



T.C.

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

**PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI
İLİŞKİSİ**

Şeyma ŞAHİN KUTLU

165021001

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Burak DARICI

İkinci Danışman:

Doç. Dr. Hasan Murat ERTUĞRUL

Bandırma 2020

T.C.
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Doktora Tezi

PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI
İLİŞKİSİ

Şeyma ŞAHİN KUTLU
165021001

Tez Danışmanı:
Prof. Dr. Burak DARICI
İkinci Danışman:
Doç. Dr. Hasan Murat ERTUĞRUL

Bandırma 2020

DOKTORA TEZİ ONAYI

Bandırma Onyedli Eylöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Programında Doktora öğrencisi Şeyma ŞAHİN KUTLU tarafından Prof. Dr. Burak DARICI danışmanlığında hazırlanan "Para Politikası ve Varlık Fiyatları İlişkisi" başlıklı tez aşğıdaki jüri üyeleri tarafından 06/11/2020 tarihinde yapılan Tez Savunma Sınavında oybirliği ile başarılı bulunmuş ve Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Başkanı
Prof. Dr. Alpaslan SEREL

Jüri-Danışman
Prof. Dr. Burak DARICI

Jüri-İkinci Danışman
Doç. Dr. H. Murat ERTUĞRUL

Jüri
Doç. Dr. Tarhan OKAN

Jüri
Doç. Dr. Cüneyt KILIÇ

Jüri
Doç. Dr. Feyza BALAN

Etik Beyan Sayfası

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

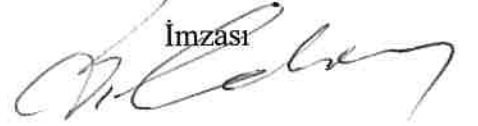
Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (06/11/2020)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Şeyma ŞAHİN KUTLU

İmzası



ÖZET

PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI İLİŞKİSİ

Şeyma ŞAHİN KUTLU

ABD ekonomisinde konut ve gayrimenkul sektöründe yaşanan gelişmelerin 2008 Küresel Finansal Krizi sürecinde önemli bir rolü bulunmaktadır. Yapılan teorik ve ampirik çalışmaların bulguları, ABD ekonomisinde bol likidite ve düşük faiz oranlarını kapsayan genişletici para politikası ile krizin oluşumunda merkezi bir rolü olan konut fiyat balonu arasında sıkı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bu gelişmeler para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkinin önemini ortaya çıkarmıştır. Nitekim kriz sonrası dönemde literatüre yapılan katkılar para politikası uygulamalarında varlık fiyatlarının daha belirgin bir role sahip olması gerektiğini göstermektedir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkinin ampirik olarak araştırılmasıdır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada SVAR yöntemi kullanılmıştır. Çalışmaya konu olan dönem tüm verilerde maksimum gözlem sayısına ulaşılacak şekilde 2011:5-2018:5 olarak belirlenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, para politikasının modele dahil edilen değişkenlerden yalnızca reel efektif döviz kuru ve hazine bonusu faiz oranına tepkisinin anlamlı olduğu görülmektedir. Buna ilaveten para politikasının reel efektif döviz kuru, konut fiyat endeksi, BİST 100 endeksi, hazine bonusu faiz oranı ve devlet tahvili faiz oranı üzerine etkileri anlamlı bulunmuştur. Elde edilen sonuçlar, TCMB'nin yalnızca döviz kuru şoklarını dikkate alarak politika oluşturduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye'nin yüksek oranda ithalata bağlı üretim yapısı döviz kurunda yaşanan değişikliklerin enflasyon üzerinde etkili olmasına neden olmaktadır. Bu durum TCMB'nin politika oluşturma sürecinde döviz kurunu göz önünde bulundurması gerekliliğini göstermektedir. Ayrıca bulgular, TCMB'nin varlık fiyatları kanalıyla ekonomiyi etkileyebileceği bir aktarım mekanizması olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar politika önerisi olarak TCMB'nin politika oluşturma sürecinde varlık fiyatlarını dikkate almasının gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Varlık Fiyatları, Finansal İstikrar, Yapısal VAR, Türkiye Ekonomisi.

ABSTRACT

THE RELATIONSHIP BETWEEN MONETARY POLICY AND ASSET PRICES

Şeyma ŞAHİN KUTLU

The developments in the US housing and real estate sectors played an important role during the Global Financial Crisis of 2008. The findings of previous theoretical and empirical studies have revealed that there was a strong relationship between the expansionary monetary policy that included high liquidity and low interest rates in the US economy and the housing price bubble, which played a central role in the development of the crisis. These developments have revealed the importance of the relationship between monetary policies and asset prices. In fact, the contributions made to the literature in the post-crisis period indicate that asset prices should play a clearer role in monetary policy practices. In this direction, the present study aims to conduct an empirical investigation of the relationship between monetary policies and asset prices in the Turkish economy. In line with this purpose, the SVAR approach was used in the study. The period included within the scope of the present study was determined as 2011:5-2018:5 to reach the maximum number of observations in all data. According to the findings obtained, it is observed that the only significant reaction of monetary policies to the variables included within the model was to real effective exchange rate and treasury bill rate. Additionally, the effects of monetary policies on real effective exchange rate, housing price index, BIST 100 index, treasury bill rate and interest of government securities were found to be significant. The results reveal that the