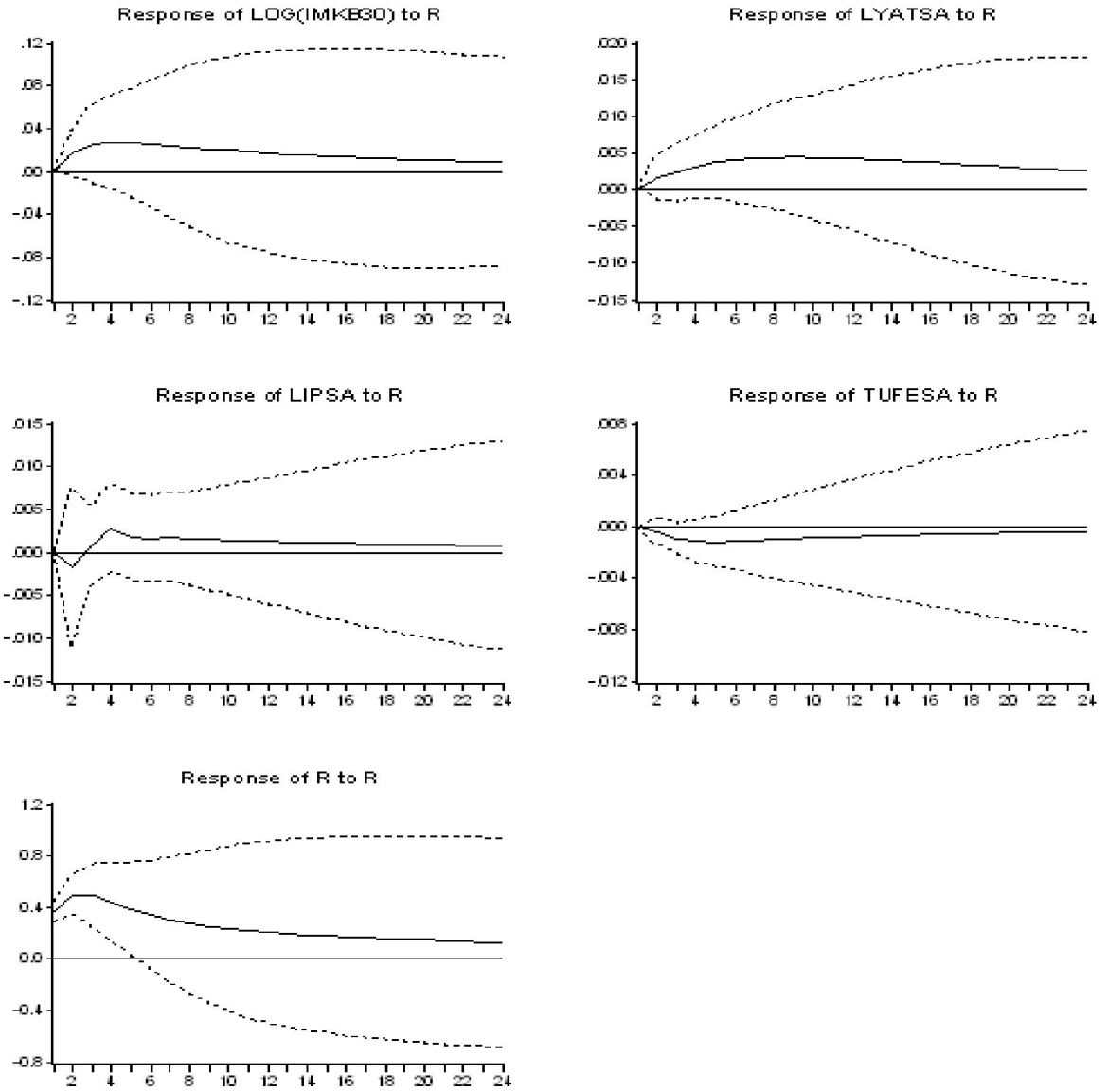


Şekil 4.6: 2005:02 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB Tüm)



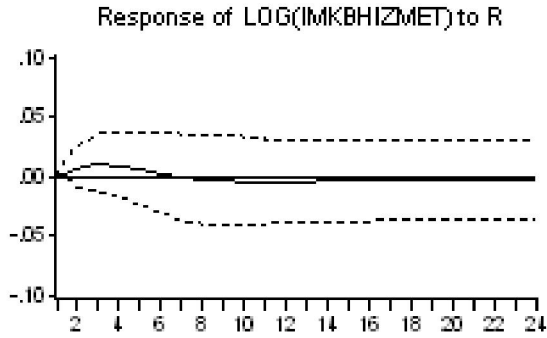
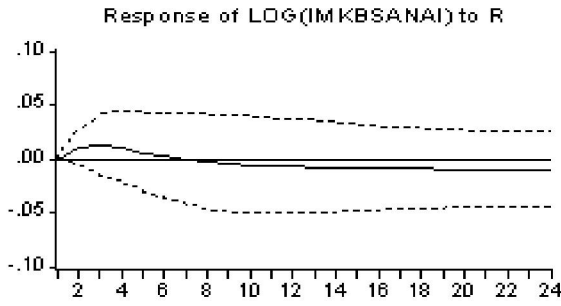
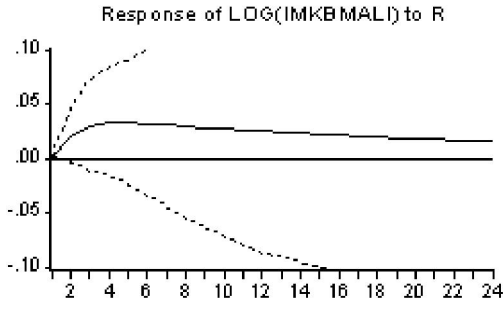
Şekil 4.7: 2005:02 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB 100)

VAR modeli IMKB-100 endeksini içerecek şekilde 2005-2008 dönemi için tahmin edildiğinde elde edilen etki tepki fonksiyonları şekil 4.7’de yer almaktadır. Burada politika şokuna IMKB-100 endeksinin artarak tepki verdiği ve beşinci aydan sonra çok yavaş bir şekilde azaldığı görülmektedir. Yatırımlar politika şokuna artarak tepki vermiştir. Sanayi üretim endeksi başlangıçta azalmış, ardından artmıştır. IMKB Tüm endeksine göre, IMKB 100 endeksinde azalış daha uzun bir süre devam etmiştir. Tüketici fiyat endeksi de politika şokuna azalarak tepki vermiştir.



Şekil 4.8: 2005:01 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB 30)

Şekil 4.8’de para politikası şokuna IMKB-30 endeksi de artarak tepki vermiştir. IMKB Tüm ve IMKB 100 endeksine göre politika şokuna gösterilen tepki daha uzun süreli olmuştur. Ancak burada da gösterilen tepki beklenenin tersi yönünde olmuştur. Diğer değişkenlerin gösterdiği tepkiler IMKB 100 endeksi kullanılarak oluşturulan modeldeki gibidir.



Şekil 4.9: 2005:01 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (IMKB MALİ, SANAYİ, HİZMET)

Sektör endekslerinin politika şokuna gösterdiği tepkiler incelendiğinde hepsinin politika şokuna başlangıçta artarak tepki verdiği görülmektedir. Mali endeks altıncı aydan sonra azalmaya başlamaktadır. Ancak azalış çok küçük olmaktadır. Sanayi endeksi dördüncü aydan itibaren azalmaya başlamakta ve yirmi dört ay boyunca etkisini

sürdürmektedir. Hizmet endeksi de dördüncü aydan itibaren azalmaya başlamakta, ancak sekizinci aydan itibaren etkisini yitirmektedir.

Etki tepki fonksiyonlarının ardından söz konusu kanalda varyans ayrıştırmasına gidilmiş sonuçları tablo 9 ve tablo 10'da gösterilmiştir.

Tablo 4.9: 2001-2005 Dönemi Varyans Ayrıştırma Tablosu

<i>Değişkenler</i>	<i>Dönem</i>	<i>TUM</i>	\mathcal{E}_{LIP}	\square_{YAT}	\square_{CPI}	\mathcal{E}_R
<i>IMBKTUM</i>	<i>1</i>	100.00	0.000	0.0000	0.0000	0.0000
	<i>8</i>	81.28	11.541	3.159	2.943	1.070
	<i>16</i>	78.743	12.243	2.905	4.981	1.126
	<i>24</i>	77.436	12.098	3.476	5.855	1.132
<i>LİP</i>	<i>1</i>	1.780	98.21	0.0000	0.000	0.000
	<i>8</i>	21.415	58.848	6.2192	11.609	1.9078
	<i>16</i>	25.01	54.289	6.1310	12.72	1.8412
	<i>24</i>	25.072	53.388	6.5764	13.15	1.8061
<i>LYAT</i>	<i>1</i>	8.1061	1.8765	90.017	0.0000	0.000
	<i>8</i>	29.788	33.38	25.098	1.5282	10.204
	<i>16</i>	36.593	28.685	20.535	5.0558	9.129
	<i>24</i>	36.135	28.397	20.97	5.4981	8.993
<i>LCPI</i>	<i>1</i>	0.5408	2.6095	0.1719	92.550	4.1269
	<i>8</i>	5.853	12.94	13.906	46.886	20.410
	<i>16</i>	6.1280	15.120	19.43	41.972	17.345
	<i>24</i>	6.460	14.493	19.624	42.834	16.586
<i>R</i>	<i>1</i>	16.718	8.698	13.566	0.0000	61.01
	<i>8</i>	25.870	30.643	10.099	17.927	15.458
	<i>16</i>	23.71	25.776	12.931	22.91	14.665
	<i>24</i>	22.947	25.353	14.199	23.82	13.671

Tablo 4.10: 2005:02-2008:05 Dönemi Varyans Ayrıştırma Tablosu

<i>Değişkenler</i>	<i>Dönem</i>	<i>TUM</i>	\mathcal{E}_{LIP}	\square_{YAT}	\square_{CPI}	\mathcal{E}_R
<i>IMBKTUM</i>	<i>1</i>	100.00	0.000	0.0000	0.0000	0.0000
	<i>8</i>	87.06	0.2126	1.6781	1.809	9.230
	<i>16</i>	86.059	0.2795	1.6060	2.170	9.884
	<i>24</i>	85.828	0.3698	1.584	2.416	9.800
<i>LİP</i>	<i>1</i>	14.042	85.95	0.0008	0.000	0.000
	<i>8</i>	16.085	78.307	0.8727	3.413	1.3212
	<i>16</i>	19.57	72.572	0.8111	5.759	1.2814
	<i>24</i>	21.367	69.059	0.8138	7.427	1.3315
<i>LYAT</i>	<i>1</i>	14.52	0.0000	85.470	0.0000	0.000
	<i>8</i>	27.749	1.515	52.291	0.1080	18.336
	<i>16</i>	38.656	1.5141	34.303	0.1012	25.42
	<i>24</i>	39.118	1.831	31.23	0.3021	27.50
<i>LCPI</i>	<i>1</i>	3.2062	9.2571	7.127	80.40	0.000
	<i>8</i>	11.152	22.871	2.5558	49.56	13.858
	<i>16</i>	15.670	23.78	1.584	44.708	14.25
	<i>24</i>	17.87	23.793	1.4708	42.277	14.585
<i>R</i>	<i>1</i>	2.2438	1.602	2.0795	0.1001	93.97
	<i>8</i>	9.6274	5.508	5.2096	0.4109	79.243
	<i>16</i>	9.266	6.504	5.3648	1.238	77.625
	<i>24</i>	9.6167	7.4161	4.8785	2.468	75.619

Varyans ayrıştırma tabloları incelendiğinde 2001:12 – 2005:01 dönemi için IMKB Tüm endeksi için değişimin temel kaynağı kendi şoklarıdır (%77). 2005:02-2008:05 dönemi için de değişimin temel kaynağını kendi şokları (%85) oluşturmaktadır. Sanayi üretimindeki değişimin temel kaynağı 2001:12 - 2005:01 dönemi için, kendi şokları (%53) ve IMKB Tüm endeksi (%25) dir, 2005:02 - 2008:05 döneminde de söz konusu durum değişmemiştir. Yatırımlardaki değişimin temel kaynağı 2001:12 - 2005:01 dönemi için, IMKB Tüm endeksi (%36) ve sanayi üretimi (%28) iken, 2005:02 -2008:05 döneminde IMKB Tüm endeksi (%39) ve kendi şoklarından (%31) oluşmaktadır. TÜFE'deki değişim ilk dönemde kendi şoklarından (%42) ve yatırımlardan (%19) oluşmaktadır. İkinci dönemde kendi şoklarından (%42) ve sanayi üretiminden (%24) oluşmaktadır. Gecelik faizlerdeki değişim, ilk dönemde sanayi üretimi (%25), TÜFE (%24) ve IMKB tüm endeksi'nden (%23) oluşmaktadır. İkinci dönemde değişimin temel kaynağı kendi şoklarıdır (%75). İki dönem karşılaştırıldığında faiz oranlarının etkisinin ikinci dönemde arttığını söylemek mümkün değildir.

Yapılan bu çalışmada varlık fiyatları kanalı bütün olarak değerlendirildiğinde analiz edilen dönemin farklı yapılar içerdiği ve bu doğrultuda iki döneme ayrılarak (2001:12-2005:01 ; 2005:02-2008:05) incelenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak her iki dönemde de hisse senedi fiyatlarının para politikasına anlamlı tepki vermediği tespit edilmiştir. Söz konusu durumun, yüksek olan kamu borcunun devlet iç borçlanma senetleri ile finanse edilerek özel sektörü sermaye piyasalarından dışlaması ve bununla bağlantılı olarak Türkiye'de sermaye piyasasının çok gelişmiş olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Ayrıca finansal sistem içerisinde bankacılık sisteminin ağırlıklı paya sahip olması da bu durumu açıklayıcı bir nitelik taşımaktadır.

5.BÖLÜM: KREDİ KANALLARI

5.1. KREDİ KANALINDA ASİMETRİK BİLGİ SORUNU

Finansal sistemin gün geçtikçe önem kazanması üzerine bu piyasalarda ortaya çıkan aksaklıkların incelenmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Geleneksel faiz oranı kanalının bu konuda yetersiz kalması üzerine kredi kanalı geliştirilmiştir¹. Böylece faiz kanalında geçerli olan mükemmel işleyen piyasalar varsayımı yerini finansal piyasalardaki bilgi asimetrisine bırakmıştır. Finansal piyasalarda ödünç alan ve veren arasındaki bilgi asimetrisi ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını beraberinde getirir. Ters seçim sözleşme öncesinde taraflar arasında söz konusu olan bilgi asimetrisinden doğar. Bu durumda kredi veren iyi ve kötü durumdaki ödünç alıcı arasında doğru seçim yapamaz ve iyi durumdaki ödünç alıcıya da kredi vermeme yolunu seçebilir. Ahlaki tehlike sözleşme sonrasında ödünç alan tarafın krediyi riskli projelerde kullanması ile ortaya çıkar. Ahlaki tehlike durumunda verilen kredi'nin geri ödenme olasılığı düştüğü için ödünç veren yeni kredi açmayabilir. Ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinden dolayı ödünç veren kredi tayinlemesine gidebilir (De Bont, 1998: 274-275). Ancak kredi tayinlemesi olgusu kredi kanalının çalışması için gerekli bir koşul değildir² (Bernanke, 1992-1993: 56 ; Walsh, 2003: 326 ; Gertler – Gilchrist, 1993: 46-49 ; De Bondt, 1997: 7-8 ; Özatay, 2011: 227-230).

Kredi piyasalarında ödünç alan ile ödünç veren arasında bilgi asimetrisinden kaynaklanan sorunlar aynı zamanda iç finansman ile dış finansman maliyetinin farklılaşmasına yol açar. Dış finans primi olarak adlandırılan bu fark, kredi piyasalarında ödünç verenin beklenen getirisi ile ödünç alanın maliyeti arasında söz konusu olan aksaklıkla doğru orantılı olarak değişir. Bu doğrultuda para politikası, kredi görüşünü savunanlara göre faiz oranları yanında dış finans priminin büyüklüğünü de etkiler. Böylece

¹ Ayrı bir kanal olarak banka kredi kanalı Bernanke ve Blinder (1988) tarafından geliştirilmiştir. Ancak Kashyap ve Stein (1994) ve Bernanke (1992-1993)'ye göre kredi kanalının temelleri Roosa'nın (1951) kullanılabilirlik doktrinine (availability doctrine) dayanmaktadır.

² Kredi tayinlemesi ile ilgili ayrıntılı bilgi için Jaffee ve Russel (1976) ve Stiglitz ve Weiss'e (1981) bakılabilir.

dış finans priminin dikkate alınması, para politikasını daha kapsamlı bir hale getirir. Dış finans primi ile bağlantılı para politikası etkilerini açıklayan iki temel aktarım mekanizması mevcuttur. Bunlar banka temelli kanallar ve bilanço kanalıdır (Bernanke – Gertler, 1995: 28-35 ; De Bont, 1997: 5; Hubbard, 1995: 65).

Çalışmanın ilk bölümünde piyasa aksaklıklarının belirleyiciliği doğrultusunda yapılan ayırım neticesinde neo-klasik olmayan aktarım kanalları olarak sınıflandırılan kredi kanalları içerisinde öncelikle banka temelli kanallar incelenecektir. Banka temelli kanallarda, özellikle küçük firmalar için banka kredileri ile diğer krediler arasında ikame olanağı olmadığı için bankalar özel bir yere sahiptir. İki tane banka temelli kanal mevcuttur. Bunlar banka kredi kanalı ve banka sermaye kanalıdır³ (Boivin, vd. 2010: 15-18). Ardından bilanço kanalı üzerinde durulacaktır. Literatürde, bu kanallar içerisinde banka kredi kanalı yaygın olarak test edildiği için, bu çalışmada da uygulama bölümünde banka kredi kanalı ampirik olarak test edilmiştir. Ayrıca bu kanalın gelişmekte olan ülkelerde daha etkin çalışması tercih edilmesinin bir diğer nedenini oluşturmuştur.

5.1.1. Banka Temelli Kanallar

5.1.1.1. Banka Kredi Kanalı

Banka kredi kanalı; mevduat kuruluşları içinde özellikle bankalar tarafından arz edilen ödünçler üzerinde para politikasının etkilerini inceler. Kredi görüşünü savunanlara göre, para görüşünde piyasaların mükemmel işlediği varsayıldığı için, bankaların ekonomide oynadığı rol ihmal edilmektedir. Para görüşünde halk banka mevduatlarını para olarak kullandığından, bankaların yükümlülük tarafındaki mevduatlar önem arz eder. Bankalar bilançolarının aktif tarafında herhangi bir işlem sunmaz. Kredi görüşüne göre ise mevduatlar yanında banka kredilerinin de yani banka bilançolarının aktif kısmının da dikkate alınması gerekir (Bernanke, 1988: 5 ; Gertler – Gilchrist, 1993: 45). Bu doğrultuda Bernanke ve Blinder (1988) tarafından geliştirilen model, para, tahvil ve kredi olmak üzere

³ Egert ve MacDonald, (2009) tarafından yapılan çalışmada da banka sermaye kanalı kredi kanalları başlığı altında incelenmiştir. Diğer birçok çalışmada kredi kanalı, banka kredi kanalı ve bilanço kanalı şeklinde ikili bir sınıflandırmaya tabi tutularak incelenmiştir. Bu çalışmalar örnek olarak Bernanke ve Gertler, (1995), Cecchetti, (1995), Hubbard, (1995), Holtemöller, (2002) verilebilir.

üç aktiften oluşur⁴. Bu modelde IS eğrisinin yerini CC (mal ve kredi) eğrisi almıştır. CC eğrisi de IS eğrisi gibi negatif eğimlidir, ancak IS eğrisinden farklı olarak, para politikasındaki şoklar ile kredi piyasasındaki şoklar karşısında değişiklik göstermektedir. Bu durumda para politikasındaki değişiklikler hem LM, hem CC eğrisini değiştirdiği için para politikasının etkisi artmış olmaktadır (Bernanke – Blinder, 1988: 436-37).

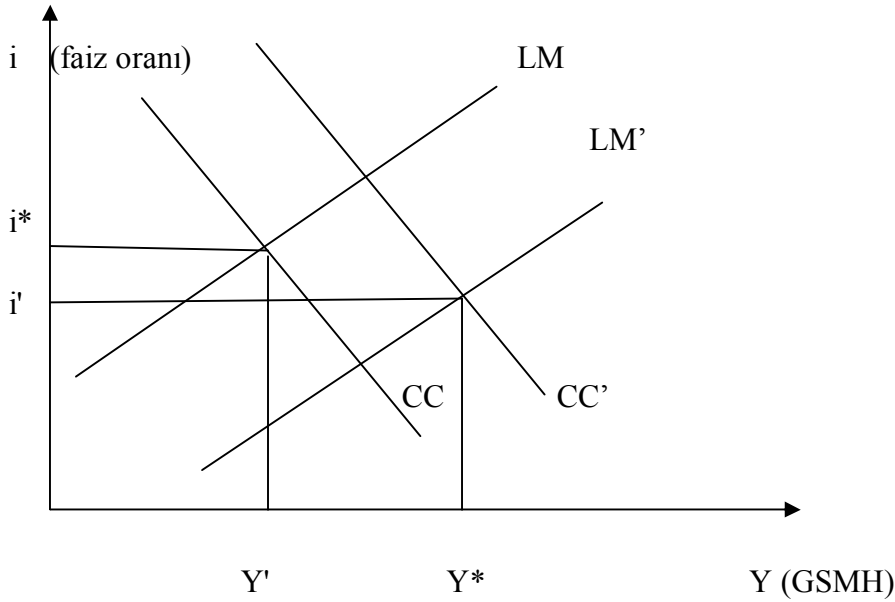
Kashyap ve Stein'e (1994: 225-226 ; 1995: 154-155) göre Bernanke ve Blinder (1988) tarafından oluşturulan bu modelin çalışması üç koşulun gerçekleşmesine bağlıdır.

1. Firmaların finansmanı açısından, bilançolarının yükümlülük tarafında banka kredileri ile diğer finansman kaynakları arasında tam ikame olmamalıdır. Böylece sıkı bir para politikası uygulanması durumunda firmalar kredilerinde söz konusu olan azalmayı halka tahvil satarak telafi edemez ve finansman konusunda bankalara bağımlı hale gelirler.
2. Para politikasını uygulayan otorite olarak merkez bankası doğrudan bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir. Bunun için bankaların bilançolarının aktif kısmında krediler ile diğer finansal varlıklar arasında tam ikame olmaması gerekir. Ayrıca banka dışı finansal araçların yaygın olduğu, riske dayalı sermaye yeterliliğinin geçerli olduğu, bankaların rezerve olmayan durumdaki fonlarla sermayelerini arttırabildiği ve bankaların politika sonucu rezervlerinde meydana gelen değişimleri kredilerden çok menkul kıymetler ile dengelemeye çalıştıkları durumlarda bu ilişki zayıflar (Kashyap – Stein, 1994: 229).
3. Son olarak da fiyat yapışkanlıkları olmalıdır.⁵ Fiyat yapışkanlığının olmadığı bir durumda politika değişikliği aynı oranda fiyatlara yansır. Banka ve firmaların bilançolarında herhangi bir reel etkiye neden olmaz.

⁴ Faiz oranı kanalında para ve tahvil olmak üzere iki aktif vardır ve tam ikame varsayımı geçerlidir.

⁵ Fiyat yapışkanlığı koşulu kısa dönemde para politikasının herhangi bir reel etkiye yol açması için gereklidir. Sadece kredi kanalına özgü değildir. Faiz oranı kanalında da bu koşul geçerlidir (Kashyap - Stein, 1994: 226-238).

Bernanke ve Blinder (1988) tarafından geliştirilmiş modelde parasal bir genişlemenin LM-CC dengesini nasıl etkilediği aşağıdaki şekilde gösterilmiştir⁶. Parasal genişleme sonucu hem LM eğrisi, hem CC eğrisi sağa kaymış, gelir düzeyi artmıştır. Burada faiz oranı düşmüştür, faiz oranlarının düzeyi CC ve LM eğrilerinin kayma derecelerine göre belirlenir. Bu analizin geleneksel IS-LM analizinden farkı LM ile birlikte CC eğrisinin de kayması ve bunun da para politikasının etkisini arttırmasıdır (Bernanke – Blinder, 1988: 437 ; Özatay, 2011: 221-224 ; Smant, 2002: 7-23). Bundan dolayı, tam ikame varsayımının kaldırılması ve yeni bir aktifin modele dahil edilmesi aslında geleneksel faiz oranı kanalından farklı ve ona alternatif olarak geliştirilmiş bir kanal olmadığını belirtir. Burada daha ziyade geleneksel faiz oranı kanalı genişletilmiştir. Belki de bu doğrultuda kredi kanalı olarak isimlendirilmesi yanlıştır (Bernanke – Gertler, 1995: 28).



Şekil 5.1: Kredi Görüşünde Parasal Genişlemenin Etkisi⁷

⁶ Parasal bir daralmada söz konusu süreç tersine işler. Parasal daralma için ayrıca Holtemöller, (2002: 3)'e bakılabilir.

⁷ Frexias ve Rochet (1997: 164) ; Özatay (2011: 226) ; Smant (2002: 23)'den alınmıştır.

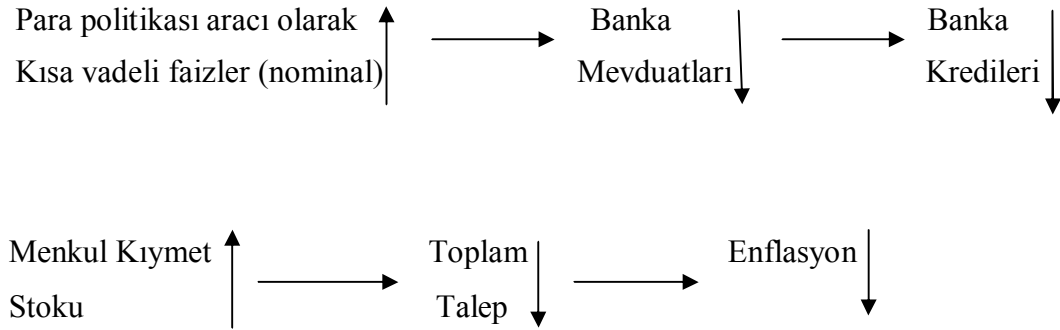
Banka kredi kanalında iki temel soruya cevap bulunmaya çalışılmaktadır. Bunlardan ilki bankaları ekonomide önemli hale getiren nedir? İkincisi ise bankaların verecekleri kredilerin miktarı ekonomik performansını neden etkilemektedir? (Bernanke, 1988: 5). Bu sorulardan ilkinin verilecek yanıt, yani bir ekonomide bankaların özel bir yere sahip olmasının sebebi ödünç alıcı ve borçluların arasında gerçekleşecek olan işlemin belirli bir maliyet içermesidir. Bankalar bu işlem maliyetini minimize ettiklerinden, yüksek işlem maliyetlerine katlanamayacak olanlar ve banka mevduatı dışında borçlanamayanlar için temel finansman kaynağı haline gelirler; burada bankalar ölçek ekonomisi avantajına sahiptirler (Bernanke, 1992-1993: 53). Birçok ülkede hakim durumda olan bankalar, kredi piyasalarındaki bilgi problemlerini çözerler. Bankaların verdikleri ödünçlerde para politikasına bağlı olarak bir azalma olursa, özellikle ödünç almada bankalara bağlı olan hane halkı ve küçük firmalar bundan zarar görür. Bilgi asimetrisinden dolayı bu ödünç alıcılar doğrudan hisse senetlerini piyasaya çıkaramazlar. (Bernanke – Gertler, 1995: 29-40; Gertler – Gilchrist, 1993: 45). Burada da bankalar uzmanlaşmadan kaynaklanan avantajlarını kullanırlar (Bernanke, 1992-1993: 53). İkinci soruya şu şekilde cevap vermek mümkündür. Bankaların verdikleri krediler hane halkı ve firmaların tüketim ve yatırım tercihlerini etkiler. Bu tüketim ve yatırım tercihleri de toplam talebi etkiler. Böylece bankaların verdikleri krediler dolaylı yoldan ekonomiyi etkilemiş olur (Bernanke, 1988: 8). Bu da bir anlamda bankaların verdikleri kredilerin ekonomiyi kapsadığını ifade eder. Böylece bankaların bir ekonomide ölçek ekonomisi, uzmanlaşma ve kapsam ekonomisi avantajlarından dolayı özel bir öneme sahip olduğu söylenebilir (Bernanke, 1992-1993: 53).

Mishkin'e (1996: 9) göre banka kredi kanalının çalışma mekanizması aşağıdaki gibidir.

$$M \uparrow \rightarrow \text{banka mevduatları} \uparrow \rightarrow \text{banka kredileri} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Para arzındaki bir artış banka mevduatlarını arttırır. Banka mevduatlarındaki artış da bankaların verebileceği kredilerin artmasını sağlar. Birçok küçük firma ve ödünç alıcının banka kredilerine bağımlı olduğu durumda, kredilerdeki artış yatırımların ve böylece hasılanın artmasına katkıda bulunur (Aslan, 2008: 341). Banka kredi kanalının çalışma mekanizmasını Bernanke ve Blinder'in (1992) çalışmasını takiben aşağıdaki

şekilde göstermek de mümkündür⁸. Burada para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmış ve bilanço kalemlerinin (banka mevduatları, banka kredileri ve menkul kıymet stokunun) politika değişkenine verdiği tepkiler analiz edilerek banka kredi kanalının etkinliği makro verilerle test edilmeye çalışılmıştır⁹.



Yukarıda daraltıcı para politikasının etkileri gösterilmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış, bankaların pasifleri içerisinde yer alan mevduatlarını düşürür. Mevduatlardaki bu düşüş bankaların aktiflerinde yer alan menkul kıymetler ile telafi edilmediği müddetçe banka kredileri azalır. Banka kredilerinde gerçekleşen azalma ise ekonominin yavaşlamasına neden olarak toplam talebi ve enflasyonu düşürür (Bernanke – Blinder, 1992: 901). Bankaların aktif ve pasiflerinde söz konusu olan gelişmelerin daha iyi anlaşılması için aşağıda basitleştirilmiş bir banka bilançosu yer almaktadır.

$$R + B^b + L^s = D$$

⁸ Bernanke ve Blinder'ın (1992) orijinal çalışmasında toplam talep yerine işsizlik oranları kullanılmıştır. Ancak parasal aktarım mekanizmasında politika değişikliğinin toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkisi araştırıldığı için bu çalışmada aşağıdaki sınıflandırma tercih edilmiştir.

⁹ Benzer yöntem Garretsen ve Swank (1998), Smant (2002), Bacchetta ve Ballabriga (2000), Gündüz (2001), Cengiz ve Duman (2008), Erdoğan ve Beşballı (2009) tarafından da izlenmiştir. Söz konusu çalışmalardan elde edilen bulgular literatür araştırması kısmında yer almaktadır.

Tablo 5.1: Basitleştirilmiş Banka Bilançosu¹⁰

Aktifler	Pasifler
Rezervler (R) Menkul Kıymetler (Tahvil) (B^b) Krediler (L^s)	Mevduatlar (D)

Söz konusu süreci basitleştirilmiş banka bilançosunu dikkate alarak tekrar izah etmek gerekirse; toplam talebi daraltmak için merkez bankası açık piyasa işlemleri satışı ile bankaların rezervlerini sistemden çeker. Rezervlerdeki azalış bankaların pasifleri içerisinde yar alan mevduatlarını azaltır. Bu durumda bankaların aktiflerinin de azalması gerekir. Menkul kıymetler ile krediler arasında tam ikame olmadığı müddetçe mevduatlardaki azalış kredilerin azalmasıyla sonuçlanır (Bernanke, 1992-1993: 56 ; Gilchrist – Zakrajsek, 1995: 130).

Banka kredi kanalında para politikasındaki bir değişikliğin ekonomiye yansımaları söz konusu süreçten kredilerin etkilenmesine bağlıdır. Zira para politikasının krediler üzerinde etkili olmadığı bir durumda bu kanal çalışmaz. Ayrıca bankaların ekonomide oynadığı rol ile bu kanalın etkinliği arasında pozitif bir ilişki vardır. Özellikle finansal sistemin tam olarak gelişmediği ve belirli bir finansal derinliğin sağlanamadığı ülkelerde bu kanal belirleyici rol oynar. Çünkü bu ülkelerde bankalar finansal sistemin temel parçasını oluştururlar.

Banka kredi kanalı, bankaların kredi arzının ekonomi üzerindeki etkilerini vurgulasa da, günümüzde yaşanan finansal yenilik ve deregülasyonlar finansal piyasaların yapısını değiştirerek ve farklı finansal kaynaklara erişimi kolaylaştırarak küçük firmaların bankalara olan bağımlılığını azaltmıştır (Bernanke – Gertler, 1995: 42 ; Thornton, 1994: 37). Meltzer'e (1995: 64-65) göre de, birçok küçük ve orta ölçekli firma bankalar dışında çeşitli finansal kaynaklara rahatlıkla ulaşabilir. Ayrıca daraltıcı para politikası sonucu bankalar kredi arzını kısmak yerine farklı alternatiflere başvurabilir. Ancak Bernanke ve Gertler'e (1995: 42) göre, her ne kadar finansal deregülasyon ve gelişmelerle birlikte

¹⁰ Bernanke ve Blinder, (1988: 435) ; Smant, (2002: 23) ; Oliner ve Rudebusch, (1995: 5)'den alınmıştır.

banka kredi kanalı önemini kaybetse de tarihsel verileri açıklamada, para politikası aktarımında kurumsal değişikliklerin etkisini belirlemede ve ülkeler arasındaki aktarım mekanizmalarını mukayese etmede hala önemini korumaktadır. Ayrıca banka kredi kanalı geleneksel faiz oranı kanalının genişletilmiş hali olarak ifade edilse de, bu kanalları ayrı ayrı incelemek belirli nedenlerden dolayı önemlidir. İlk olarak kredi kanalında bankaların analize dahil edilmesi finansal piyasalar ile reel ekonomi arasındaki ilişkinin daha iyi bir şekilde anlaşılmasına olanak tanır. İkinci olarak aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılması politika yapıcılara finansal değişkenleri yorumlama kolaylığı sağlar. Son olarak da aktarım mekanizmasının işleyişi ile ilgili sağlanan her bilgi politika yapıcıların daha iyi politika oluşturmalarına yardımcı olur (Ramey, 1993: 3-4).

5.1.1.2. Banka Sermaye Kanalı

Parasal aktarım sürecinde banka sermaye kanalı üzerinde çok fazla durulmamaktadır. Ancak banka sermayesi de toplam hasıla ve fiyatlar üzerinde etkilere sahiptir. Bu kanalda bankaların bilançoları ödünç vermede büyük önem taşır. Para politikasının banka sermayesi üzerindeki etkisi şu şekilde izah edebilir. Genişletici bir para politikası varlık fiyatlarını yükseltir, bu da banka sermayesini arttırır. Sermaye artışı kredi hacmini genişleterek toplam talebin artmasını sağlar. Daraltıcı bir para politikası ise varlık fiyatlarını düşürür, bu düşme kredi kalitesini azaltır. Banka varlıklarındaki kayıplar da banka sermayesini düşürür. Banka sermayesinin azalması, banka kredi arzının düşmesine yol açar. Böylece bankalar için dış finansman maliyetli hale gelir (Boivin, vd. 2010: 18-19). Aşağıda genişletici para politikasının etkileri gösterilmiştir. Daraltıcı para politikası uygulandığı takdirde süreç tersine işler.

$M \uparrow \rightarrow \text{varlık fiyatları} \uparrow \rightarrow \text{banka sermayesi} \uparrow \rightarrow \text{krediler} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Para politikası banka kredilerini bankaların sermaye yeterlilik oranlarına göre etkiler. Düşük sermaye oranına sahip bankalar politikadan daha fazla etkilenir (Van den Heuvel, 2002: 262). Üç ayrı banka sermaye kanalı mevcuttur. Temerrüt riskini oluşturan ilk kanal, bankaların sermayelerinin temerrüde düşme olasılığından doğar. Bankalar ve

hissedarlar arasındaki asimetrik enformasyon üzerinde duran ayarlanma maliyet (adjustment-cost channel) kanalında, yeni hissedarlar gerekli piyasa araştırması yapmadan yatırım yapamazlar. Sermaye kaybı üzerinde duran üçüncü kanalda, hissedarlar banka sermayesinin gelecekteki kaybını tahmin ederler. Bu kanalların hepsi beklenen getiride değişikliğe yol açar. Bu da sermayenin maliyetinin değişmesiyle sonuçlanır (Markovic, 2006 : 8).

5.1.2. Bilanço Kanalı

Finansal hızlandırıcı¹¹ olarak da adlandırılan bu kanal, ödünç alanların bilançoları ve gelirleri üzerinde para politikası değişikliklerinin etkilerini inceler (Cecchetti, 1995: 85-86). İç ve dış finansman arasındaki farka dayanan dış finans primi, bu kanalda ödünç alanın finansal pozisyonuna bağlıdır. Ödünç alanın net varlığının yüksek olduğu durumlarda, dış finans primi düşük olur (Bernanke – Gertler, 1995: 29-35). Çünkü bu durumda ödünç alanın iflas etme veya borcunu geri ödememe olasılığı azdır. Buradan dış finans primi ile ödünç alanın finansal pozisyonunun ters yönlü ilişki içerisinde olduğu sonucu çıkarılabilir (Bernanke, vd. 1999: 1376-1377). Dış finans priminin büyük rol oynadığı bu kanalın çalışma mekanizması Rabin ve Yeager’e, göre (1997: 294) aşağıdaki gibi gösterilebilir.

1. Merkez Bankalarının uyguladıkları sıkı para politikası sonucu piyasa faiz oranları yükselir.
2. Yüksek faiz oranları firmanın net değerini düşürür. Bu iki yolla gerçekleşir¹². İlk olarak hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler firmaların teminatlarının değerini

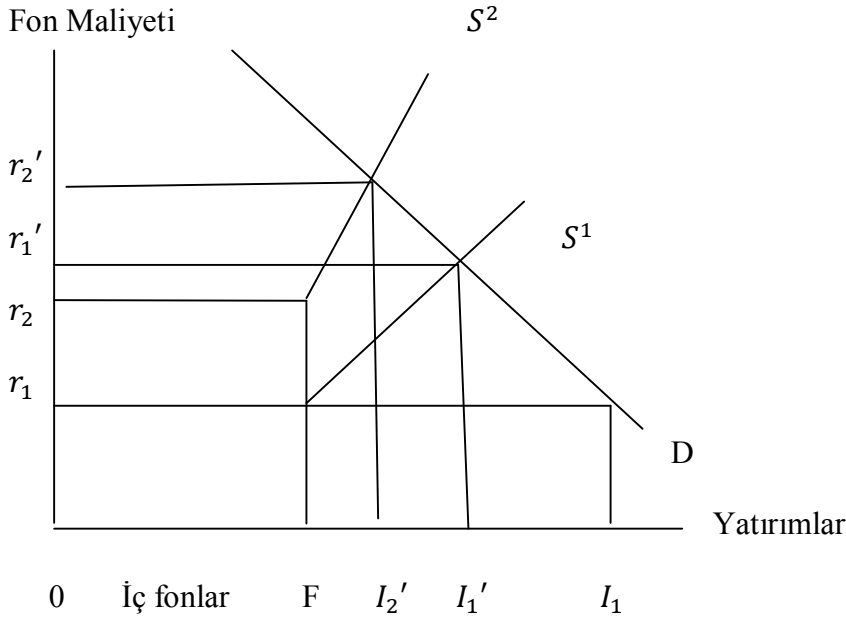
¹¹ Bilanço kanalına aynı zamanda finansal hızlandırıcı da denilmesinin sebebi para politikasındaki küçük bir şokun ödünç alanların bilançolarındaki içsel değişiklikler vasıtasıyla konjonktür dalgalanmalarını arttırmasıdır (Bernanke – Gertler, 1995: 35 ; Bernanke, vd. 1999: 1345). Burada sıkı bir para politikası sonucu firmaların bilançolarındaki bozulma dış finans primini arttırır. Ayrıca yükselen faizler firmaların piyasa değerini düşürür, faiz ödemelerini arttırır ve teminat olarak kullanacakları varlıkların değerini azaltır. Böylece para politikasındaki küçük bir değişiklik reel ekonomi üzerinde büyük değişikliklere neden olur (Claus – Grimes, 2003: 15-17 ; Gertler – Gilchrist, 1993: 48 ; Holtemöller, 2002: 4 ; Bernanke, vd. 1999: 1377).

¹² Mishkin, (1996: 12-13; 2004b: 623) ve de Bondt’a, (1997: 6) göre fiyatlar genel düzeyindeki beklenmeyen değişiklikler yolu ile de etkiler.

düşürür. İkinci olarak da faiz oranlarındaki yükselişler firmanın nakit akımını düşürerek net değerinin azalmasına yol açar¹³.

3. Firmaların düşük net değere sahip olması dış finans priminin yükselmesine yol açarak, firmaların harici finansman kaynaklarına ulaşmalarını zorlaştırır.
4. Bu süreç de firmaların harcamalarının azalması ile sonuçlanır.

Banka kredi kanalında, banka kredileri ile diğer finansal kaynaklar arasındaki söz konusu olan aksak ikame varsayımı, bilanço kanalında yerini firmaların iç ve dış finansman maliyeti arasındaki farka bırakır (Egert – MacDonald, 2009: 298). Bu kanalda ödünç alanın finansal pozisyonu, işlem maliyeti ve dış finans primi arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilebilir (Hall, 2001: 445).



Şekil 5.2: Bilanço Kanalı¹⁴

¹³ Ancak nakit akımı kanalında, faiz oranı kanalından farklı olarak firmaların nakit akımını etkileyen faiz oranı nominal faiz oranıdır. Çünkü firmaların nakit akımı üzerinde kısa vadeli borçların faiz ödemeleri etkilidir (Mishkin, 1996: 11-12 ; Mishkin, 2004b: 622-623 ; Boivin, vd. 2010: 21).

¹⁴ Hall (2001: 445) ve Oliner ve Rudebusch (1996: 5)'den alınmıştır.

Bu şekilde göre firmalar r_1 faiz oranında 0-F düzeyi arasında ellerinde iç fon bulundurmaktadırlar. Herhangi bir bilgilenme sorunu olmadığında I_1 -F düzeyi arasında da dış fon kullanılmaktadır. Ancak ödünç verenler asimetrik enformasyondan dolayı çeşitli maliyetlere katlandıkları için bu faiz oranından fon arz etmezler. Bu durumda kredi arz eğrisi yukarıya kayar, yatırımlar düşer ve dış finans primi yükselir. Burada sıkı bir para politikası sonucu ödünç alanın bilanço yapısı bozularak dış finans primi arttığı için, dış finansman maliyeti iç finansman maliyetine göre daha çok yükselir (Hall, 2001: 444-445 ; Oliner – Rudebusch, 1996: 4-5).

Bilanço kanalının banka kredi kanalı ile hem ortak hem farklı noktaları mevcuttur. Her iki kanalda da para politikası sermaye piyasalarına erişmesi zor olan ödünç alıcıları etkiler. Banka kredi kanalında bankalara bağımlı ödünç alıcılar söz konusu iken, bilanço kanalında bilanço yapıları bozulan ödünç alıcılar söz konusudur. Her iki kanalda da ödünç alıcılar birbirine benzer özellikler gösterir. Ancak bu iki kanal bankaların oynadığı rol konusunda birbirinden ayrışır. Banka kredi kanalında bankalar özel bir öneme sahiptir. Fakat bilanço kanalında böyle bir durum geçerli değildir. Firmanın net değerini etkileyen herhangi bir durumda bu kanal çalışır¹⁵ (Gertler – Gilchrist, 1994: 312).

Bilanço kanalı ile faiz kanalı arasında da benzerlikler mevcuttur. Her ikisi de reel faiz oranı değişikliklerinin yatırımlar üzerindeki etkisini inceler. Faiz kanalında kredi piyasalarındaki aksaklıklar dikkate alınmazken, bilanço kanalında söz konusu aksaklıklar ve bu aksaklıkların yol açtığı ahlaki tehlike ve ters seçim sonuçları dikkate alınır. Ayrıca para politikasının dağıtımsal etkileri ve faiz oranlarındaki küçük değişikliklerin yatırımlar üzerinde büyük değişiklikler meydana getirmesi bilanço kanalının faiz kanalından farklılaştığı noktaları gösterir (Cecchetti, 1995: 85-86).

Hubbard (1995: 65) bilanço kanalı ile ilgili yapılan ampirik çalışmalardan üç genel sonuca ulaşabileceğini belirtmiştir. İlk olarak ödünç alanlar için dış finansman iç finansmandan daha maliyetlidir. İkinci olarak dış ve iç finansman arasındaki maliyet farkı ödünç alanın net değeri ile ters orantılı olarak değişir. Üçüncü olarak daraltıcı bir para politikası sonucu firmanın net değerindeki azalma dış finans maliyetini yükselterek firmanın yatırım ve üretim kararlarını olumsuz etkiler.

¹⁵ Bu sıkı bir para politikası veya herhangi bir olumsuz şok olabilir (Gertler – Gilchrist, 1994: 312).

5.2. KREDİ KANALINA YÖNELİK YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMLAR

Literatürde banka kredi kanalı ampirik olarak en çok incelenen aktarım kanalıdır. Bu kanal Bernanke ve Blinder'in (1998, 1992) çalışmalarına dayanmaktadır. Ayrıca bu kanalın gelişmekte olan ülkeler için ayrı bir önem taşıması da, Türkiye'de aktarım kanalları içerisinde en fazla bu kanalın incelenmesinin nedenini açıklamaktadır. Yapılan çalışmalarda kredi kanalının makro verilere ve mikro verilere dayanan çalışmalara ayrılarak tasnif edilmesi yaygın bir uygulamadır (Cecchetti, 1995; Hubbard, 1995; Kashyap – Stein, 1994; Brooks, 2007; Cengiz – Duman, 2008). Böyle bir ayrıma gidilmesinin konu bütünlüğünü daha iyi sağlayacağı düşünüldüğü için, bu çalışmada da öncelikle makro verilerle kredi kanalını inceleyen çalışmalara, ardından mikro verilerle kredi kanalını inceleyen çalışmalara değinilecektir.

5.2.1. Makro Verilerle Kredi Kanalını İnceleyen Çalışmalar

Literatürde banka kredi kanalı ile ilgili makro verilerle yapılan en temel ve öncü çalışmanın Bernanke ve Blinder'a (1992) ait olduğu söylenebilir. Bu çalışma iki açıdan önem taşımaktadır. İlk olarak çalışmada federal fon oranının, diğer faiz oranları ve para arzına göre, para politikasının iyi bir göstergesi olduğu belirtilmiş ve federal fon oranı politika aracı olarak kullanılmıştır. Bu çalışmanın ardından bu yöntem pek çok araştırmacı tarafından benimsenmiştir. İkinci olarak çalışmada ABD için VAR yöntemi kullanılarak, para politikasının banka bilanço kalemleri (banka mevduatları, banka kredileri ve menkul kıymet stoku) ve ekonomiye olan etkileri incelenmiştir. 1959-1978 dönemini aylık verilerle ele alan çalışmada sıkı para politikası sonucu mevduatların düştüğü ve dokuzuncu ayda zirveye ulaştığı belirtilmiştir. Bu durumda banka pasiflerinde söz konusu olan azalmanın banka aktiflerindeki azalma ile dengelenmesi gerekir. Ancak banka aktif kalemleri içerisinde yer alan menkul kıymet ve kredilerin hareketleri burada önemlidir. Banka kredi kanalına göre mevduatlardaki azalışın menkul kıymet stoku yerine kredilerde azalma ile sonuçlanması gerekir. Aksi takdirde bu kanal çalışmaz. Burada politika şokundan sonraki ilk altı ay ve sonrasında aktiflerdeki düşüşün çoğunun menkul kıymetlerdeki düşme ile gerçekleştiği, kredilerin ise çok az hareket ettiği, belirli bir süre

sonra menkul kıymetlerin yükselmeye, kredilerin düşmeye başladığı ifade edilmiştir. Politikanın uygulanışından sonra geçen iki yılın sonunda menkul kıymetlerin orijinal seviyelerine yakın bir düzeye geri döndüğü ve mevduatlardaki azalmanın asıl kaynağını kredilerin oluşturduğu belirtilmiştir. Kredilerde gözlemlenen düşüşün belirli bir zaman alması, belirli bir vadeye sahip olan sözleşmelere dayanmalarıyla açıklanmıştır. Bu yüzden krediler hemen değişim göstermemiş azalan mevduatlar menkul kıymet satılarak telafi edilmiştir. Menkul kıymetler ve kredilerdeki nihai hareketler banka kredi kanalını doğrular niteliktedir. Çalışmadan elde edilen bir diğer sonuç da para politikası değişikliğine işsizlik oranı ve banka kredilerinin birlikte değişerek tepki vermesidir. Bu da banka kredilerinin parasal aktarım mekanizmasında önemli olduğunu vurgular (Bernanke – Blinder, 1992: 917-919).

Bacchetta ve Ballabriga (2000) ABD ve on üç Avrupa ülkesinde (İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Avusturya, Danimarka, Hollanda, İsveç, Norveç, Finlandiya, İsviçre ve İrlanda) banka kredi kanalını VAR yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmada Bernanke ve Blinder'in (1992) metodolojisini izlemişlerdir. Ancak kullanılan değişkenler içerisinde Bernanke ve Blinder'in (1992) çalışmasından farklı olarak menkul kıymet stoku yerine banka rezervlerini, işsizlik oranı yerine sanayi üretim endeksini tercih etmişlerdir. Banka rezervlerinin tercih nedenini, bu değişkenin merkez bankasının kontrolünde olmasına ve ara sıra para politikası aracı olarak kullanılmasına dayanarak açıklamışlardır. İncelenen Avrupa ülkelerinden çoğunun bilanço kalemlerinin sıkı para politikasına ABD'ye benzer tepkiler gösterdiğini, kısa dönemde kredilerin yapışkan olduğunu ve para arzının daha fazla azaldığını, bir iki yıl içerisinde ise kredilerdeki azalmanın daha fazla olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca para politikası şokuna çıktının krediler ile eş zamanlı tepkiler gösterdiğini vurgulamışlardır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar büyük ölçüde Bernanke ve Blinder'in (1992) çalışmasında elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir. Bu doğrultuda banka kredilerinin ABD'de olduğu gibi Avrupa ülkelerinde de önemli olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Smant (2002), Almanya, Hollanda, İngiltere ve ABD'de 1957-1993 dönemi ve bir alt dönem olarak 1977-1993 için banka kredi kanalının etkinliğini VAR yöntemi ile banka bilanço kalemleri üzerinden araştırmıştır. 1957-1993 döneminde mevduat ve menkul kıymetlerin sıkı para politikasına azalarak tepki verdiğini, kredilerin belirli bir zaman sonra düşmeye başladığını ve bu düşme süresinin ülkelere göre farklılık arz ettiğini belirtmiştir.

1977-1993 alt dönemi için de sonuçların çok fazla değişiklik göstermediğini, ancak bu dönem zarfında ABD bankalarının faiz şokuna daha az tepki verdiğini, Almanya’da menkul kıymetlerin daha fazla tepki verdiğini, Hollanda’da kredilerin daha erken azalmaya başladığını ve İngiltere’de bankaların kredi vermede daha sıkı davrandığını vurgulamıştır. Banka kredileri ile ekonomik aktivite arasındaki ilişkiye bakıldığında ise ABD’de eş zamanlı tepkiler verdikleri, diğer ülkeler için ise her iki dönem zarfında da güçlü bir ilişkiye rastlanmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Ford, vd. (2003), 1965-1996 dönemi için ve 1984 öncesi ve sonrası alt dönemi için Japonya’da banka kredi kanalını VAR yöntemi ile incelemişlerdir. Banka kredi kanalını banka büyüklükleri ve firmaların ticari büyüklükleri bazında ele almışlardır. Daraltıcı para politikasının özellikle küçük banka ve işletmeleri etkilediğini ve bu koşullar altında kredi kanalının tüm dönem zarfında çalıştığını, ancak 1984 sonrasında ele alan alt dönemde kanalın etkinliğinin zayıfladığını vurgulamışlardır. Bunu da Japon ekonomisinde 1984 sonrasında yaşanan finansal gelişmelere bağlayarak açıklamışlardır. Sun, vd.(2010), Bernanke ve Blinder’in (1992) ve Ford, vd. (2003) çalışmalarını temel alarak Çin de 1996-2006 döneminde ilk olarak banka kredi kanalını makro verilerle, ardından da banka büyüklüklerini kategorilere ayırarak test etmişlerdir. Her iki analizde de Çin de banka kredi kanalının çalıştığını belirtmişlerdir.

Garretsen ve Swank (1998), Hollanda da parasal aktarım mekanizmasını 1979-1993 dönemi için aylık veriler ile incelemiş ve VAR yöntemini kullanmışlardır. Aktarım mekanizmasında özellikle banka bilançosuna vurgu yapmışlardır. Ulaştıkları sonuca göre sıkı para politikası sonucu tahviller kredilerden daha önce azalmaya başlamıştır. Bu durumu bankaların tampon-stok (buffer-stock) davranışına dayandırmışlardır. Ancak böyle bir uygulamanın aktarım mekanizmasında kredilerin önemini azalttığını belirtmişlerdir.

Türkiye özelinde banka kredi kanalını inceleyen çalışmalar, daha çok makro veriler ile VAR yöntemini kullanarak söz konusu kanalın etkinliğini araştırmışlardır. Gündüz (2001), tarafından yapılan çalışmada 1986-1998 dönemi aylık verilerle ele alınarak Türkiye’de banka kredi kanalının çalışıp çalışmadığı incelenmiştir. Çalışmada Garretsen ve Swank’ın çalışması temel alınmış ve VAR yöntemi kullanılmıştır. Kredi kanalının varlığı makro veriler ile araştırılmış ve kanalın çalıştığına dair elde edilen sonuçların sınırlı olduğu belirtilmiştir. Cengiz ve Duman (2008) tarafından yapılan çalışmada, 1990-2006 dönemi

için aylık makro verilerle banka kredi kanalı analiz edilmiştir. Çalışmada Gündüz (2001) tarafından yapılan çalışmada kullanılan değişkenler kullanılmış, yöntem olarak VAR tercih edilmiş, yalnızca dönem aralığı farklı seçilmiştir. Ancak Gündüz'ün (2001) çalışmasından farklı olarak incelenen dönemde kredi kanalının çalıştığı belirtilmiştir. Erdoğan ve Beşballı (2009), tarafından banka kredi kanalının makro verilerle 1996.06-2006.09 dönemi için işlerliğini, VAR yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Gündüz (2001) ve Cengiz ve Duman'ın (2008) çalışmalarında kullandığı değişkenler bu çalışmada da kullanılmış, yalnız reel efektif döviz kuru bu çalışmalardan farklı olarak analize dahil edilmemiştir. Çalışmada yazarlar tarafından kanalının kısmen çalıştığı belirtilmiş, mali baskınlığın¹⁶ ve kamu bankalarının ekonomide önemli bir paya sahip olmasının bu süreçte etkili olduğu vurgulanmıştır. Peker ve Canbazoğlu (2011), tarafından yapılan çalışmada da 1990- 2008 dönemi için aylık veriler kullanılarak banka kredi kanalının etkinliği VAR yöntemi ile araştırılmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada para politikası değişkeni olarak hem gecelik faiz oranları, hem de para arzı kullanılmış ve para arzının para politikasının daha iyi bir göstergesi olduğu ve bu göstergenin kullanılması durumunda banka kredi kanalının çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Öztürkler ve Çermikli (2007)'nin çalışmalarında 1990-2006 dönemi aylık verilerle incelenmiştir. Çalışmada para politikası ile banka kredileri ve banka kredileri ile reel ekonomi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, para politikası şoklarından reel krediye doğru tek yönlü bir ilişki varken, sanayi üretimi ile reel kredi arasında iki yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.

İnan (2001), banka kredi kanalının çalışması için Kashyap ve Stein'e (1994: 225-226) tarafından yapılan varsayımların Türkiye'de geçerli olup olmadığını incelemiştir. Söz konusu varsayımları gerekçelendirerek açıklayıp Türkiye'de ana hatları ile kredi kanalının çalışması için elverişli bir ortam olduğunu belirtmiştir. Ancak kredi kanalının çalışmasını engelleyen unsurlar olarak kronik enflasyon ve kamu bankalarının rolüne de değinmiştir.

¹⁶ Mali baskınlık Türkiye'de özellikle 2001 Şubat Krizi'nden sonra para politikasının önündeki en büyük engeli oluşturmuştur. Mali baskınlık ile ilgili ayrıntılı bilgi ikinci bölümde yer almaktadır.

Toplulaştırılmış verilerle yapılan çalışmalar banka kredi kanalı hakkında bilgi sağlasa da, bu verilerin aynı zamanda tanımlama problemi içerdikleri belirtilmektedir. Bu tanımlama problemi, sıkı para politikası sonucu kredilerde gözlemlenen azalmanın bankalar kredi arzını kısıtıldığı için mi, yoksa kredi talep edenler azaldığı için mi kaynaklandığını açıklayamamasından kaynaklanmaktadır. İlk durum kredi kanalında, ikinci durum faiz oranı kanalında geçerlidir. Tanımlama problemini çözmek için mikro verilere dayan birçok çalışma yapılmıştır (Kakes, 2000: 63 ; Cecchetti, 1995: 92 ; Ford, vd. 2003: 276 ; Gündüz, 2001: 14 ; Hülsewig, vd. 2006: 2894 ; Juks, 2004: 3). Bu çalışmalara da aşağıda değinilmektedir. Toplulaştırılmış verilerle yapılan çalışmalarda tanımlama probleminin olduğu belirtilse de aynı zamanda kaynağının saptanmasının zor olduğu da ifade edilmektedir (Hülsewig, vd. 2006: 2899-2900).

Tanımlama problemini çözmek için toplulaştırılmış verileri kullanan çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Kashyap, vd. (1993), çalışmalarında kredi kanalının çalışması için gerekli olan iki koşulun geçerliliğini araştırmışlardır. Bu koşullarda göre, bankaların bilançolarının aktif tarafında banka kredileri ile menkul kıymetler arasında ve firmaların bilançolarının pasif tarafında krediler ile diğer finansman kaynakları arasında tam ikame olmamalıdır. Böylece sıkı para politikası sonucu banka kredileri azalır ve bu durum reel etkiler ortaya çıkarır. Çalışmalarında para politikasına banka varlıkları ve yükümlülüklerinin gösterdiği tepkiler dışında, ayrıca banka finansmanında önemli rol oynayan finansman bonosunu üzerinde durmuşlardır. Bu durumu da şu şekilde açıklamışlardır. Sıkı para politikası sonucu banka kredileri faiz oranı kanalı aracılığı ile düştüğünde banka dışı kaynaklara olan talebin de düşmesi beklenir. Bu doğrultuda finansman bonosunun da düşmesi gerekir. Ancak sıkı para politikası banka kredi arzındaki azalma ile sonuçlanırsa finansman bonosunun yükselmesi gerekir. Çünkü bu durumda banka kredileri finansman bonosunu ikame etmiş olur. Yani kredi kanalının çalışması için para politikasındaki bir değişikliğe, krediler ile finansman bonosunun zıt yönde tepki vermeleri gerektiğini vurgulamışlardır. Bu doğrultuda daraltıcı para politikasına finansman bonolarının yükselerek, kredilerin azalarak tepki verdiğini ve kredi kanalının çalıştığını belirtmişlerdir.

Suzuki, tarafından yapılan çalışmalarda Japonya'da (2004a) ve Avustralya'da (2004b) kredi kanalının varlığı VAR yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Çalışmalara tanımlama problemini çözmek için banka kredi miktarının arz ve talep eğrileri tarafından belirlendiği varsayımı yapılarak başlanmıştır. Kredi miktarındaki değişikliğin talep ve arz eğrisinin veya her ikisinin de kaymasından dolayı gerçekleşebileceği belirtilmiştir. Bu doğrultuda analize kredilerin fiyatı dahil edilerek tanımlama probleminin çözülebileceği vurgulanmıştır. Para politikası şokuna kredilerin miktarı ile fiyatı ters yönde tepki verdiği zaman bunun kredi arzındaki azalmayı ifade ettiği ve kredi kanalının çalıştığı, aynı yönde teki verdikleri zaman bunun kredi talebindeki değişmeden kaynaklanabileceği ve dolayısıyla faiz oranı kanalının etkili olduğu şeklinde bir ayırım yapılarak tanımlama problemine bu şekilde bir çözüm getirilmiştir. Söz konusu çalışmalardan Suzuki (2004a)'da daraltıcı para politikası şokuna kredi miktarı ve fiyatının kredi arzını azaltacak şekilde tepki verdiği ve Japonya'da kredi kanalının çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır. Avustralya (2004b) için yapılan çalışmada ise sıkı para politikası sonucu kredi miktarının daraldığı ancak bunun talep bileşenleri tarafından gerçekleştirildiği ve bu yüzden kredi kanalının çalışmadığı sonucu elde edilmiştir.

Suzuki'nin, bir diğer çalışmasında (2008) Avustralya'da uygulanan sıkı para politikasının Yeni Zelanda'da kredi arzını etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Tanımlama problemi Suzuki (2004b)'de ele alındığı şekilde çözümlenmiştir. Böylece Avustralya'da uygulanan sıkı para politikasına Yeni Zelanda'da kredi miktarı ve fiyatının verdiği tepkiler analiz edilerek kredi kanalının çalışıp çalışmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Avustralya'da uygulanan sıkı para politikasına Yeni Zelanda'da kredi miktarının azalarak, kredi fiyatının artarak tepki verdiği gözlenmiş, bu durumun kredi arz eğrisini sola kaydırıldığı ve uluslar arası kredi kanalının çalıştığı belirtilmiştir.

Hülsewig, vd. (2006) tarafından Almanya'da toplulaştırılmış veriler kullanılarak kredi kanalı incelenmiştir. İlk olarak bankaların kredi arzı ile ilgili kararlarını gelecekte uygulanacak para politikası ile ilgili beklentiler doğrultusunda şekillendirdiği bir model kurulmuştur. Ardından VAR modeli ile banka kredilerinin para politikasına tepkileri ölçülmeye çalışılmıştır. Bunun için iki aşamalı bir yol izlenmiştir. İlk aşamada VAR modeli tahmin edilerek ampirik etki-tepki fonksiyonları elde edilmiştir. İkinci aşamada teorik etki-tepki fonksiyonları ile ampirik etki tepki fonksiyonları eşleştirilerek kredi arz ve talep etkileri ayrıştırılmak istenmiştir. Etki-tepki fonksiyonları kullanılarak yapılan bu

ayrıştırmanın literatürde bir ilk olduğu da belirtilmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar doğrultusunda kredi kanalının çalıştığı vurgulanmıştır.

Holtemöller (2002), çalışmasında 1975-1998 dönemi için VAR yöntemi ile Almanya'da faiz oranı, banka kredi ve bilanço kanallarını analiz etmiştir. Faiz oranı kanalının aktarım mekanizmasını açıklamada yeterli olmadığını bilanço kanalının ise Almanya'da etkisinin görece az olduğunu vurgulamıştır. Söz konusu çalışmada banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalışmasında üç koşulun varlığını araştırmıştır. İlk olarak kredi arzının para politikasına gösterdiği tepki, ikinci olarak banka dışı kesmin banka kredilerini ikame edecek bir kaynağının bulunmaması, son olarak da hane halkı ve firmaların harcamalarının kredi arzına bağlı olmasını içeren bu koşullardan ilkinin ve üçüncüsünün ele alınan dönemde sağlandığını, ikinci koşulun ise veri kısıtından dolayı test edilemediğini ancak kurumsal düzenlemelerin bu koşulu sağladığını belirtmiştir. Bu doğrultuda ele alınan dönemde banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalıştığı sonucuna ulaşmıştır¹⁷.

5.2.2. Mikro Verilerle Kredi Kanalını İnceleyen Çalışmalar

Mikro verilere dayanarak yapılan çalışmaları da kendi içerisinde bir sınıflandırmaya tabi tutarak incelemek mümkündür. Bu doğrultuda ilk olarak likiditesi düşük, küçük bankaların uygulanan sıkı para politikalarına gösterdiği tepkileri inceleyen çalışmalara değinilecek; ardından finansman konusunda özellikle banka kredilerine bağımlı olan küçük ve orta ölçekli firmaların tepkilerini ölçen çalışmalardan bahsedilecektir.

Kashyap ve Stein (1995), kendi çalışmalarını Bernanke ve Blinder'in (1992) çalışmasının mikro verilerle açıklanan biçimi olarak tanımlamışlardır. Bernanke ve Blinder'in (1992) çalışmasına benzer şekilde sıkı para politikasına mevduatların, menkul kıymetlerin ve kredilerin nasıl tepki verdiğini incelemişlerdir. Bernanke ve Blinder'in

¹⁷ Bu çalışmada tanımlama problemi Holtemöller (2002) tarafından ele alındığı şekilde incelenmektedir. Uygulama kısmında tanımlama probleminin ele alınış biçiminden bahsedildiği için burada tanımlama problemi ile ilgili bilgi verilmemiştir.

(1992) çalışmasından farklı olarak bankaları aktif büyüklüklerine göre ayırarak analiz etmişlerdir. Çalışmalarında kredi kanalının çalıştığı durumda sıkı para politikasına büyük ve küçük ölçekli bankaların farklı tepki vereceğini belirtmişlerdir. Uygulanan sıkı para politikası sonucu büyük bankaların kredilerinde azalma olmazken, küçük bankaların diğer finansman kaynaklarına erişmeleri zor olduğu için mevduatlarında gerçekleşen azalmayı, kredi arzını düşürerek tepki verdiklerini vurgulamışlardır. Kashyap ve Stein (2000), bir diğer çalışmalarında, 1976-1993 dönemi için ticari bankaları içeren çeyrek yıllık verilerle ABD’de banka kredi kanalını incelemişlerdir. Bankaları kendi içerisinde altı kategoriye ayırarak bireysel bankaların para politikasına tepkilerini analiz etmişlerdir. Likiditesi düşük olan küçük bankaların para politikasından daha fazla etkilendikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Juks (2004), tarafından yapılan çalışmada Estonya’da banka kredi kanalının varlığı incelenmiştir. Çalışmada bankaların kredi arzının para politikasına olan duyarlılığını belirlemek için bankalara özgü olan büyüklük, likidite ve sermaye yeterliliği araçları kullanılmıştır. Estonya’da birçok ödünç alıcı için banka kredilerinin önem arz ettiği ifade edilmiştir. Bu sonuçta bankaların finansal sistem içerisindeki ağırlıklı rolünün etkili olduğu belirtilmiştir. Çalışmada elde edilen ampirik sonuçların banka kredi kanalını desteklediği, sıkı para politikasından düşük sermayeye sahip bankaların daha fazla etkilendiği ve düşük likiditeye sahip bankaların da bu duruma kredi arzını kısarak tepki verdiği vurgulanmıştır.

Gertler ve Gilchrist (1993) tarafından yapılan çalışmada, sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalar, küçük ve büyük olarak sınıflandırılmış ve bu firmaların para politikasına tepkileri analiz edilmiştir. Çalışmada sıkı para politikası sonucu küçük firmalara sağlanan kredi olanaklarının büyük firmalara oranla azaldığı belirtilmiştir. Oliner ve Rudebusch (1996) tarafından yapılan çalışmada da sıkı para politikasına karşı büyük ve küçük firmaların yatırımlarını nasıl şekillendirdiği incelenmiştir. Çalışmada uygulanan sıkı para politikası sonucu dış finansman maliyetli hale geldiği için küçük firmaların yatırımlarını iç finansman ile gerçekleştirdikleri belirtilmiş ve bu durum bilanço kanalının işlerliği açısından kanıt kabul edilmiştir. Ayrıca büyük firmaların dış finansman kaynaklarına erişmelerinde herhangi bir sorunla karşılaşmadıkları ve bu doğrultuda sıkı para politikası sonucu yatırımları ile iç finansman kaynakları arasında herhangi bir bağın söz konusu olmadığı vurgulanmıştır.

Türkiye özelinde mikro verilerle kredi kanalını inceleyen çalışmalar, bankaların sıkı para politikasına gösterdiği tepkiler üzerine yoğunlaşmıştır. Bu doğrultuda Şengönül ve Thorbecke (2005), Türkiye için mikro verilerle banka kredi kanalının etkinliğini araştırdıkları çalışmalarında yöntem olarak Kashyap ve Stein (2000) tarafından izlenen metodolojiyi takip etmişler ve onların ABD için buldukları sonuçları Türkiye için elde etmişlerdir. Türkiye’de kredi kanalının küçük bankalar için geçerli olduğunu vurgulamışlardır. Bunu da küçük bankaların likiditeleri az olduğu için sıkı para politikası karşısında kredilerini azaltarak tepki vermelerine dayandırarak açıklamışlardır. Aydın ve Igan (2010)’da, çalışmasında Kashyap ve Stein (2000)’in metodolojisini izleyerek 2002.04-2008.01 dönemi için çeyrek yıllık verilerle Türkiye’de banka kredi kanalını incelemişlerdir. Çalışmalarında ayrıca maliye politikasındaki değişikliklerin bankaların kredi verme davranışı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. İncelenen dönemde banka kredi kanalının çok güçlü olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Brooks (2007), çalışmasında Türkiye’de likiditesi düşük bankaların likiditesi yüksek bankalara göre kredi arzını daha fazla kısıtığını ve bu doğrultuda para politikasına daha fazla duyarlı olduğunu belirtmiştir.

Çavuşoğlu (2002), Türkiye’de 1988-1999 döneminde 58 mevduat bankasının kredi verme davranışını, banka kredi kanalının etkinliğini araştırmak için Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi ile incelemiştir. Ele alınan dönemde para politikası ile kredi arzı arasındaki ilişki zayıf olduğu için kredi kanalının çalışmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bankalar büyüklüklerine göre kategorize edildiklerinde de banka kredi kanalının çalışmadığını ve bankaların kredi davranışını bankalara özgü faktörlerin etkilediğini ifade etmiştir. Adanur Aklan ve Nargeleşkenler (2008b), 1998-2001 dönemi için çeyrek yıllık verilerle banka kredi kanalını incelemişlerdir. İnceledikleri dönem zarfında sıkı para politikasının bankaların kredi arzını güçlü olmasa da etkilediğini ve bankaların likidite düzeylerine göre bu etkinin değiştiğini belirtmişlerdir. Literatürdeki diğer çalışmalara benzer şekilde likidite derecesi düşük olan bankaların para politikasından daha çok etkilendikleri sonucuna ulaşmışlardır.

5.3. TÜRKİYE’DE 2002-2008 DÖNEMİNDE BANKA KREDİ KANALINI ETKİLEYEN GENEL EKONOMİK KOŞULLAR

Türkiye IMF ile yaptığı stand-by anlaşması gereğince 2000 yılı başında Enflasyonu Düşürme Programını uygulamaya koymuştur. Bu program uygulamaya konulmadan önce bankacılık kesiminde belirli düzenlemeler yapılmıştır. Bunlardan en önemlisi bağımsız bir bankacılık gözetim ve denetim kurumunun kurulmasıdır (TBB, 2008a: 34). Ancak program Kasım 2000’de sekteye uğramış, Şubat 2001’de de tamamı ile uygulamadan kaldırılmıştır. Kasım krizinde bankacılık sektörü likidite ve faiz riskine maruz kalmıştır. Şubat krizi sonrasında faiz riski yanında kur riski de söz konusu olmuştur. Bu krizlerden bankacılık sistemi olumsuz etkilenmiş ve 2001 yılı Mayıs ayında Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı uygulamaya konulmuştur. Programın amacı, kamu bankalarını istikrarlı bir yapıya kavuşturmak, TMSF içerisinde yer alan bankaların sorunlarını gidermek ve özel bankaların daha etkin bir şekilde faaliyet göstermesi için gerekli düzenlemeleri yapmaktır¹⁸ (TCMB, 2001: 8-32).

Çalışmada ele alınan 2002 – 2008 dönemi için Türk Bankacılık Sistemini Aysan (2009: 86) tarafından yapılan sınıflandırma doğrultusunda 2002 – 2005 ve 2005 – 2008 şeklinde iki döneme ayırarak incelemek mümkündür. İlk dönemde bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ile sistemde söz konusu olan yapısal sorunlar aşılmıştır. Yeniden yapılandırma ile birlikte bankacılık sektörünün sermaye yapısı güçlenmiş, mevzuat ve uygulamalarda uluslar arası standartlar temel alınmış, risk yönetiminde önemli gelişmeler sağlanmıştır. Bu doğrultuda bankacılık kesiminin aktif kalitesi ve sermaye yeterliliği artmış, bankaların aracılık faaliyetleri hız kazanmıştır (TBB, 2008a: 56-66). Böylece bankacılık sistemi de firma ve hane halkına kredi açar konuma gelmiştir. Zira 2002 öncesinde bankalar yoğun kamu borçlanması nedeniyle, kamu sektörünü finanse etmişlerdir (Bilgin – Kartal, 2009: 73).

¹⁸ Türk bankacılık sistemi TBB (2008a: 63) tarafından yapılan sınıflandırma temel alınarak iki döneme ayrılabilir. Bu dönemlerden makro ekonomik dengelerin ve bankacılık sisteminin bozuk olduğu, siyasi istikrarsızlıkların egemen olduğu 1991-2001 aralığına, çalışmada incelenen dönemin dışında olduğu için değinilmemiştir. 2002-2008 döneminde bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerden yukarıda bahsedilmektedir (TBB 2008a: 63).

İkinci dönemde enflasyon oranının düşmesine, mali baskınlığın azalmasına, yapısal reformların uygulanmasına, 2004 yılında Avrupa Birliği ile müzakerelerin başlamasına ve bankacılık sektöründe karlılığın artmasına paralel olarak yabancı bankaların Türk finansal sistemine güveni artmış ve 2005 yılından sonra yoğun bir şekilde yerli bankaları almaya başlamışlardır (Aysan, 2009: 86-98).

Banka kredi kanalının Türkiye’de ele alınan dönemde ampirik olarak uygulamasına geçmeden önce Kashyap ve Stein (1994: 225-226 ; 1995: 154-155) tarafından bu kanal için yapılan varsayımların geçerliliği için gerekli yapının bu dönemde olup olmadığına bakmak gerekir ¹⁹.

a) Firmaların finansmanı açısından bilançolarının yükümlülük tarafında banka kredileri ile diğer finansman kaynakları arasında tam ikame olmamalıdır.

Bu koşulu Türkiye ekonomisi açısından şu şekilde açıklamak mümkündür. Türkiye ekonomisinde 1990’lı yıllarda sürekli artan kamu açıklarından dolayı, kamu menkul kıymet stokları önemli ölçüde artmış ve özel sektörün menkul kıymet stokları azalmıştır. Bu durum iktisadi literatürde “crowding out” olarak adlandırılır. Yani fonların büyük bir kısmının kamu kesmi tarafından kullanıldığını ve özel sektörün piyasa dışına itildiğini ifade eder. Her ne kadar 2002’den sonra uygulanan ekonomik program neticesinde sağlanan olumlu gelişmelerle birlikte özel sektörün menkul kıymet stoku artsa da hala kamu sektörünün ağırlığı fazladır (SPK, 2008: 36-37). Aşağıdaki tabloda da bu durum açık bir şekilde görülmektedir.

¹⁹ Söz konusu varsayımların Türkiye için geçerli olup olmadığı İnan (2001) ve Şengönül (2005) tarafından yapılan çalışmalarda incelenmiştir.

Tablo 5.2: Menkul Kıymet Stokları

Toplam İçindeki Pay (%)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kamu Sektörü	92,0	91,6	90,0	88,8	86,1	83,0	81,1
Özel Sektör	8,0	8,4	10,0	11,2	13,9	17,0	18,9

SPK 2008, Faaliyet Raporu, s.36

Türkiye’de ayrıca çoğu firma küçük ve orta ölçeklidir²⁰. Bu şirketlerin çoğu yönetim üzerindeki kontrolü kaybetmemek için hisse senedi ihraç etmezler (Alper – Güvençer, 2006: 71). Bu doğrultuda Türkiye’de çoğu firmanın kendi öz kaynaklarını kullanmayı tercih ettikleri veya banka kredilerine bağlı olduğu sonucu çıkarılabilir (TOBB, 2008: 52). İnan (2001: 9-11) tarafından 1990-2000 arasında banka kredi kanalının çalışması için gerekli varsayımların incelendiği çalışmada da Türkiye’deki bankacılık sisteminin evrensel bankacılık sistemine yakın olduğu ve firmaların finansman tercihlerinde bankaların büyük bir paya sahip olduğu belirtilmiştir. Ayrıca 1990’lı yıllarda yoğun kamu borçlanması nedeniyle, özel sektörün rekabet edemez hale gelerek sistemdeki ağırlığının çok azaldığı ifade edilmiştir. Cengiz ve Duman (2008: 86-88) tarafından 1990-2006 dönemi için yapılan çalışmada da ele alınan dönemde firmaların banka kredilerine bağımlı olduğu vurgulanmıştır.

b) Merkez bankası bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir.

Bu koşulun geçerliliği için bankaların aktif tarafında krediler ile menkul kıymetler arasında tam ikame olamaması gerekir. Yani uygulanan daraltıcı bir para politikası sonucu kredi kanalının çalışması için bankaların menkul kıymetlerini satmak yerine

²⁰ Dördüncü bölümde tablo 1’de 2002-2008 döneminde Kurul kaydında bulunan, İMKB’de işlem gören, İMKB’de işlem görmeyen ve hisse senedi ihraç eden firmaların sayısı verilmektedir. Tablo’da verilen sayılar neticesinde Türkiye’deki firmaların büyük çoğunluğunun küçük ve orta ölçekli olduğu sonucuna ulaşılabilir.

kredilerini azaltmaları beklenir. Türkiye’de bankalara likidite sağlayacak ikinci el bono ve tahvil piyasası etkin olmadığı ve menkul kıymet stokları bankalara önemli faiz kazancı sağladığı için bankalar daraltıcı para politikası sonucu menkul kıymet stoklarını azaltma yerine kredileri azaltma yoluna gidebilmektedir (İnan, 2001: 18 ; Cengiz ve Duman, 2008: 88-89; Şengönül, 2005: 28). Ayrıca merkez bankasının bankaların kredi arzını etkileyebilmesi için bankaların finansal sistem içinde ağırlıklı paya sahip olmaları gerekir (İnan, 2001: 11). 2002-2008 dönemi için Türkiye’nin finansal sistemi incelendiğinde aşağıdaki tablodan da görüldüğü üzere bankalar ağırlıklı paya sahiptir. Aralık 2008 itibariyle bankaların aktif büyüklüğü 77,1 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5.3: Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü

(Milyar TL)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Aktif%GSYİH % Aralık 2008
TCMB	74,1	76,5	74,7	90,1	104,4	106,6	113,4	11,9
Bankalar	216,7	255,0	313,8	406,9	499,5	581,6	732,8	77,1
Finansman Kiralama Şirketleri	3,8	5,0	6,7	6,1	10,0	13,7	17,2	1,8
Faktoring Şirketleri	2,1	2,9	4,1	5,3	6,3	7,4	7,8	0,8
Tüketici Fin.Şirketleri	0,5	0,8	1,5	2,5	3,4	3,9	4,7	0,5
Sigorta Şirketleri	5,4	7,6	9,8	14,4	17,4	22,1	26,5	2,8
Emeklilik Şirketleri	0,0	3,3	4,2	5,7	7,2	9,5	12,2	1,3
Menk. Kıy. Aracı Kur.	1,0	1,3	1,0	2,6	2,7	3,8	4,2	0,5
Menk. Kıy. Yat.Ortaklıkları	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6	0,1
Menk.Kıy. Yat. Fonları	9,3	19,9	24,4	29,4	22,0	26,4	24,0	2,5
Gayrimenkul Yat. Ortaklıkları	1,1	1,2	1,4	2,2	2,5	3,9	4,3	0,5
TOPLAM	314,1	370,4	437,7	560,0	668,6	770,1	935,5	99,8

BDDK, Finansal Piyasalar Raporu 2009: 15, BDDK, Finansal Piyasalar Raporu 2008: 17.

Bankaların sistemdeki büyüklüğü yanında sahip oldukları mevduatın payı da önem arz etmektedir (İnan, 2001: 13). Örneğin Demiralp (2007), tarafından yapılan çalışmada bankaların mevduat dışı kaynaklarının az olması durumunda kredi kanalının çalıştığı belirtilmiştir. Türkiye özelinde de 2001-2007 döneminde söz konusu durumun geçerli olduğu ve banka kredi kanalının çalıştığı vurgulanmıştır. Bu çalışmada da ele alınan dönem bazında mevduat ve mevduat dışı kaynakların dağılımı aşağıdaki tablodan incelendiğinde bankaların mevduat dışı kaynaklarının sınırlı olduğu görülmektedir.

Tablo 5.4: Türk Bankacılık Sisteminde Mevduat ve Mevduat Dışı Kaynakların Payları

%	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mevduat	67	64	64	64	65	64	64
Mevduat Dışı Kaynak	13	16	15	17	18	16	18

TBB Bankalarımız 2002, s.36, TBB Bankalarımız 2003, s.36, TBB Bankalarımız 2004, s.37, TBB Bankalarımız 2005, s.43, TBB Bankalarımız 2007, s.40, TBB Bankalarımız 2008, s.46.

c) Fiyat yapışkanlıkları olmalıdır.

Son varsayımın 2001 öncesinde Türkiye ekonomisi için, yüksek enflasyonun yol açtığı hızlı fiyat ayarlamaları nedeni ile geçerli olduğu iddia edilemez (İnan, 2001: 15). Ancak 2001 yılından sonra uygulanan sıkı para ve maliye politikası, gerçekleştirilen yapısal reformlar sayesinde ekonomide önemli gelişmeler sağlanmış ve enflasyon oranı düşmüştür.

Bu varsayımlar Türkiye açısından değerlendirdiğinde kredi kanalının çalışması için uygun ortamın geçerli olduğu sonucu çıkarılabilir. Ancak söz konusu varsayımlar doğrultusunda kesin bir yargıya ulaşmak için kredi kanalının ampirik olarak incelenmesi gerekir. Çalışmanın bir sonraki aşamasında da kredi kanalı ampirik olarak test edilmektedir.

5.4.UYGULAMA

Çalışmada 2001:12 – 2008:05 dönemi için aylık veriler kullanılarak VAR yöntemiyle²¹ kredi kanalının etkinliği araştırılmaktadır. Banka kredi kanalının ele alınan dönemde çalışıp çalışmadığı araştırılırken Holtemöller'in (2002) çalışması esas alınmıştır. Holtemöller'in (2002) çalışmasının temel alınmasının nedeni makro verilerle VAR yöntemini kullanarak tanımlama problemini ele almasıdır. Zira yapılan bu çalışmada da faiz oranı, döviz kuru ve varlık fiyatları kanalları makro veriler kullanılarak VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Bundan dolayı kredi kanalında da aynı yöntem izlenmiştir. Ancak literatür araştırması bölümünde de ifade edildiği üzere kredi kanalında makro verilerle yapılan çalışmalarda tanımlama problemi söz konusu olmaktadır. Holtemöller'in (2002) çalışması bu duruma değindiği için tercih edilmesinin nedenini oluşturmaktadır.

Holtemöller (2002) çalışmasında Bernanke ve Blinder'in (1988) modelini temel olarak kredi kanalını ampirik olarak test etmiştir. Söz konusu çalışmada belirtildiği üzere kredilerin VAR modeline dahil edilmesi ve daraltıcı para politikası şokuna azalarak tepki vermesi kredi kanalının varlığı için yeterli bir koşul değildir. Bu doğrultuda Bernanke ve Blinder'in (1988) çalışmasında yer alan, daraltıcı para politikası sonucu $\lambda = R^L - R^T$ (kredi faiz oranı ve tahvil faiz oranı arasındaki farktan oluşan) λ 'nın yükseldiği ve kredi faiz oranlarının yükseldiği durumda ekonomik aktivitenin düştüğü varsayımları test edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre daraltıcı para politikasına λ 'nın yükselerek tepki verdiği, kredi stokunun ise azalarak tepki verdiği belirtilmiştir. λ üzerine olan şok kredi arz şoku olarak tanımlanabilir. Bu aynı zamanda kredi faiz oranının yükseldiğini ve kredi miktarının azaldığını ifade eder. Yani daraltıcı para politikası sonucu kredi arzındaki daralma, kredi faiz oranının yükselmesi ile sonuçlandığında bu durum kredi arzı üzerine olan şok olarak tanımlanabilir. Eğer kredi faiz oranı ve miktarı düşerse bu kredi talebi üzerine olan şok olarak tanımlanabilir. Suzuki (2004a) tarafından da belirtildiği üzere

²¹ VAR analiz ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın ilk bölümünde yer almaktadır. Ayrıca VAR modelinde değişkenlerin belirlenmesi, sıralanması, gecikme uzunluklarının belirlenmesi ve öngörü yapılması ile ilgili bilgiler ikinci bölümde verildiği için tekrar olmaması açısından bu bölümde bilgiler yenilenmemiş gerekli olan testler yapılarak sonuçları verilmiştir.

fiyatlar ve miktar arasındaki ters yönlü ilişki arz tarafını, fiyatlar ve miktar arasındaki aynı yönlü ilişki talep tarafını ifade eder.²²

Kredi arz ve kredi talep etkileri bu şekilde ayrıştırıldıktan sonra daraltıcı para politikasının kredi arzı üzerinde etkili olduğu ve banka kredi kanalının incelenen dönemde Almanya’da çalıştığı ifade edilmiştir. Holtemöller (2002) tarafından yapılan bu çalışmada ayrıca arz şokunun sanayi üretimi ve kredi miktarı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Arz şokuna sanayi üretiminin azalarak, kredi miktarının başlangıçta çok az artarak ardından azalarak tepki verdiği belirtilmiştir. Sonuç olarak para politikası şokunun kredi arzını etkilediği ve kredi arz şokunun da ekonomik aktiviteyi azalttığı vurgulanmıştır.

Ele alınan bu çalışmada gecelik faiz oranı politika aracını göstermektedir. $\lambda = R^L - R^T$ kredi faiz oranı ile tahvil faiz oranı arasındaki farkı göstermektedir. Çalışmada ayrıca toplam krediler, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır. Değişkenler için kullanılan kısaltmalar Tablo 5.5’de görülmektedir²³.

Tablo 5.5: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

R (r_t)	Gecelik Faiz Oranı (%)	Merkez Bankası
LAMDA (λ_t)	Kredi Faiz Oranı (%) Tahvil Faiz Oranı Farkı (%)	Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı
LTK (tk_t)	Toplam Krediler (Logaritmik)	Merkez Bankası
LIP (ip_t)	Sanayi Üretim Endeksi (Logaritmik)	Merkez Bankası
LCPI (cp_i_t)	Tüketici Fiyat Endeksi (Logaritmik, 2003=100)	Merkez Bankası

²² Ancak Suzuki (2004a)’nın çalışmasında fiyat olarak kredi fiyatı kullanılmıştır. Holtemöller’in (2002) çalışmasında ise kredi faiz oranı ile tahvil faiz oranı arasındaki fark kullanılmıştır.

²³ Mevsimselliğin söz konusu olduğu değişkenler, X12 yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

x_t , k sayıdaki içsel değişkenin bir vektörü ve A_i ($i = 1,2,3,\dots,p$) tahmin edilen katsayılar matrisini, u_t hata terimleri vektörünü göstermek üzere, kredi kanalı için kullanılan VAR modeli²⁴,

$$x_t = [cpi_t, ip_t, \lambda_t, tk_t, r_t]$$

ve,

$$x_t = A(L)x_{t-1} + u_t$$

şeklindedir.

VAR modelinde yer alan tüm değişkenlerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılarak test edilmiştir. Test için uygun gecikme yapısının belirlenmesinde Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) bilgi kriterleri kullanılmıştır. Tablo 5.6'de ADF birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5.6: ADF Birim Kök Test Sonuçları

SERİLER	GEÇİKME UZUNLUĞU	TEST İSTATİSTİĞİ	KRİTİK DEĞER (%5)
R	1	-3.42	-2.90
LAMDA	2	-3.02	-2.90
LTK	2	-3.25	-2.90
LIP	6	-4.45	-1.95
LCPI	11	-4.53	-3.48

Tablo 5.6'daki sonuçlara göre tüm değişkenler seviyede durağan olarak belirlenmiştir.

²⁴ Politika değişkenine faiz oranı kanalında olduğu gibi en sonda yer verilmiştir. Böylece bu değişkenin diğer değişkenleri bir dönem gecikmeli etkilediği, ancak diğer değişkenlerdeki hareketlere hemen tepki verdiği kabul edilmektedir (Gertler ve Gilchrist, 1993: 53).

Uygun gecikme yapısının belirlenmesinde Son Tahmin Hatası (FPE), AIC, SIC ve Hannan-Quinn (HQ) kriterleri kullanılmıştır. Bu kriterlere göre ulaşılan sonuçlar Tablo 5.7’de sunulmaktadır.

Tablo 5.7: Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

GECİKME	FPE	AIC	SIC	HQ
0	6.88e-05	4.605321	4.764664	4.668686
1	1.43e-10	-8.478609	-7.522547*	-8.098413*
2	1.49e-10*	-8.452388	-6.699607	-7.755362
3	1.28e-10	-8.631179	-6.081681	-7.617325
4	1.21e-10	-8.734551	-5.388334	-7.403867
5	1.27e-10	-8.776678	-4.633743	-7.129164
6	1.20e-10	-8.622922	-3.683269	-6.658578
7	1.16e-10	-8.788051*	-3.351680	-6.506878
8	1.13e-10	-8.432138	-3.285680	-6.422861
9	1.09e-10	-8.331709	-3.178015	-6.106165
10	1.08e-10	-8.234310	-2.635703	-5.618378
11	1.05e-10	-7.776678	-2.623228	-4.502248
12	1.03e-10	-6.622922	-2.051680	-4.128134

Tablo 5.7’de de görüldüğü şekilde SIC ve Hannan-Quinn (HQ) kriterlerinin işaret ettiği 1 gecikme uzunluğu modelin gecikme yapısı olarak belirlenmiştir.

Tablo 5.8: Otokorelasyon Test Sonuçları

Gecikme Uzunluğu	LMF istatistiği	Marjinal Düzeyi	Anlamlılık
1	30.75		0.20

Gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenen model için, LM testi marjinal anlamlılık düzeyi değerinin birinci gecikme için 0.05'ten büyük olması sebebiyle otokorelasyonun olmadığı varsayımı üzerine kurulu H_0 hipotezi reddedilememektedir.

Tablo 5.9: Breusch- Godfrey Serisel Korelasyon LM Test Sonuçları

T*R ²	Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(1)}$
1.99	0.16

Hata terimlerinde serisel korelasyona bakan Breusch – Godfrey testi sonuçlarına göre, hata terimlerinde serisel korelasyon olmadığı varsayımı üzerine kurulu H_0 reddedilememektedir.

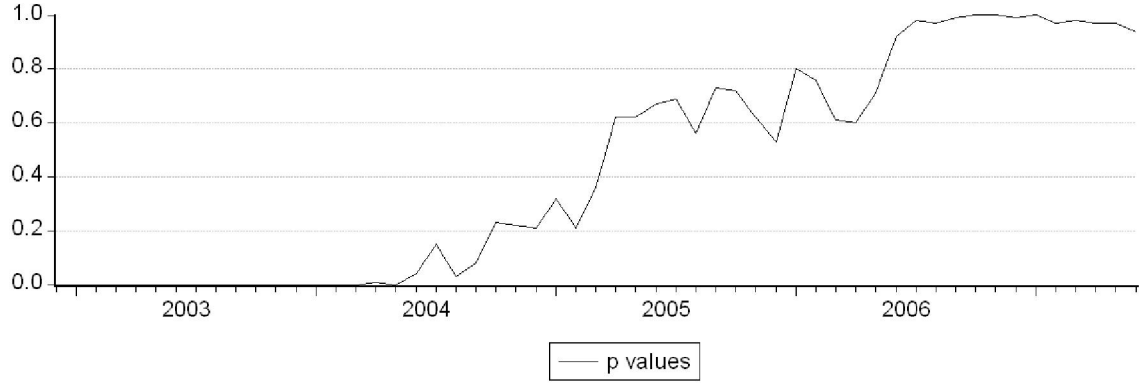
Tablo 5.10: ARCH LM Testi Sonuçları

T*R ²	Marjinal Anlamlılık Düzeyi $\chi^2_{(1)}$
2.59	0.11

ARCH LM testi sonuçlarına göre ARCH yapısı olmadığını gösteren H_0 hipotezi reddedilmemektedir.

Bu doğrultuda model 1 gecikme uzunluğunda tahmin edilmeden önce, incelenen dönemde herhangi bir yapısal değişikliğin olup olmadığını görmek için Chow testinin özçıkartım versiyonu olan Ayırık Örneklem Chow testi uygulanmıştır²⁵.

²⁵ Söz konusu test ile ilgili ayrıntılı bilgi çalışmanın ikinci bölümünde verilmektedir.



Şekil 5.3: Bin(1000) Tekrara Dayalı Ayrık Örneklem Chow Testi p Değerleri

Şekil 5.3’de görüldüğü üzere p değerleri 2004 yılının 6.ayına kadar %5’in altında değer almakta, ardından yükselmektedir. Böyle bir durumda ayrık örneklem Chow testine göre, VAR modelinin parametrelerin ele alınan dönem boyunca istikrarlı olduğu boş hipotezi reddedilmelidir.

Bu doğrultuda Chow testi sonuçlarına göre dönem ayrımı 2001.12- 2004.06 ve 2004.07-2008.05 şekilde yapılmıştır. Bunun için incelen dönem VAR analizi ile iki kukla değişken içerecek şekilde tahmin edilmiştir. Kukla değişkenler aşağıda gösterilmektedir.

$$d_1 = \begin{cases} 1 & t < 2004:06 \\ 0 & t \geq 2004:06 \end{cases} \quad d_2 = \begin{cases} 1 & t \geq 2004:06 \\ 0 & t < 2004:06 \end{cases}$$

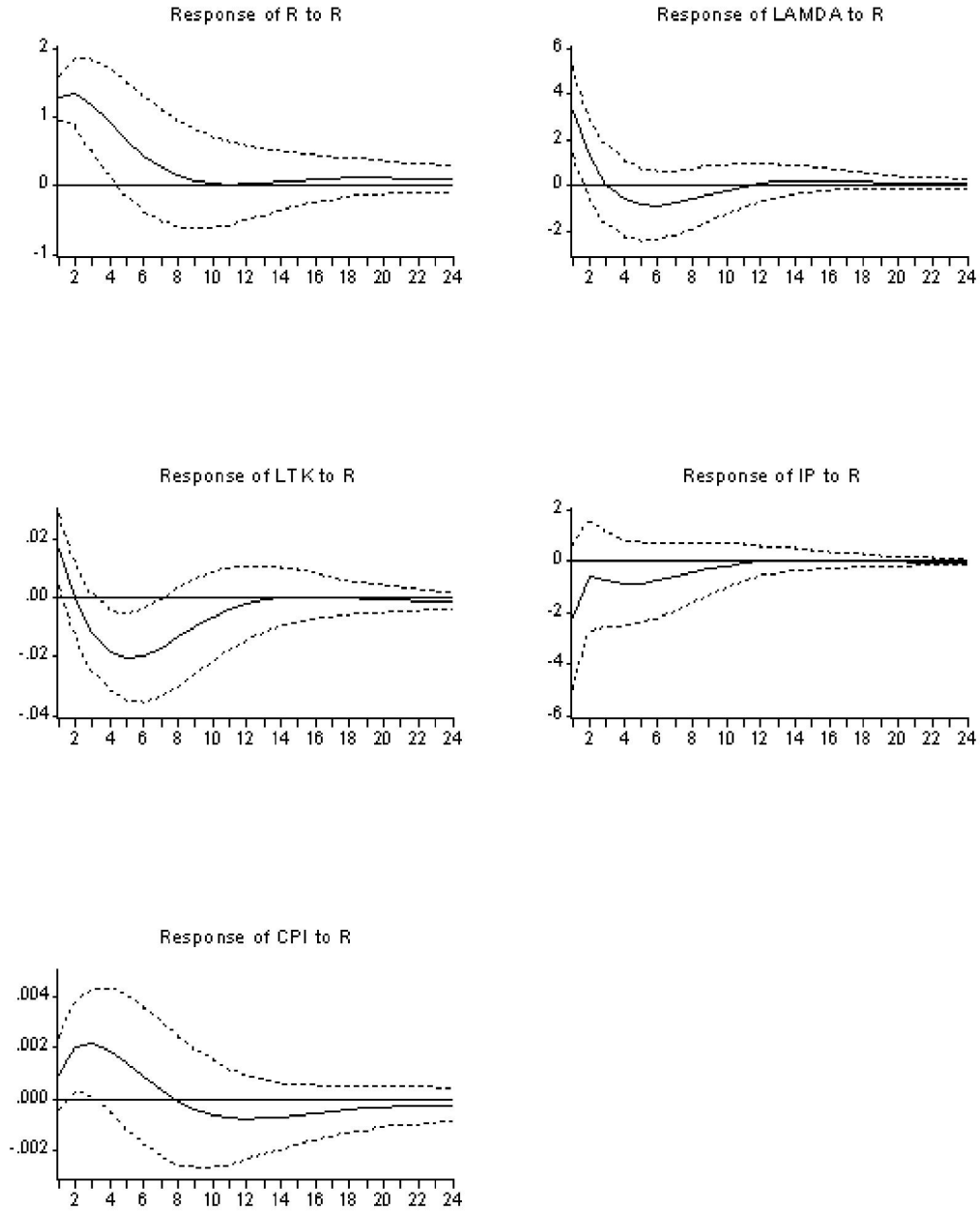
VAR modeli de,

$$Y_t = \mu + A(L)d_1Y_{t-1} + B(L)d_2Y_{t-1} + e_t$$

şeklindedir.

Burada, gecikmeli içsel değişkenlerin 2001:12 – 2004:06 dönemi için katsayıları A(L), 2004:07 – 2008:05 dönemi için ise B(L) olarak elde edilir. A(L)+B(L) ise tüm örneklem için gecikmeli içsel değişkenlerin katsayılarını ifade ediyor olup, bir önceki modelde elde edilen sonuçları verir.

Ayrık örneklem Chow testi ile dönemlerin ayırımı yapıldıktan sonra politika şokuna λ 'nın, tk_t 'nin, ip_t 'nin ve cpi_t 'nin tepkileri incelenmiştir. Ardından λ şokuna sanayi üretimi, kredi stoku ve fiyatlar genel düzeyinin tepkisine bakılmıştır.



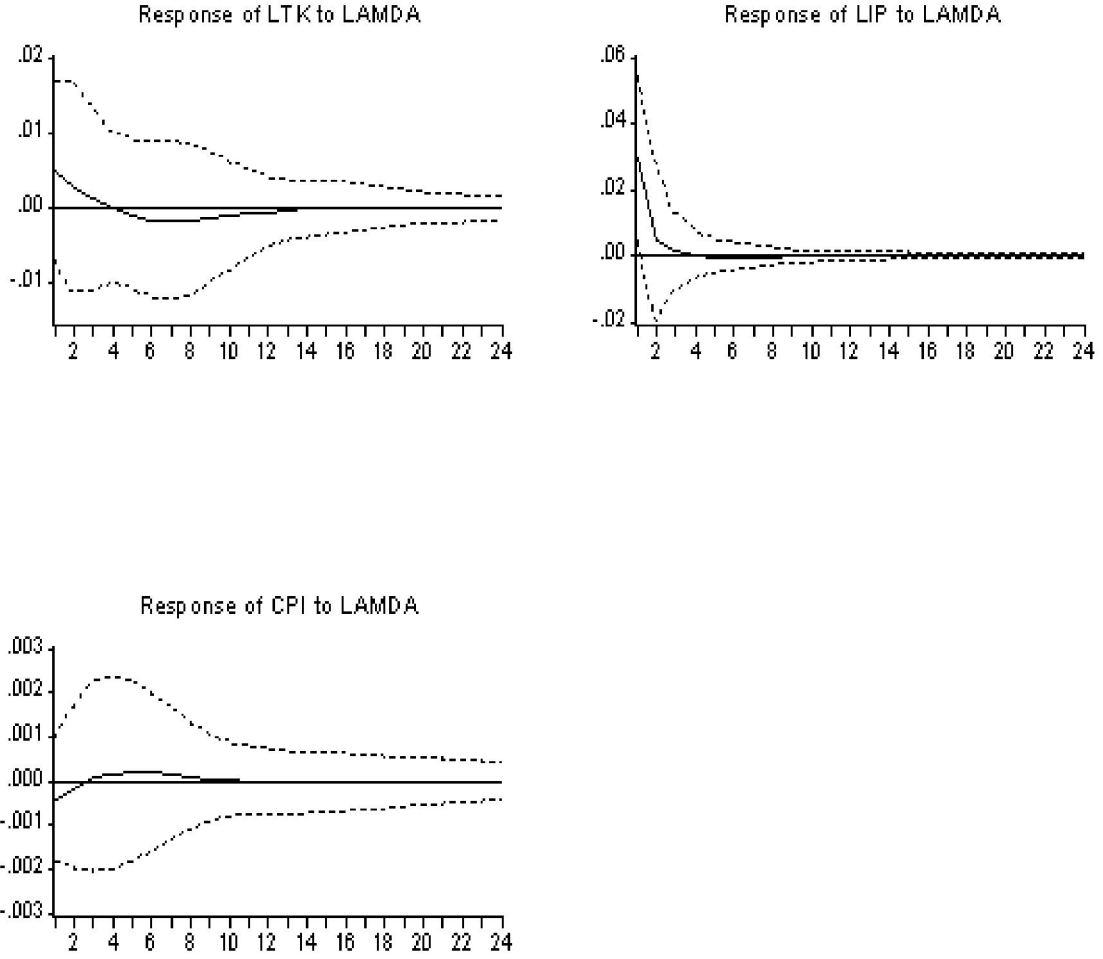
Şekil 5.4: 2001:12 – 2004:06 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları

2001-2004 dönemine ait etki tepki fonksiyonları incelendiğinde, daraltıcı para politikası şokuna λ 'nın (kredi faiz oranı ve tahvi faiz oranı arasındaki fark) başlangıçtaki artışın ardından azalarak tepki verdiği görülmektedir. Kredi stoku da politika şokuna başlangıçtaki artıştan sonra azalarak tepki vermektedir. Söz konusu azalış beşinci dönemde maksimuma ulaşmakta on üçüncü dönemde de etkisini yitirmektedir. Bu doğrultuda λ 'nın ve kredi stokunun aynı yönlü tepkisi kredi talep tarafını ifade eder. Bu da kredi stokundaki azalışın kredi kanalından kaynaklamadığını ifade eder.

Zaten bu dönemde Türkiye ekonomisinin kendine has özelliklerinden dolayı kredi kanalının çalışmaması doğaldır. Çünkü 2001 Şubat krizinin ardından bankacılık sistemi çökme noktasına gelmiş ve bankacılık sisteminde yeniden yapılandırma operasyonu başlatılmıştır. Bu çalışmada Aysan (2009) tarafından yapılan sınıflandırmaya (2002 – 2005 ve 2005 – 2008) yakın bir sonuç elde edilmiştir.

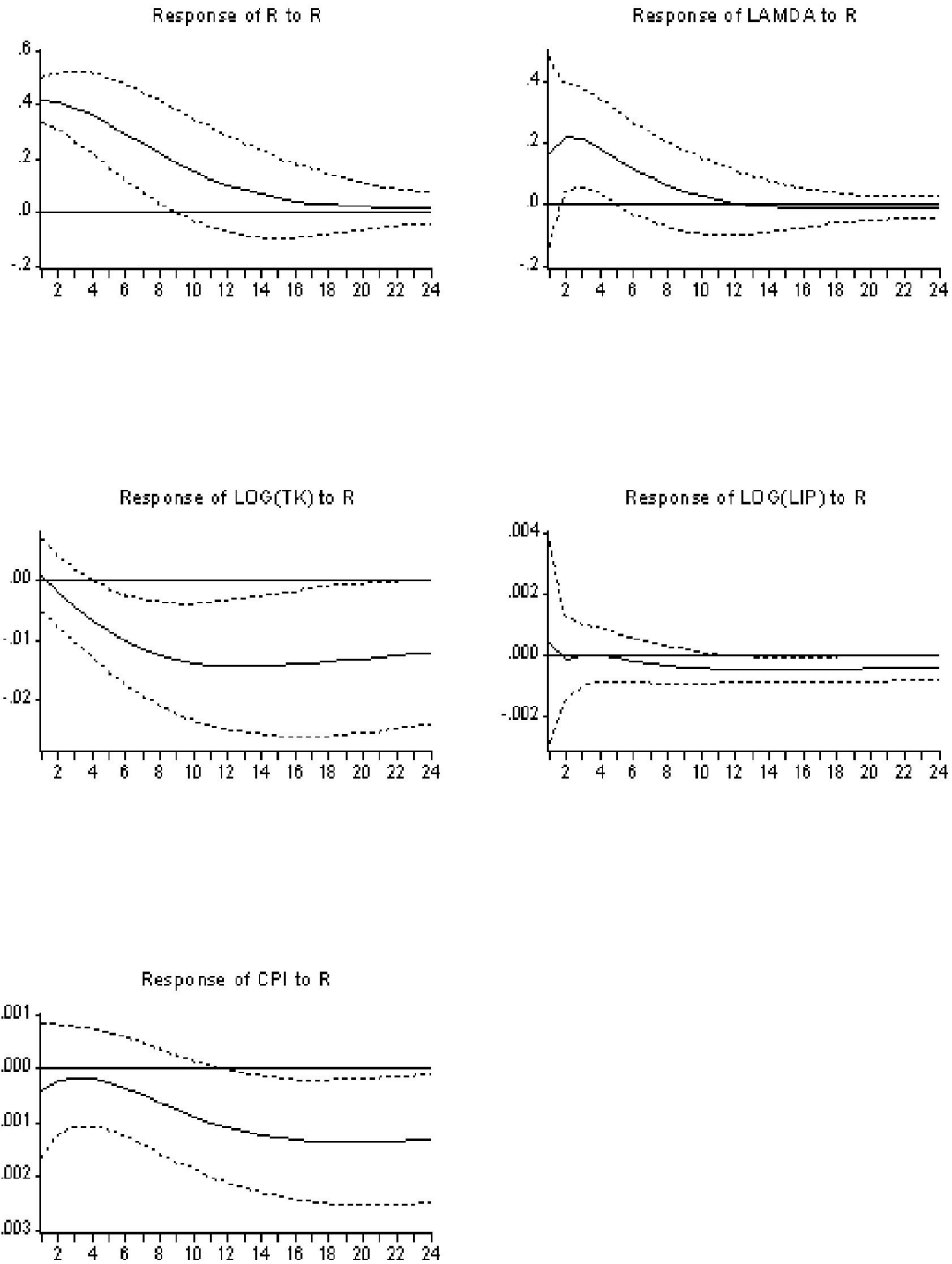
Daraltıcı para politikası şokuna sanayi üretimi azalarak tepki vermiş, bu azalış on birinci dönemde etkisini kaybetmiştir. TÜFE ise daraltıcı para politikasına artarak tepki vermiştir. Bu durum literatürde fiyat paradoksu olarak adlandırılır. Söz konusu durum faiz oranı kanalında da gözlenmiştir. Bu dönemde mali baskınlığın çok yüksek olmasının fiyat paradoksuna yol açtığı düşünülmektedir. Nitekim 2004.07-2008.05 döneminde fiyat paradoksu gözlenmemektedir.

Politika şokuna ilgili değişkenlerin tepkisi incelendikten sonra λ şokuna kredi stokunun, sanayi üretiminin ve fiyatlar genel düzeyinin tepkisi incelenmektedir. λ şoku kredi arz şoku olarak ifade edildiğinden kredi arzının bu değişkenler üzerindeki etkisi incelemek önem taşımaktadır. Nitekim Holtemöller (2002) tarafından yapılan çalışmada da aynı yol izlenmiştir.



Şekil 5.5: 2001:12 – 2004:06 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (λ)

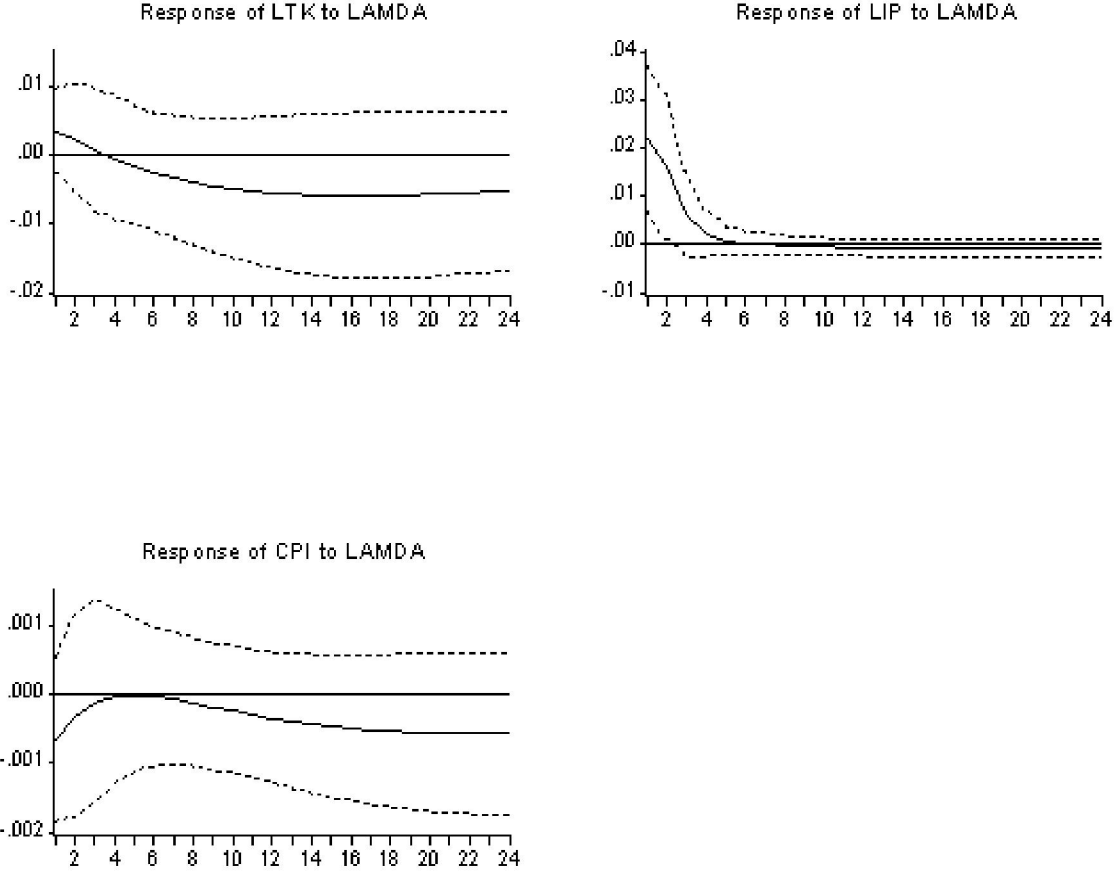
Kredi stoku λ şokuna başlangıçtaki artışın ardından azalarak tepki vermiş, azalış yedinci ayda maksimuma ulaşmış on üçüncü ayda da etkisini kaybetmiştir. Sanayi üretimi de λ şokuna başlangıçtaki artışın ardından azalarak tepki vermiş ancak bu çok kısa süreli olmuş ve üçüncü ayda etkisini kaybetmiştir. TÜFE λ şokuna başlangıçtaki azalışın ardından artarak tepki vermiş dokuzuncu ayda etkisini kaybetmiştir.



Şekil 5.6: 2004:07 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları

2004-2008 dönemine ait etki tepki fonksiyonları incelendiğinde, bu defa daraltıcı para politikası şokuna λ 'nın (kredi faiz oranı ve tahvi faiz oranı arasındaki fark) artarak tepki verdiği görülmektedir. Kredi stoku da daraltıcı para politikasına azalarak tepki vermekte, on birinci ayda maksimuma ulaşmakta ve belirli bir süre bu düzeyde devam ettikten sonra etkisini çok az kaybetmektedir. Holtemöller (2002) tarafından ifade edildiği üzere λ 'nın ve kredi stokunun ters yönlü tepkisi kredi arz tarafını ifade eder. Bu doğrultuda Türkiye'de 2004-2008 döneminde kredi kanalının çalıştığını ifade edilebilir. Holtemöller (2002) tarafından yapılan çalışmada da Almaya için benzer bir sonuç bulunmuştur.

Politika şokuna sanayi üretimi azalarak tepki vermiştir. 2001-2004 dönemi ile mukayese edildiğinde bu dönemde etki daha uzun süre devam etmektedir. Politika şokuna TÜFE'nin tepkisi ise başlangıçta hafif bir artışın ardından azalış şeklinde olmuş ve 2001-2004 döneminde gözlenen fiyat paradoksu bu dönemde ortadan kalkmıştır. Bu durum beklentilerle uyumlu bir sonuçtur. Zira bu dönemde mali baskınlık azaldığı için fiyat paradoksunun ortadan kalkmış olması gerekir.



Şekil 5.7: 2004:07 – 2008:05 Dönemi Etki Tepki Fonksiyonları (λ)

2004:07 – 2008:05 dönemi için λ şokları incelendiğinde toplam kredilerin azalarak cevap verdiği ve 2001:12 – 2004:6 dönemine göre bu dönemde azalışın çok daha belirgin olduğu ve uzun süre devam ettiği görülmektedir. Sanayi üretimi de başlangıçtaki artışın ardından λ şokuna azalarak tepki vermekte 2001:12 – 2004:6 döneminden farklı olarak bu dönem zarfında beşinci ayda etkisini kaybetmektedir. TÜFE ise başlangıçta artmış, ardından azalmış ve etkisini uzun süre devam ettirmiştir. 2001:12 – 2004:6 döneminde TÜFE'nin etkisi çok kısa süreli olmuştur. İki dönem mukayese edildiğinde ikinci dönemde λ şokuna gösterilen tepkilerin daha uzun süreli ve anlamlı olduğu görülmektedir.

Kredi kanalının incelendiği bu bölümde etki tepki fonksiyonlarının ardından, Varyans Ayırıştırması yapılmış ve sonuçları tablo 5.11 ve tablo 5.12'de analiz edilmiştir.

Tablo 5.11: 2001:12-2004:06 Dönemi Varyans Ayrıştırma Tablosu

<i>Değişkenler</i>	<i>Dönem</i>	\mathcal{E}_{LTUFE}	$\mathcal{E}_{LİP}$	$\mathcal{E}_{L\Lambda MDA}$	\mathcal{E}_{LTK}	\mathcal{E}_R
<i>LTUFE</i>	<i>1</i>	100.0	0.000	0.000	0.000	0.000
	<i>8</i>	77.71	2.003	6.327	12.53	1.428
	<i>16</i>	72.33	2.923	7.656	11.42	5.663
	<i>24</i>	71.63	3.018	7.733	10.86	6.743
<i>LİP</i>	<i>1</i>	4.045	95.95	0.000	0.000	0.000
	<i>8</i>	4.430	91.92	1.459	0.952	1.228
	<i>16</i>	4.809	91.47	1.466	0.982	1.261
	<i>24</i>	4.868	91.36	1.477	0.986	1.298
<i>L\Lambda MDA</i>	<i>1</i>	0.320	2.812	96.86	0.000	0.000
	<i>8</i>	15.48	3.743	78.08	2.464	0.218
	<i>16</i>	15.95	3.776	76.34	3.281	0.648
	<i>24</i>	16.19	3.804	75.86	3.260	0.872
<i>LTK</i>	<i>1</i>	0.114	0.407	13.05	86.42	0.000
	<i>8</i>	10.44	8.991	24.53	42.98	13.03
	<i>16</i>	13.29	8.665	24.45	40.45	13.13
	<i>24</i>	14.14	8.573	24.10	39.87	13.30
<i>R</i>	<i>1</i>	6.758	6.291	36.75	7.278	42.92
	<i>8</i>	10.16	12.31	38.72	11.04	27.75
	<i>16</i>	19.30	10.81	33.62	10.22	26.03
	<i>24</i>	20.89	10.58	32.51	9.823	26.17

Tablo 5.12: 2004:07-2008:05 Dönemi Varyans Ayrıştırma Tablosu

<i>Değişkenler</i>	<i>Dönem</i>	\mathcal{E}_{LTUFE}	$\mathcal{E}_{LİP}$	$\mathcal{E}_{LAMD A}$	\mathcal{E}_{LTK}	\mathcal{E}_R
<i>LTUFE</i>	<i>1</i>	100.00	0.000	0.0000	0.0000	0.0000
	<i>8</i>	80.513	0.8956	0.1504	17.398	1.0413
	<i>16</i>	70.317	0.5608	0.892	19.635	8.593
	<i>24</i>	70.134	0.4127	1.3461	14.875	13.231
<i>LİP</i>	<i>1</i>	0.1784	99.821	0.0000	0.000	0.000
	<i>8</i>	0.3148	91.917	5.8088	1.561	0.3975
	<i>16</i>	2.0017	89.253	5.7303	1.848	1.1654
	<i>24</i>	4.0896	86.636	5.624	1.873	1.7758
<i>LAMD A</i>	<i>1</i>	2.7704	16.710	80.518	0.0000	0.000
	<i>8</i>	26.248	9.162	52.564	7.7706	4.2534
	<i>16</i>	27.245	8.9544	51.362	8.2171	4.2203
	<i>24</i>	27.273	8.9465	51.312	8.2107	4.2562
<i>LTK</i>	<i>1</i>	0.4355	9.7273	0.109	89.727	0.0000
	<i>8</i>	22.970	1.6509	1.4925	60.457	13.428
	<i>16</i>	48.465	0.7491	2.1242	28.833	19.827
	<i>24</i>	57.229	0.5235	2.1049	19.719	20.42
<i>R</i>	<i>1</i>	0.9523	0.192	2.0049	0.0507	96.79
	<i>8</i>	41.635	2.2069	4.1766	8.7861	41.190
	<i>16</i>	48.50	1.8205	3.4986	9.5700	36.605
	<i>24</i>	49.012	1.7984	3.458	9.483	36.246

2001:12 – 2004:06 döneminde TÜFE’deki değişimin temel kaynağı kendi şokları (%71) ve toplam kredilerden (%10) oluşmaktadır. 2004:07 – 2008:05 döneminde de TÜFE’deki değişimin temel kaynağı kendi şokları (%70) ve toplam kredilerdir (%14), ancak faizin etkisi (%7)’den, (%13’e) çıkmıştır. Sanayi üretimindeki değişimin temel kaynağı 2001:12 -2004:06 dönemi için, kendi şokları (%91) ve TÜFE (%5) iken, 2004:07 - 2008:05 döneminde kendi şokları (%87), ve λ (%6) şoklarıdır. 2001:12 – 2004:06 döneminde λ ’daki değişimin temel kaynağı kendi şokları (%76), ve TÜFE (%16) dir, 2004:07 – 2008:05 döneminde kendi şokları (%51), TÜFE (%27) dir. Ancak sanayi üretimi ve toplam kredilerin etkisi artmıştır. Toplam kredilerdeki değişimin temel kaynağı 2001:12 - 2004:06 dönemi için, kendi şokları (%40) ve λ (%24) iken, 2004:07 -2008:05 döneminde TÜFE (%57) ve kendi şoklarından (%20) oluşmaktadır. Gecelik faiz oranlarındaki değişimin temel kaynağı 2001:12 – 2004:06 dönemi için λ (%32), kendi şokları (%26), TÜFE (%21) şeklinde iken, 2004:07 – 2008:05 döneminde TÜFE (%49), kendi şokları (%36), olarak elde edilmiştir. İki dönem mukayese edildiğinde gecelik faiz oranlarının etkisi tüm değişkenlerde farklı oranlarda artış göstermiştir.

Ele alınan dönemde Türkiye’de banka kredi kanalının etkinliği değerlendirildiğinde, her ne kadar kanalın çalışması için uygun koşulların mevcut olduğu belirtilmiş olsa da, 2001-2004 döneminde kanalın çalışmadığı, 2004-2008 döneminde ise kanalın etkin bir şekilde çalıştığı gözlenmiştir. Ele alınan ilk dönemde kredi kanalının çalışmamasında mali baskınlığın bu dönemde çok yüksek düzede olması etkili olmuştur. Bu durumda uygulanan politika kendisinden beklenen işlevi yerine getiremez. Ayrıca bankacılık sistemindeki yapılandırma sürecinin devam ediyor olması ve ülkenin kredibilitesinin bu dönemde düşük olması kanalın etkin bir şekilde çalışmasının önündeki engelleri oluşturmaktadır. İkinci dönemde banka kredi kanalının çalışması bu dönemde mali baskınlığın ve enflasyon oranlarının azalmış olmasına, bankacılık sistemindeki yeniden yapılandırma ile birlikte sistemin sağlam temeller kavuşmuş olmasına, Türkiye’nin kredibilitesinin artmasına dayandığı düşünülmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

Bir ekonomide parasal aktarım kanallarından hangilerinin etkin bir şekilde çalıştığını bilmek politika yapıcılara doğru politika seçiminde bulunmalarında büyük rol oynar. Günümüzde birçok merkez bankası para politikasını kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmek suretiyle uygulamaktadır. Bu çalışmada Türkiye’de 2001 Aralık – 2008 Mayıs döneminde para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep ve enflasyonu hangi kanallar vasıtası ile etkilediği incelenmiştir. Daha doğrusu Türkiye’de ele alınan dönemde aktarım kanallarından hangilerinin işlevsel olduğu saptanmak istenmiştir.

Çalışmada ele alınan tüm dönem zarfının birbirinden farklı makro ekonomik koşullara sahip iki alt dönemi kapsadığı bilinmektedir. Zira ilk dönem Şubat 2001 krizinin ardından ekonominin tamamen yeniden yapılandırma sürecine girdiği bir dönemi kapsamaktadır. Bu dönem IMF ile yapılan stand-by anlaşması uyarınca Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının uygulamaya konulduğu, mali baskınlığın ve enflasyonunun yüksek olduğu, geçmişe dönük fiyatlama alışkanlığının devam ettiği, bankacılık sisteminin yapılandırıldığı süre zarfını kapsamaktadır. İkinci dönem mali baskınlığın para politikasının önünde bir engel olmaktan çıktığı, enflasyon oranının düştüğü, bireylerin geçmişe dönük enflasyon yerine gelecekteki enflasyon bekleyişlerine göre kararlarını şekillendirdikleri, bankacılık sisteminde karlılığın arttığı dönemi ifade eder. Bu doğrultuda çalışmada ele alınan dönemin yapısal bir değişiklik içerip içermediğini test etmek için Ayırık Örneklem Chow Testi uygulanmıştır. Hem ekonomideki gelişmeler, hem test sonucuna göre Türkiye’de 2001 – 2008 döneminin tek bir örneklem olarak değerlendirilemeyeceği saptanmıştır.

Faiz oranı kanalının bir ekonomideki etkinliği, kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarını belirleyebilme gücüne bağlıdır. Türkiye’de ele alınan dönemde faiz oranı kanalının işlevselliği değerlendirildiğinde tüm dönem boyunca kanalın etkin bir şekilde çalışmadığı gözlenmiştir. Burada kısa vadeli faiz oranlarına verilen pozitif bir şokun ardından düşmesi gereken enflasyon oranı yükselmiştir. Daha açık bir ifade ile fiyat paradoksuna rastlanmıştır. Ancak Türkiye’de incelen dönemin ilk yarısı ile ikinci yarısını farklı makro ekonomik koşulların şekillendirdiği bilinmektedir. Bu doğrultuda ele alınan

dönem içerisinde yapısal bir değişimin olup olmadığı Chow Testinin özçıkarm veriyonu olan Ayrık Örneklen Chow testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucuna göre 2001 – 2004 ve 2004 – 2008 dönemleri yapısal olarak farklı özellik göstermektedir ve ayrı ayrı ele alınması gerekir. Bu doğrultuda dönem ayrımı yapılarak politika sonuçları analiz edildiğinde ilk dönemde fiyat paradoksunun devam ettiği, ikinci dönemde ise fiyat paradoksunun ortadan kalktığı ve faiz oranı kanalının etkin bir şekilde çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır. İlk dönemde fiyat paradoksunun gözlenmesinde mali baskınlığın etkili olduğu düşünülmektedir. Çünkü mali baskınlığın önemli ölçüde azaldığı ikinci dönemde fiyat paradoksu ortadan kalkmaktadır.

Bu çalışma daha önce Türkiye özelinde faiz oranı kanalını inceleyen çalışmalardan bazı noktalarda farklılaşmaktadır. İlk olarak incelenen dönem itibariyle ayrıştığı söylenebilir. Çünkü bu çalışmada para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmaya başladığı dönem tercih edilmiştir. İkinci olarak ele alınan dönemde mali baskınlığın para politikasının etkinliği üzerinde oynadığı rolü göstermesi bu çalışmayı diğer çalışmalardan farklı kılmaktadır. Üçüncü ve en önemli noktanın ise faiz oranı kanalında 2001 – 2008 döneminin tek bir örneklem olarak değerlendirilemeyeceğinin saptanmasının diğer çalışmalardan ayrılan yönü olduğu düşünülmektedir.

Döviz kuru kanalının Türkiye gibi dışa açık küçük bir ekonomide çalışma mekanizması analiz edilirken, para politikası şokunun bu etkileri de içine alacak şekilde tanımlanması gerekir. Zira para politikası sadece kısa vadeli faiz oranlarına verilen bir şoktan oluştuğunda bu durum döviz kuru paradoksuna yol açabilmektedir. Bu doğrultuda çalışmada tanımlama problemi Smets ve Wouters (1999) ve Smets (1997) takip edilerek politika şoku içerisine döviz kurunun belirli bir ağırlığı verilerek çözülmeye çalışılmıştır. Bunun dışında ayrıca Ayrık Örneklem Chow testi uygulanmış ve 2006 öncesi ile 2006 sonrasının farklı yapılar gösterdiği gözlenmiştir.

Çalışmada ele alınan tüm dönem boyunca politika şoku içerisinde döviz kuru ağırlığının değiştiği, 2001 – 2004 dönemi için söz konusu ağırlığın % 30 düzeylerinde, 2004 – 2006 döneminde %18 düzeylerinde, 2006 – 2008 döneminde %10 düzeylerinde seyrettiği gözlenmiştir. Döviz kuru ağırlığının farklı değerler alması incelenen dönemde Türkiye’de yaşanan dönüşüm süreci ile de birebir örtüşmektedir. Zira 2001-2006 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmış, 2006’dan itibaren açık

enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimin uygulandığı 2001-2004 yılları arasında da mali baskınlık oldukça yüksek düzeylerde seyretmiştir. Bu doğrultuda, 2001-2006 döneminde mali baskınlığın yüksek olmasından dolayı kapsanmamış faiz oranı paritesinin beklenildiği gibi çalışmadığı, politika şokunda döviz kurunun ağırlığının azaldığı durumda da geçiş etkisinin azaldığı bulgusuna ulaşılmıştır. Smets ve Wouters (1997) tarafından Almanya için yapılan çalışmada da döviz kurunun ağırlığı azaldığında benzer bir sonuca ulaşılmıştır. 2006-2008 döneminde ise döviz kuru paradoksu ortadan kalkmıştır. Döviz kuru paradoksunun gözlenmemesinde, mali baskınlığın azalmasının ve politika şokuna döviz kurunun belirli bir ağırlığının katılmış olmasının etkili olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmanın daha önce Türkiye özelinde döviz kurunu inceleyen çalışmalardan farkı para politikası şokunun sadece kısa vadeli faiz oranlarından değil, döviz kurunun da belirli bir ağırlığından oluştuğuna yönelik tespite dayanmasıdır. Bu şekilde tanımlama problemine çözüm getirilmeye çalışılmıştır. Türkiye ile ilgili çalışmalarda tanımlama problemine genelde değinilmemiştir (Büyükakın, vd. 2009 ; Erdoğan – Yıldırım, 2008). Çalışma ayrıca ele aldığı dönem itibariyle de diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Bu dönem enflasyon hedeflemesi rejimin uygulamaya konulduğu ve merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu bir dönemi ifade eder.

Kredi kanalları kendi içerisinde banka temelli kanallar ve bilanço kanalından oluşmaktadır. Bu kanallar içerisinde banka kredi kanalı literatürde ampirik olarak en çok incelenen kanaldır. Söz konusu kanal hem makro verilerle hem mikro verilerle ampirik olarak test edilmektedir. Ancak makro verilerle test edilen çalışmalarda tanımlama problemi ortaya çıkmaktadır. Çünkü banka kredilerinde gözlemlenen azalma kredi kanalını doğrular şekilde bankaların kredi arzını kısmasından kaynaklanabileceği gibi, kredi talep edenlerin azalmasından da kaynaklanabilir. Toplaştırılmış verileri kullanarak bu tanımlama problemini çözmek için çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmada Holtemöller (2002)'in metodolojisi takip edilerek bu sorun çözülmeye çalışılmıştır. Ayrıca diğer kanallarda olduğu gibi dönem içerisinde yapısal bir değişimin olup olmadığı test edilmiştir. Bu doğrultuda 2004 öncesi ve sonrasının farklı yapılar gösterdiği ve kanalın 2001-2004 döneminde çalışmadığı, 2004-2008 döneminde ise kanalın etkin bir şekilde çalıştığı gözlenmiştir. Ele alınan ilk dönemde kredi kanalının çalışmamasında mali baskınlığın yüksek olmasının yanında, bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma sürecinin devam

etmesinin, uygulanan ekonomik programa ilişkin kaygıların tam olarak ortadan kalmamasına bağlı olarak kredibilitenin düşük düzeyde olmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmanın Türkiye için yapılan diğer çalışmalardan ayrıştığı nokta tanımlama problemini ele almasıdır. Zira Türkiye özelinde makro verilerle kredi kanalını inceleyen çalışmalarda bu durum dikkate alınmamıştır.

Varlık fiyatları kanalında hisse senedi fiyatlarının para politikasına tepkisi incelenmiştir. Literatürde bu ilişki VAR analizi, Rigobon ve Sack (2003, 2004) tarafından geliştirilen değişen oynaklığa dayalı tahmin yöntemi ve vaka çalışması ile analiz edilmektedir. Bu çalışmada diğer kanallar VAR yöntemi ile test edildiği için bu kanalda da aynı yöntem kullanılmıştır. Ayrıca incelenen dönemin yapısal bir değişiklik gösterip göstermediği test edilmiştir. Çalışmada 2005 öncesi ve sonrası dönemin farklı yapılar gösterdiği ancak her dönemde de hisse senedi fiyatlarının para politikasına anlamlı tepki vermediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer sonuca Demiralp ve Yılmaz (2010) tarafından ve Aktaş, vd.(2008) tarafından yapılan çalışmalarda da rastlanmıştır. Bu duruma, Türkiye’de sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olmasının ve kamu borcunun devlet iç borçlanma senetleri ile finanse edilerek özel sektörü sermaye piyasalarından dışlamasının neden olduğu düşünülmektedir.

Çalışmada dört aktarım kanalı analiz edilerek para politikasının 2001-2008 dönemindeki etkinliği araştırılmak istenmiştir. En temel aktarım kanalı olan faiz oranı kanalı yanında diğer kanalların da incelenmesi belirli nedenlere dayanmaktadır. İlk olarak Türkiye’nin dışa açık küçük bir ekonomi özelliği göstermesi döviz kuru hareketlerinin de dikkate alınmasını gerektirir. İkinci olarak Türkiye’de finansal sistemin büyük bir kısmını bankacılık sisteminin kapsamaması banka kredi kanalının incelenmesini kaçınılmaz hale getirir. Üçüncü olarak Türkiye’de sermaye piyasası her ne kadar istenilen düzeyde gelişmiş olmasa da hisse senedi fiyatlarının para politikasına tepkisi incelenerek, Türkiye’de para politikasının etki alanları ve aktarım mekanizmalarının bu alan içerisinde ne tür bir role sahip olduğu değerlendirilmeye çalışılmıştır.

KAYNAKLAR

Abdel Hoda – Youssef Ghaffar (2011), Fiscal Dominance an Obstacle to Inflation Targeting in Egypt, **Money in the Middle East and North Africa**, (eds.David Cobham – Ghassan Dibeh), Routledge,Oxon, pp.218-237.

Adanur Aklan Nejla – Mehmet Nargeleşkenler (2008a), “Para Politikası Faiz Kararları ve Uzun Dönem Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt.25, Sayı.2, ss.141-163.

Adanur Aklan Nejla – Mehmet Nargeleşkenler (2008b), “Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri”, **İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:39, ss:109-130.

Akerlof George (1970), “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.84, No.3, pp.488-500.

Akıncı Özge – Yasemin Barlas Özer – Bülent Usta (2005), “Dolarizasyon Endeksleri Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”, Çalışma Tebliği, No.05/17, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Akıncı Özge – Burcu Gürcihan – Refet Gürkaynak – Özgür Özel (2006), “Devlet İç Borçlanma Senetleri İçin Getiri Eğrisi Tahmini”, Çalışma Tebliği, No.06/08, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Aktaş Zelal – Neslihan Kaya – Ümit Özlale (2005), “The Price Puzzle in Emerging Markets: Evidence from the Turkish Economy Using “Model Based” Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals” **The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper**, 05/02.

Aktaş Zelal – Harun Alp – Refet Gürkaynak – Mehtap Kesriyeli – Musa Orak (2008), “Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi”, Çalışma Tebliği, No.08/11, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Akyüz Yılmaz – Korkut Boratav (2002), “The Making of the Turkish Financial Crisis”, United Nations Conference on Trade and Development, **Discussion Papers**, No.158.

Albanesi Stefania – V.V.Chari – Lawrence J.Christiano (2003), “How Severe Is the Time-Inconsistency Problem in Monetary Policy? ”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol.27, No.3, pp.17-33.

Alp Harun – Selim Elekdağ (2011), “The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial Crisis”, **IMF Working Paper**, WP/11/150. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11150.pdf> 10.10.2011.

Alper Değer – Ümit Can Güvençer (2006), “Türk Firmalarının Halka Arz Oranları ile Performansları Arasındaki İlişkinin Vekalet Teorisi Çerçevesinde İncelenmesi: İMKB’de Hisse Senetleri İşlem Gören 128 Firma Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.25, Sayı.2, ss.71-83.

Alper Emre – Ozan Hatipoğlu (2009) “The Conduct of Monetary Policy in Turkey in the Pre and Post – crisis Period of 2001 in Comparative Perspective: a Case for Central Bank Independence”, **MPRA Paper** No. 18426, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18426/>, erişim tarihi: 04.06.2010

Alvarez, Fernando – Patrick J.Kehoe – Pablo Andres Neumeyer (2004), “The Time Consistency of Optimal Monetary and Fiscal Policies”, **Econometrica**, Vol.72, No.2, pp.541-67.

Angeloni Ignazio – Anil K.Kashyap – Benoit Mojon – Daniele Terlizzese (2003), “Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain it All?”, **NBER Working Paper**, No.9984, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w9984.pdf> , (08.11.2010).

Arestis Philip – Malcolm Sawyer (2002), “Can Monetary Policy Affect the Real Economy?”, **Levy Institute Working Paper**, No.355, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp/355.pdf> , (16.10.2010).

Aslan Hanifi M. (2008), **Makro İktisat Politikası**, Bursa: Alfa Aktüel.

Aslan Hanifi M. (2009), **Para Teorisi ve Politikası**, Bursa: Alfa Aktüel.

Atkeson Andrew – Patrick J. Kehoe (2001), “The Advantage of Transparent Instruments of Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, 8681, Cambridge, www.nber.org/papers/8681 (06.03.2010).

Aydın Burcu – Deniz İgan (2010), “Bank Lending in Turkey: Effects of Monetary and Fiscal Policies”, **IMF Working Paper**, WP/10/233, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10233.pdf>, (15.10.2011).

Aysan Ahmet F. (2009), Bankacılık Sektörü, **Türkiye Ekonomisi: Yeni Yapı (2000-2008)**, (eds. N.Özkaramete Coşkun), Ankara: İmaj Kitabevi, 83-113.

Bacchetta Philippe – Fernando Ballabriga (2000), “The Impact of Monetary Policy and Banks Balance Sheets: Some International Evidence”, **Applied Financial Economics**, 10, pp.15-26.

Bakır Caner (2009), “Policy Entrepreneurship and Institutional Change: Multilevel Governance of Central Banking Reform”, **Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions**, Vol. 22, No. 4, pp.571-598.

Bank of England (1999), “The Transmission of Monetary Policy”, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/montrans.pdf>, (02.05.2010).

Barran Fernando – Virginie Coudert – Benoît Mojon (1996), “The Transmission of Monetary Policy in European Countries”, **CEPII, Document de travail**, No.96-03.

Barro Robert J. – David B. Gordon, (1983), “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.12, pp.101-21.

Başçı Erdem – Özgür Özel – Çağrı Sarıkaya (2007), “The monetary transmission mechanism in Turkey: new developments”, **Research and Monetary Policy Department Working Paper No. 07/04**, The Central Bank of the Republic of Turkey.

Başçı Erdem – Hakan Kara (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı.26, No.302, ss.9-25.

Baydur Mehmet Cem – Süslü Bora (1997), “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları Çapalar”, **İMKB Dergisi**, Cilt.6, Sayı.21, ss.37-86.

BDDK (2008), Finansal Piyasalar Raporu, Sayı.12, Mart 2008.

BDDK (2009), Finansal Piyasalar Raporu, Sayı.13, Mart 2009.

Bean Charles – Jens Larsen – Kalin Nikolov (2002), “Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications”, **Working Paper Series**, No.113, European Central Bank, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=356761, (03.01.2011).

Bernanke Ben S. (1988), “Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?”, **Business Review**, Federal Reserve Bank of Philadelphia, November / December, pp.3-11.

Bernanke Ben S. (1992-93), “Credit in the Macroeconomy”, Federal Reserve Bank of New York, **Quarterly Review**, Spring, pp.50- 70.

Bernanke Ben S. – Alan S. Blinder, (1988), “Credit, Money and Aggregate Demand”, **The American Economic Review**, Vol.78, No.2, pp.435-439.

Bernanke Ben S. – Alan S. Blinder (1992), “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, **The American Economic Review**, Vol.82, No.4, pp.901-921.

Bernanke Ben S. – Kenneth N. Kuttner (2005), “What Explains the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy?”, **The Journal of Finance**, Vol.60, No.3, pp.1221-1257.

Bernanke Ben S. – Mark Gertler (1995), “Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, **Journal of Economic Perspective**, Vol.9, No.4, pp.27-48.

Bernanke Ben S. – Mark Gertler – Simon Gilchrist (1999), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, **Handbook of Macroeconomics: Volume.1**, (eds.Taylor, J.B ve Woodford, M.), Amsterdam: Elsevier B.V., pp.1341 – 1393.

Bernanke Ben S. – Ilian Mihov (1995), “Measuring Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, 5145, Cambridge, www.nber.org/papers/5145, (15.02.2011).

Berument Hakan – Nergiz N.Dinçer (2008), “Measuring the Effects of Monetary Policy for Turkey”, **Journal of Economic Cooperation**, Vol.29, No.1, pp. 83-110.

Berument Hakan – Ali M.Kutan (2007), “The Stock Market Channel of Monetary Policy in Emerging Markets: Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, **Scientific Journal of Administrative Development**, Vol.5, pp.117-144.

Bilgin Hüseyin M. – Fikret Kartal (2009), “Türkiye’de Enflasyon ve Bankacılık Sektörü Kredileri: 2002-2008 Dönemi Üzerine Bir İnceleme”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl.23, Sayı.85, ss.65-78.

Birkan Özden A. (2010) “An Indicator of Monetary Conditions for Turkey”, **Ekonomik Yaklaşım**, cilt.21, sayı.74, ss.23-38.

Bjørnland Hilde C. (2008), “Monetary Policy and Exchange Rate Interactions in a Small Open Economy”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol.110, No.1, pp.197-221.

Bjørnland Hilde C. (2009), “Monetary Policy and Exchange Rate Overshooting: Dornbusch was Right after All”, **Journal of International Economics**, 79, pp.64-77.

Blanchard Olivier (2004), “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons From Brazil”, **NBER Working Paper** 10389, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w10389>, (16.10.2010).

Blanchard Olivier – Jordi Gali (2007), “Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.39, No.1, pp.35-65.

Blinder Alan, S. (1991), “Why are Prices Sticky ? Preliminary Results from an Interview Study”, **The American Economic Review**, Vol.81, No.2, pp.89-96.

Blinder Alan S. (1998), “**Central Banking in Theory and Practice**”, Cambridge: MIT Press.

Bofinger Peter (2001), **Monetary Policy**, Oxford University Press, New York.

Boivin Jean – Marc P.Giannoni – Ilian Mihov (2009), “Sticky Prices and Monetary Policy: Evidence from Disaggregated U.S. Data”, **American Economic Review**, Vol.99, No.1, pp.350-84.

Boivin Jean – T.Kiley Michael – Frederic S.Mishkin (2010), “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time”, **NBER Working Paper** 15879, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w15879>, (12.10.2010).

Boratav Korkut – A. Erinç Yeldan – Ahmet H.Köse (2000), “Globalization, Distribution and Social Policy: Turkey, 1980-1998”, **CEPA Working Paper Series I**, Working Paper No. 20, <http://www.newschool.edu/scepa/papers/archive/cepa0120.pdf>, (03.02.2010).

Boughrara Adel (2009), “Monetary Transmission Mechanisms in Morocco and Tunisia”, **Working Paper Series**, No. 460, Economic Research Forum.

Boughton James M. (2003), “On the Origins of the Fleming-Mundell Model”, **IMF Staff Papers**, Vol.50, No.1. International Monetary Found.

Broadus Alfred Jr. (2001), “Transparency in the Practice of Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol.87, No.3, pp.1-9.

Brooks Koeva P. (2007), “The Bank Lending Channel of Monetary Transmission: Does it Work in Turkey?”, **IMF Working Paper**, WP/07/272. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07272.pdf>, (05.10.2010).

Büyükakın Figen – Hilal Bozkurt – Vedat Cengiz (2009), “Türkiye’de Parasal Aktarımın Faiz Kanalıının Granger Nedensellik ve Toda-Yamamoto Yöntemleri ile Analizi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı.33, ss.101-118.

Büyükakın Figen – Vedat Cengiz – Armağan Türk (2009), “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye’de Döviz Kuru Kanalıının VAR Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.24, Sayı.1, ss.171-198.

Calvo Guillermo A. (1978), “On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy”, **Econometrica**, Vol.46, No.6, pp.1411-28.

Campbell John Y. (1991), “A Variance Decomposition for Stock Returns”, **The Economic Journal**, Vol.101, No.405, pp.157-179.

Candelon Bertrand – Helmut Lutkepohl (2001) “On The Reliability of Chow-type Tests for Parameter Constancy in Multivariate Dynamic Models”, **Economics Letters**, Vol.73, pp.155-160.

Carpenter Seth B. (2004), “Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?”, **Finance and Economics Discussion Series**, 2004-35, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Cassola Nuno – Claudio Morana (2002), “Monetary Policy and the Stock Market in the Euro Area”, **Working Paper Series**, No.119, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp119.pdf>, (02.03.2011).

Castelnuovo E. – S.Nicoletti-Altamari – D.Rodriguez-Palenzuela (2003), “Definition of Price Stability Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations”, **Working Paper Series**, No.273, European Central Bank, <http://www.ecb.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp273.pdf>, (02.05.2010).

Cecchetti Stephen G. (1995), “Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism”, **Federal Reserve Bank of St.Louis Economic Review**, May/June, pp.83-97.

Celasun Merih (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, (05.06.2010).

Cengiz Vedat – Mehmet Duman (2008), “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006)”, **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 26, Sayı 2, ss.81-104.

Cheong Daryl – Earl Boodoo, (2008), “The Monetary Transmission Mechanism: A Closer Look at the Interest Rate Channel in Trinidad and Tobago”, 29th Annual Review Seminar Research Department Central Bank of Barbados. [http://www.centralbank.org.bb/WEBCBB.nsf/vwPublications/3308141A51435350042577F2005E7CDC/\\$FILE/Monetary_Transmission_Mechanism_A_CloserLook_at_the_Interest_Rate_Channel_in_TT.pdf](http://www.centralbank.org.bb/WEBCBB.nsf/vwPublications/3308141A51435350042577F2005E7CDC/$FILE/Monetary_Transmission_Mechanism_A_CloserLook_at_the_Interest_Rate_Channel_in_TT.pdf), (18.11.2010).

Christiano Lawrence J. – Martin Eichenbaum – Charles L.Evans (2005), “Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy”, **Journal of Political Economy**, Vol.113, No.1, pp.1-45.

Clare Andrew – Roger Courtenay (2001), “What Can We Learn About Monetary Policy Transparency from Financial Market Data”, **Bundesbank Discussion Paper**, 06/01.

Clarida Richard – Jordi Gali - Mark Gertler (1999), “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, **Journal of Economic Literature**, Vol.37, pp.1661-1707.

Claus Iris – Arthur Grimes (2003), “Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission Mechanism: A Critical Review”, **New Zealand Treasury Working Paper**, 03/19, pp.1-24.

Cook Timothy – Thomas Hahn (1988), “The Effect of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970s”, **Working Paper**, 88-4, Federal Reserve Bank of Richmond. http://www.richmondfed.org/publications/research/working_papers/1988/pdf/wp88-4.pdf, (15.01.2011).

Corallo Elena (2006) “The Effect of Monetary Policy on Asset Prices: Evidence from Germany and UK”, **Liuc Papers n. 185, Serie Economia e Impresa, 48, suppl. a gennaio**, pp.1-23.

Croce Enzo – Mohsin S.Khan (2000), “Monetary Regimes and Inflation Targeting”, **Finance & Development**, Vol.37, No.3, September, pp. 48- 51.

Cushman David O. – Tao Zha (1997), “Identifying Monetary Policy in a Small Open Economy under Flexible Exchange Rates”, **Journal of Monetary Economics**, 39, pp.433-448.

Çavuşoğlu Tarkan A. (2002), “Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation”, **ERC Working Papers in Economics**, 02/03, pp.1-30.

Çelik Ali Vefa – Aysun Evrensel – Beril Eryol – Derya Yücel – Ebru Uzun – Nesrin İlhan – Özge Akıncı – Yüksel Görmez (2006), “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları”, TCMB.

Çiçek Macide (2005), “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (vektör otoregresyon) yaklaşımıyla bir analiz”, **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl.20, Sayı.233, Ağustos, Ek, ss.82-105.

Çulha Olcay – Ali Çulha – Rauf Gönenç (2008), “The Challenges of Monetary Policy in Turkey”, **OECD Economics Department Working Papers** No.646, <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/fulltext/5kzbz8sdt3jc.pdf?expires=1344000377&id=id&acname=guest&checksum=DE429F21E43690600E541C20A08DA14B>, (07.07.2010).

D’Amico Stefania – Mira Farka (2003), “The Fed and Stock Market: A Proxy and Instrumental Variable Identification”, **Royal Economic Society Annual Conference – 2003**, <http://repec.org/res2003/dAmico.pdf>, (02.02.2011).

Davis Michael C. – James D.Hamilton, (2003), “Why are Prices Sticky? The Dynamics of Wholesale Gasoline Prices”, **NBER Working Paper**, 9741, Cambridge, www.nber.org/papers/w9741, (12.02.2010).

De Bondt Gabe J. (1997), “Monetary Transmission in six EU Countries: an Introduction and Overview”, **Research Memorandum WO&E**, nr 527/9742, <http://ideas.repec.org/p/dnb/wormem/527.html>, (05.06.2010).

De Bondt Gabe J. (1998), “Financial Structure: Theories and Stylized Facts for Six EU Countries”, **De Economist**, 146, No.2, pp.271-301.

Demiralp Selva (2007), “Parasal Aktarım Mekanizmasında Para’nın Yeri: Türkiye İçin Bir Analiz”, **Çalışma Raporu 0712**, Tüsiad-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Çalışma Raporları Serisi, <http://ideas.repec.org/p/koc/wpaper/0712.html>, (05.07.2010).

Demiralp Selva – Kamil Yılmaz (2010), “Para Politikası Beklentilerinin Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkisi”, **Working Paper 1008**, Tüsiad-Koç University Economic Research Forum, <http://ideas.repec.org/p/koc/wpaper/1008.html>, (08.02.2011).

Diebold Francis X. – Celia Chen (1996) “Testing Structural Stability with Endogenous Breakpoint A size Comparison of Analytic and Bootstrap Procedures”, **Journal of Econometrics**, Vol.70, Issue 1,pp. 221-241.

Diboğlu Selahattin – Aykut Kibritçioğlu (2001), “Inflation, Output and Stabilization in a High Inflation Economy: Turkey 1980-2000”, **Office of Research Working Paper**, Number 01-0112, <http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0107/0107003.pdf>, (03.06.2010).

Dincer Nergiz – Barry Eichengreen (2007), “Central Bank Transparency: Where Why and with What Effects?” **NBER Working Paper**, 13003, Cambridge, www.nber.org/papers/w13003 (12.01.2010).

Dornbusch Rudiger (1976), “Expectations and Exchange Rate Dynamics”, **Journal of Political Economy**, Vol.84, No.6, pp.1161-76.

Duran Murat – Refet Gürkaynak – Pınar Özlü – Deren Ünalmış (2010a), “TCMB Faiz Kararlarının Piyasa Faizleri ve Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi”, **Ekonomi Notları**, Ankara: TCMB.

Duran Murat – Pınar Özlü – Deren Ünalmış (2010b), “TCMB Faiz Kararlarının Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi”, **Central Bank Review**, Vol.10, No.2, pp.23-32.

Edelberg Wendy – David Marshall (1996), “Monetary Policy Shocks and Long Term Interest Rates”, **Economic Perspectives**, Federal Reserve Bank of Chicago, pp.2-28.

Egert Balazs – Ronald MacDonald (2009), “Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Surveyable”, **Journal of Economic Surveys**, Vol.23, No.2, pp.277-327.

Eğilmez Mahfi (2009), **Makro Ekonomi Türkiye’den Örneklerle**, İstanbul: Remzi Kitabevi.

Ehrmann Michael – Marcel Fratzscher (2004), “Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets”, **Working Paper Series**, No.354, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp354.pdf>, (01.03.2011).

Eichenbaum Martin (1992), “Comments on Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy”, **European Economic Review**, 36, 1001-1011.

Eijffinger Sylvester – Petra Maria Geraats (2006), “How Transparent are Central Banks?”, **European Journal of Political Economy**, Vol.22, No.1, pp.1-21.

Ellingsen Tore - Ulf Söderström (2001), “Monetary Policy and Market Interest Rates”, **The American Economic Review**, Vol.91, No.5, pp.1594-1607.

Enders Walter (2004), **Applied Econometric Time Series**, 2. Edition, John Willey and Sons, New Jersey.

Erçel Gazi (1996), ““Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri””, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt. 11, Sayı. 129, ss. 5-15.

Erdoğan Seyfettin – Durmuş Çağrı Yıldırım (2008), “Türkiye’de Döviz Kuru Kanalinın İşleyişi: VAR Modeli ile Bir Analiz”, **İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:39, ss.95-108.

Erdoğan Seyfettin – Durmuş Çağrı Yıldırım (2009), “Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı.4, No.2, ss.57-72.

Erdoğan Seyfettin – Gözde S. Beşballı (2009), “Türkiye’de Banka Kredileri Kanalinın İşleyişi Üzerine Ampirik Bir Analiz”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 11(1), ss.28-41.

Eroğlu Nadir – İlhan Eroğu (2009), “IMF –Türkiye İlişkileri ve 20. Stand-By Müzakereleri Üzerine Bir Değerlendirme”, **KMU İİBF Dergisi**, Yıl:11 Sayı:17, ss.124-146.

Ersel Hasan – Fatih Özatay (2008), “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey”, **Emerging Markets Finance&Trade**, Vol.44, No.6, pp.38-51.

Ertürk Emin (1991), **Türkiye İktisadında Yeni Bir Boyut Para İkamesi: Kavram, Teori, Oluşum Süreci ve Sonuçları**, Uludağ Yayınları, Bursa.

Ertürk Emin (1994), **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul.

Ertürk Emin (2001), **Uluslararası İktisat**, Alfa/Aktüel Kitabevi, Bursa.

Fama Eugene F. – Kenneth R.French (1989), “Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds”, **Journal of Financial Economics**, 25, pp.23-49.

Faust Jon – Lars E.O. Svensson (2001), “Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals”, **International Economic Review**, Vol.42, No.2, pp.369-97.

Favero Carlo A. – Francesco Giavazzi (2004), “Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil”, **NBER Working Paper** 10390, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w10390>, (15.12.2010).

Fleming Marcus J. (1962), “Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rate”, **IMF Staff Papers**, International Monetary Fund, Vol.9, ss.369-379.

Ford Jim L. – J.Agung – S.S.Ahmed – B.Santoso (2003), “Bank Behaviour and the Channel of Monetary Policy in Japan, 1965-1999”, **The Japanese Economic Review**, Vol.54, No.3, pp.275-299.

Frexias Xavier – J.Charles Rochet (1997), **Microeconomics of Banking**, (1st.edit), MIT Press, Cambridge.

Friedman Milton (2006), “Tradeoffs in Monetary Policy”, <http://www.stanford.edu/~johntayl/Friedman2006.pdf>, (05.03.2010).

Gai Prasanna - Hyun Song Shin (2003), “Transparency and Financial Stability”, **Bank of England Financial Stability Review**, 15, pp.91-98.

Garretsen Harry – Job Swank (1998), “The Transmission of Interest Rate Changes and the Role of Bank Balance Sheets: A VAR-Analysis for the Netherlands”, **Journal of Macroeconomics**, Vol.20, No.2, pp.325-339.

Geraats Petra M. (2000), “Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts”, **CEPR Discussion Paper** 2582.

Geraats Petra M.(2001), “Precommitment, Transparency and Monetary Policy”, **Bundesbank Discussion Paper**, 12/01.

Geraats Petra M.(2002), “Central Bank Transparency”, **The Economic Journal**, 112, pp.532-65.

Geraats Petra M.(2005), “Transparency and Reputation: The Publication of Central Bank Forecasts”, **Topics in Macroeconomics**, Vol.5, No.1, pp.1-26.

Geraats Petra M.(2006), “Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice”, **CESifo Economic Studies**, Vol.52, No.1, pp.111-52.

Gertler Mark – Simon Gilchrist (1993), “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol.95, No.1, pp.43-64.

Gertler Mark – Simon Gilchrist (1994), “Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.109, No.2, pp. 309-340.

Gilchrist Simon – Egon Zakrajsek (1995), “The Importance of Credit for Macroeconomic Activity: Identification through Heterogeneity”, <http://bostonfed.org/economic/conf/conf39/conf39e.pdf>, (02.02.2011).

Goodfriend Marvin (2007), “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, 13580, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w13580>, (15.11.2010).

Goodfriend Marvin – Robert King (1997), “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, In **Macroeconomics Annual 1997**, ed. Ben S.Bernanke ve Julio J.Rotemberg, 231-96, Cambridge, MIT Press.

Goodhart Charles A.E. – Haizhou Huang (1998), “Time Inconsistency in a Model with Lags, Persistence, and Overlapping Wage Contracts”, **Oxford Economic Papers**, 50, pp.378-96.

Grilli Vittorio – Nouriel Roubini (1995), “Liquidity and Exchange Rates: Puzzling Evidence from the G-7 Countries”, **Working paper**, Yale University, CT.

Gujarati Damodar N. (2006), **Temel Ekonometri**, (cev. U. Senesen ve G. Gunluk Senesen), (İstanbul: Literatur Yayıncılık).

Gündüz Lokman (2001), “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı”, **İMKB Dergisi**, Cilt.5, Sayı.18, Nisan/Mayıs/Haziran, ss.13-30.

Gürcihan Burcu H. – Özgür Özel (2010), “Küresel Finansal Kriz Döneminde Para Politikası Kurulu Kararlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkisi”, **Ekonomi Notları**, Ankara: TCMB.

Gürkaynak Refet S. – Brian Sack – Eric Swanson (2005), “The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models”, **The American Economic Review**, Vol.95, No.1, pp.425-436.

Hall Simon (2001), “Credit Channel Effects in the Monetary Transmission”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, Winter, pp.442-448.

Holtemöller Oliver (2002), “Further VAR Evidence for the Effectiveness of a Credit Channel in Germany”, <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-373-papers/2002-66/PDF/66.pdf> , (21.08.2010).

Hubbard Glenn R. (1995), “Is There a “Credit Channel” for Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, May/June, pp.63-77.

Hülsewig Oliver – Eric Mayer – Timo Wollmershaeuser (2006), “Bank Loan Supply and Monetary Policy Transmission in Germany: an Assessment Based on Matching Impulse Responses”, **Journal of Banking & Finance**, Vol.30, pp.2893-2910.

Inotai Andras – Magdolna Sass (1994), “Economic Integration of the Visegrad Countries: Facts and Scenarios”, **Eastern European Economics**, Vol.32, No.6, pp.6-28.

Ioannidis Christos – Alexandros Kontonikas (2008), “The Impact of Monetary Policy on Stock Prices”, **Journal of Policy Modeling**, 30, pp.33-53.

Ireland Peter N. (1999), “Does the Time-Consistency Problem Explain the Behavior of Inflation in the United States”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.44, No.2, pp.279-91.

Ireland Peter N. (2005), “The Monetary Transmission Mechanism”, **Federal Reserve Bank of Boston Working Papers**, No.06-1, <http://www.frb.org/economic/wp/wp2006/wp0601.htm>, (17 Aralık 2009).

İnal Duygu G. (2006), “Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerine Etkisi”, TCMB Uzmanlık Tezi.

İnan Alpan E. (2001), “Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Yıl.12, Sayı.39, Türkiye Bankalar Birliği, ss.3-19.

Jacobson Tor – Per Jansson – Anders Vredin – Anders Warne (1999), “A VAR Model for Monetary Policy Analysis in a Small Open Economy”, http://www2.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/WorkingPapers/WP_77.pdf , (05.01.2010).

Jaffee Dwight M. – Thomas Russell (1976), “Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.90, No.4, pp.651-666.

Juks Reimo (2004), “The Importance of the Bank-Lending Channel in Estonia: Evidence from Micro-Economic Data”, **Working Papers of Eesti Pank**, No.6, pp.1-38.

Kakes Jan (2000), “Identifying the Mechanism: Is There a Bank Lending Channel of Monetary Transmission in the Netherlands?”, **Applied Economics Letters**, 7:2, pp.63-67.

Kamin Steven B. – Philip Turner – Jozef Van’t dack (1998), “The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies: an Overview”, **BIS Policy Papers**, No.3, Bank for International Settlements.

Kanalıcı Akay Hülya (2006), “Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı” **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Sayı.56, No.2, ss. 141-162.

Kanalıcı Akay Hülya – Mehmet Nargeleçekenler (2007), “Is There the Time-Inconsistency Problem in Turkey?” **Journal of Economic Studies**, Vol.34, No.5, ss.389-400.

Kanalıcı Akay Hülya – Mehmet Nargeleçekenler (2009), “Para Politikası Şokları Hisse Senetleri Fiyatlarını Etkiler Mi? Türkiye Örneği”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt 27, Sayı.2, ss.129-152.

Kara Hakan (2006), “Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting”, **Research and Monetary Policy Department Working Paper**, No: 06/03, The Central Bank of the Republic of Turkey.

Kara Hakan – Hande Küçük-Tuğer – Ümit Özlale – Burç Tuğer – Devrim Yavuz – Eray M. Yücel (2005), “Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Has it Changed and to What Extend?”, **Research Department Working Paper**, No: 05/04, The Central Bank of the Republic of Turkey.

Kara Hakan – Musa Orak (2008), “Enflasyon Hedeflemesi”, **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, 10.10.2008-İstanbul, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/enfhed_kara_orak.pdf, (18.08.2010).

Kara Hakan – Fethi Ögünç (2005), “Exchange Rate Pass-Through in Turkey: It is Slow but is it Really Low?”, **Research Department Working Paper**, No: 05/10, The Central Bank of the Republic of Turkey.

Kara Hakan – Fethi Ögünç (2008), “Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-Through: The Turkish Experience”, **Emerging Markets Finance & Trade**, Vol.44, No.6, pp.52-66.

Kara Hakan – Fethi Ögünç (2012), “Döviz Kuru ve İthalat Fiyatlarının Yurtiçi Fiyatlara Etkisi”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı.27, No.317, ss.9-28.

Kartal Fikret (2011), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl.25, Sayı.91, ss.77-100.

Kashyap Anil K. – Jeremy C. Stein – David W. Wilcox (1993), “Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance”, **The American Economic Review**, Vol.83, No.1, pp.78-98.

Kashyap Anil K. – Jeremy C. Stein, (1994), “Monetary Policy and Bank Lending”, **Monetary Policy**, (eds.N.G.Mankiw), Chicago:The University of Chicago Pres.

Kashyap Anil K. – Jeremy C. Stein (1995), “The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets”, **Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol.42, pp.151-195.

Kashyap Anil K. – Jeremy C. Stein (2000), “What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?”, **The American Economic Review**, Vol.90, No.3, pp.407-428.

Kepenek Yakup – Nurhan Yentürk (1997), **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, İstanbul.

Kesriyeli Mehtap (1997), “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No.97/4, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Kim Soyoung (2001), “International Transmission of U.S Monetary Policy Shocks: Evidence’s from VAR’s”, **Journal of Monetary Economics**, 48, pp.339-372.

Kim Soyoung – Nouriel Roubini (2000), “Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution with a Structural VAR Approach”, **Journal of Monetary Economics**, Vol.45, Issue.3, pp.561-586.

Knell Markus (2010), “Nominal and Real Wage Rigidities in Theory and in Europe”, **Working Paper Series**, No.1180, European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1180.pdf> , (04.10.2010).

Kuttner Kenneth N. (2001), “Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market, **Journal of Monetary Economics**, vol.47, pp. 523-544.

Kydland Finn E. – C.Edward Prescott (1977), “Rules Rather Than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans”, **Journal of Political Economy**, Vol.85, No.3, pp.473-91.

Leigh Daniel – Marco Rossi (2002), “Exchange Rate Pass-Through in Turkey”, **IMF Working Paper**, WP/02/204. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02204.pdf> , (06.11.2010).

Loayza Norman - Klaus Schmidt Hebbel (2002), “Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview”, http://bcentral.cl/estudios/banca-central/pdf/v4/001_020Gallego.pdf, (03.11.2009).

Ludvigson Sydney – Charles Steindel – Martin Lettau (2002), “Monetary Policy Transmission through the Consumption-Wealth Channel”, **FRBNY Economic Policy Review**, pp.117-133.

Lütkephol Helmut (2007), “Econometric Analysis with Vector Autoregressive Models”, **EUI Working Papers**, ECO 2007/11, European University Institute, <http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/6918/ECO-2007-11>, (20.01.2010).

Mankiw Gregory N. (2010), **Makro Ekonomi**, (Çev.Edt.Ömer Faruk Çolak), Efil Yayınevi, Ankara.

Markovic Bojan (2006), “Bank Capital Channels in the Monetary Transmission Mechanism”, **Working Paper**, No.313, Bank of England. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp313.pdf>, (04.05.2011).

McCallum Bennett T. (2002), “Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence”, Federal Reserve Bank of Richmond **Economic Quarterly**, Vol.88, No.1, pp.67-96.

Mehra Yash P. (1996), “Monetary Policy and Long Term Interest Rates”, Federal Reserve Bank of Richmond **Economic Quarterly**, Vol.82/3, pp.27-49.

Mehrotra Aaron N. (2007), “Exchange and Interest Rate Channels During a Deflationary Era- Evidence from Japan, Hong-Kong and China”, **Journal of Comparative Economics**, 35, pp.188-210.

Meltzer Allan H. (1995), “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, No.4, pp 49-72.

Metin-Özcan Kılıncım – Ebru Voyvoda – Erinç Yeldan (2004), “Dynamics of Macroeconomic Adjustment in a Globalized Developing Economy: Growth, Accumulation and Distribution, Turkey 1969-1998”, **Working Paper**, <http://www.erf.org.eg/CMS/uploads/pdf/2004.pdf>, (10.02.2010).

Mihaljek Dubravko – Marc Klau (2008), “Exchange Rate Pass-through in Emerging Market Economies: What Has Changed and Why”, **Bank for International Settlements Papers**, No.35.

Mirdala Rajmund (2009) “Interest Rate Transmission Mechanism of the Monetary Policy in the Selected EMU Candidate Countries (SVAR approach)”, **MPRA Paper**, No.14072, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14072/>, (18.11.2010).

Mishkin Frederic S. (1995), “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, No.4, pp.3-10.

Mishkin Frederic S. (1996), “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, **NBER Working Paper** 5464, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w5464>, (16.10.2009).

Mishkin Frederic S. (1999), “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, **NBER Working Paper** 6965, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w6965>, (06.03.2010).

Mishkin Frederic S. (2000), “From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries”, **Bank of Mexico Conference, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience**, 14-15.11.2001 Mexico City, <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf>, (11.01.2010).

Mishkin Frederic S. (2001), “The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy”, **NBER Working Paper** 8617, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w8617>, (23.10.2009).

Mishkin Frederic S. (2004a), “Can Central Bank Transparency Go too Far?”, **NBER Working Paper** 10829, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w10829>, (06.03.2010).

Mishkin Frederic S. (2004b), **The Economics of Money Banking and Financial Markets**, Seventh Edition, Addison Wesley.

Mishkin Frederic S. (2007a), “How Did We Get Here”, **Monetary Policy Strategy**, MIT Press, Cambridge, pp.1- 27.

Mishkin Frederic S. (2007b), “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, **Monetary Policy Strategy**, MIT Press, Cambridge, pp. 271 – 278.

Mishkin Frederic S. (2011), “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, **NBER Working Paper** 16755, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w16755>, (06.03.2010).

Modigliani Franco (1971), “Monetary Policy and Consumption”, in **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Boston:Federal Reserve Bank of Boston.

Modigliani Franco – Merton Miller (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, **The American Economic Review**, Vol.48, No.3, pp.261-97.

Mohanty M.S. – Phillip Turner (2008), “Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New?”, **Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies**, **BIS Papers**, No.35, Bank for International Settlements.

Mojon Benoit – Gert Peersman (2001), “A VAR Description of the Effects of Monetary Policy in the Individual Countries of the Euro Area”, **Working Paper Series**, No.92, European Central Bank, <http://195.128.1.78/pub/pdf/scpwps/ecbwp092.pdf>, (03.01.2011).

Morande Felipe G. – Matias Tapia (2002), “Exchange Rate Policy in Chile: From the Band to Floating and Beyond”, **Working Paper**, No.152, Central Bank of Chile.

Muller Philippe – Mark Zelmer (1999), “Greater Transparency in Monetary Policy: Impact on Financial Markets”, **Bank of Canada Technical Report** 86.

Mukherjee Sanchita – Rina Bhattacharya (2011), “Inflation Targeting and Monetary Policy Transmission Mechanisms in Emerging Market Economies”, **IMF Working Paper**, WP/11/229, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11229.pdf> , (16 Kasım 2011).

Mundell Robert A. (1963), “Capital Mobility and Stabilisation Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, **The Canadian Journal of Economics and Political Sciences**, Vol.29, No.4, ss.475-485.

Nagayasu Jun (2007), “Empirical Analysis of the Exchange Rate Channel in Japan”, **Journal of International Money and Finance**, 26, pp:887-904.

Nas Tevfik F. – Mark J.Perry (2000), “Inflation, Inflation Uncertainty and Monetary Policy in Turkey: 1960 -1998”, **Contemporary Economic Policy**, Vol.18, No.2, pp.170-180.

Neri Stefano (2004), “Monetary Policy and Stock Prices: Theory and Evidence”, **Banca D’Italia**, No.513.

Neumann Manfred (1995) “A Conference Panel Discussion: What Do We Know About How Monetary Policy Affects the Economy,” **Review**, May/June, Federal Reserve Bank of St.Louis, pp.138-142.

Oliner Stephen D. – Glenn D. Rudebusch (1995), “Is There a Bank Lending Channel for Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review**, No.2, pp.3-20.

Oliner Stephen D. – Glenn D. Rudebusch (1996), “Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review**, No.1, pp.3-13.

Ostry Jonathan D. – Atish R.Ghosh – Marcos Chamon (2012), “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies”, **IMF Staff Discussion Note**, SDN/12/01, International Monetary Fund.

Özatay Fatih (1997), “Sustainability of Fiscal Defecits, Monetary Policy and Inflation Stabilization: The Case of Turkey”, **Journal of Policy Modeling**, Vol.19, No.6, pp.661-681.

Özatay Fatih (2009), Enflasyon ve Para Politikası, **Türkiye Ekonomisi: Yeni Yapı (2000-2008)**, (eds. N.Özkaramete Coşkun), Ankara: İmaj Kitabevi, 1-34.

Özatay Fatih (2011), **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Efil Yayınevi, Ankara.

Öztürkler Harun – Hakan A. Çermikli (2007), “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt.44, Sayı.514, ss.57-68.

Qiong-hua Long – Wu Hai-hua – Zhang Chen-hong (2010), “Empirical Analysis of Interest Rate Transmission Mechanism in China: 1998 – 2008”, **Management and Service Science 2010 Conference**, http://ieeexplore.ieee.org/xpl/freeabs_all.jsp?arnumber=5576468, (26.03.2011).

Patelis Alex D. (1997), “Stock Return Predictability and The Role of Monetary Policy”, **The Journal of Finance**, Vol.52, No.5, pp.1951-72.

Peersman Gert (2002), “Monetary Policy and Long Term Interest Rates in Germany”, **Economic Letters**, 77, pp.271-77.

Peker Osman – Birgül Canbazoğlu (2011), “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının İşleyişi: Ampirik Bir Analiz”, **Yönetim ve Ekonomi**, Yıl.2011, Cilt.18, Sayı.2. pp.127-143.

Pierdzioch Christian – Georg Stadtmann (2011), “Does The ECB Have a Time-Inconsistency Problem? A Note”, **Scottish Journal of Political Economy**, Vol. 58, No. 2, pp.189-199.

Rabin Alan A. – Leland B. Yeager (1997), “The Monetary Transmission Mechanism”, **Eastern Economic Journal**, Vol.23, No.3, pp.293-299.

Ramey Valerie A. (1993), “How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy”, **NBER Working Paper 4285**, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w4285.pdf> , (08.03.2010).

Rigobon Roberto – Brian Sack (2003), “Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.118, No.2, pp.639-669.

Rigobon Roberto – Brian Sack (2004), “The Impact of Monetary Policy on Asset Prices”, **Journal of Monetary Economics**, 51, pp.1553-1575.

Rolley Vance V. – Gordon H.Sellon (1995), “Monetary Policy Actions and Long Term Interest Rates”, Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Review Fourth Quarter**, pp.73-89.

Roosa Robert (1951), “Interest Rates and the Central Bank” in **Money, Trade and Economic Growth: Essays in Honor of John H. Williams**, New York: Macmillan.

Sarıkaya Çağrı – Fethi Ögünç – Dilara Ece – Hakan Kara – Ümit Özlale (2005), “Estimating Output Gap for the Turkish Economy”, **Research Department Working Paper**, No: 05/03, The Central Bank of the Republic of Turkey.

Sargent Thomas J. – Neil Wallace (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis **Quarterly Review**, Vol.5, No.3, pp.1-17.

Sekmen Fuat (2007), “Açıklık ve Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Uygulaması”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Cilt. 33, ss.171-77.

Sekmen Fuat (2011), “Exchange Rate Volatility and Stock Returns for the U.S.”, **African Journal of Business Management**, Vol.5, No.22, pp.9659-64.

Sever Erşan (2012), “Türkiye’de Dolarizasyon Süreci ve Döviz Kuru Belirsizliği İlişkisi”, **Sosyo-Ekonomi**, Ocak-Haziran 2012-1, ss.204-222.

Sims Christopher A. (1980), “Macroeconomics and Reality”, **Econometrica**, Vol.48, No.1, pp. 1-48.

Sims Christopher A. (1992), “Interpreting the Macroeconomic Time Series facts: The Effects of Monetary Policy”, **European Economic Review**, 36, pp.975-1011.

Sims Christopher A. – Tao Zha (1995), “Does monetary policy generate recessions? Using less aggregate price data to identify monetary policy”, **Yale University Working paper**.

Smant David (2002), “Bank Credit in the Transmission of Monetary Policy: A Critical Review of the Issues and Evidence”, **MPRA Paper** No.19816, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/19816/>, (16.11.2010).

Smets Frank (1996), “Measuring Monetary Policy in the G7 Countries: Interest Rates versus Exchange Rates”, Mimeo.

Smets Frank (1997), “Measuring Monetary Policy Shocks in France, Germany and Italy: the role of the Exchange Rate”, **Working Papers** No.42, Bank for International Settlements.

Smets Frank – Raf Wouters (1999), “The Exchange Rate and the Monetary Transmission Mechanism in Germany”, **De Economist**, Vol.147, No.4, pp. 489-521.

SPK (2002), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

SPK (2003), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

SPK (2004), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

SPK (2005), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

SPK (2006), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

SPK (2007), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

SPK (2008), Faaliyet Raporu, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Stiglitz Joseph E. – Andrew Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **The American Economic Review**, Vol.71, No.3, pp.393-410.

Stock James H. – Mark W. Watson (2001), “Vector Autoregressions”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.15, No.4, pp.101-115.

Sun Lixin – Jim L. Ford – David G. Dickinson (2010), “Bank Loans and the Effects of Monetary Policy in China: VAR/VECM Approach”, **China Economic Review**, 21, pp.65-97.

Sutch Richard (2008), “Modigliani, Franco (1918 – 2003)”, **The New Palgrave Dictionary of Economics**, second edition, (eds, Darlauf, S.N. ve Blume, L.E.), http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_M000341, (22.03.2011).

Suzuki Tomoya (2004a), “Credit Channel of Monetary Policy in Japan: Resolving the Supply versus Demand Puzzle”, **Applied Economics**, 36:21, pp.2385-96.

Suzuki Tomoya (2004b), “Is the Lending Channel of Monetary Policy Dominant in Australia?”, **The Economic Record**, Vol.80, No.249, pp.145-156.

Suzuki Tomoya (2008), “Credit Channel of Monetary Policy between Australia and New Zealand: an Empirical Note”, pp.1-12, http://amw2008.econ.usyd.edu.au/pdfs/B-4_Tomoya%20Suzuki.pdf, (05.06.2010).

Şahin Hüseyin (2006), **Makro İktisat**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.

Şahin Hüseyin (2009), **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.

Şahin Baki Cem (2011), “Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması”, TCMB Uzmanlık Tezi.

Şengönül Ahmet, (2005), “Banking Risks and Effectiveness of Bank Lending Channel in Turkey”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.6, Sayı. 1, ss.15-35.

Şengönül Ahmet – Willem Thornbecke (2005), “The Effect of Monetary Policy on Bank Lending in Turkey”, **Applied Financial Economics**, 15:13, pp.931-934.

Tarı Recep (2010), **Ekonometri**, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

Taylor John B. (1995), “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, No.4, pp.11-26.

TBB (2003), Bankalarımız 2002: 2002 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi.

TBB (2004), Bankalarımız 2003: 2003 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi.

TBB (2005), Bankalarımız 2004: 2004 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi.

TBB (2006), Bankalarımız 2005: 2005 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No.245, Mayıs 2006.

TBB (2008a), “50.Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi “1958-2007””, Yayın No.262.

TBB (2008b), Bankalarımız 2007: 2007 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No.255, Mayıs 2008.

TBB (2009), Bankalarımız 2008: 2008 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No.264, Mayıs 2009.

TCMB (2001), Para Politikası Raporu: 2001 Kasım.

TCMB (2002), Para Politikası Raporu: 2002 Temmuz.

TCMB (2003a), “Para Politikası Uygulamaları Makro Ekonomik Görünüm ve Bekleyişler”, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/parapol2101.pdf> , (06.09.2010).

TCMB (2003b), Para Politikası Raporu: 2003 Nisan.

TCMB (2004), Para Politikası Raporu: 2004-I.

TCMB (2005), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.php, (02.03.2010).

TCMB (2006), Enflasyon Raporu: 2006-I.

TCMB (2008a), Enflasyon Raporu: 2008-II.

TCMB (2008b), Enflasyon Raporu: 2008-IV.

TCMB (2008c), 2009 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB (2009), Enflasyon Raporu: 2009-II.

TCMB (2010), Enflasyon Raporu: 2010-I.

TCMB (2011), Enflasyon Raporu: 2011-I.

TCMB (2006), Finansal İstikrar Raporu, Sayı.3.

TCMB (2007), Finansal İstikrar Raporu, Sayı.5.

TCMB (2008), Finansal İstikrar Raporu, Sayı.7.

TCMB t.y. “Para Politikası Aktarım Mekanizması”,
<http://kamag.etu.edu.tr/TCMBPARASALAKTARIM.pdf> , (07.07.2010).

Thorbecke Willem (1997), “On Stock Market Returns and Monetary Policy”, **The Journal of Finance**, Vol.52, No.2, pp.635-654.

Thornton Daniel L. (1994), “Financial Innovation, Deregulation and the “Credit View” of Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of St.Louis Economic Review**, Vol.76, No.1, pp.31-49.

Tobin James (1969), “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.1, No.1, pp. 15-29.

TOBB (2008), “Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu”, TOBB Yayın Sıra No: 2008/68, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi.

Uygur Ercan (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2001/1. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf> , (09. 10.2010).

Uygur Ercan (2010), “The Global Crisis and the Turkish Economy”, TWN Global Economy Series, Financial Crisis and Asian Developing Countries, No.21.

Van den Heuvel Skander J. (2002), “Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?”, **FRBNY Economic Policy Review**, May, pp.259-265.

Volkan Ara – Cem Saatçioğlu – Levent Korap (2007), “Impact of Exchange Rate Changes on Domestic Inflation: The Turkish Experience”, **Discussion Paper 2007/6**, Turkish Economic Association, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/VOLKAN-SAATCI-KORAP.pdf> , (09.10.2010).

Walsh Carl E. (2003), **Monetary Theory and Policy**, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Weber Axel A. – Rafael Gerke – Andreas Worms (2011) “Changes in Euro Area Monetary Transmission?”, **Applied Financial Economics**, Vol.21, Issue.3, pp.131-45.

Yakupoğlu Alper (2010), “Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl.24, Sayı.88, ss.35-54.

Yay Gürkan Gülsün (2006), “Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, **İktisat Dergisi**, Sayı:470-471, ss.3-17.

Yılmazkuday Hakan – Koray Akay (2008), “An Analysis of Regime Shifts in the Turkish Economy”, **Economic Modelling**, Vol.25, No.5, pp.885-898.

Zams Bastian M. – Nawalage S.Cooray (2007), “Economic Analysis of the Exchange Rate Channel and Monetary Policy Rule: The Case of Indonesia”, **GSIR Working Papers, Economic Development & Policy Series EDP07-1**.

<http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676>., (07.05.2010).

<http://www.sgb.gov.tr/ESAD/Documents/Ekonomik%20Veriler.pdf> , (03.06.2010).

<http://www.kalkinma.gov.tr/DocObjects/view/12792/0402-sh.xls> , (06.07.2010).

<http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676> , (20.11.2011).

ÖZGEÇMİŞ

Adı, Soyadı	Meryem FİLİZ		
Doğum Yeri ve Yılı	Bulgaristan 1981		
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce		
ve Düzeyi	İyi		
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı	Kurum Adı	
Lise	1995	1999	Tekirdağ Tuğlacılar Lisesi (Yabancı Dil Ağırlıklı)
Lisans	1999	2003	Uludağ Üniversitesi
Yüksek Lisans	2003	2006	Uludağ Üniversitesi
Doktora	2007	2012	Uludağ Üniversitesi
Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama - Ayrılma Yılı	Çalışılan Kurumun Adı	
1.Uludağ Üniversitesi	2005	Devam	
2.			
3.			
Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar			
Katıldığı Proje ve Toplantılar			
Yayımlar:			
Diğer:			
İletişim (e-posta):	meryemfiliz@uludag.edu.tr		
		Tarih İmza Adı Soyadı	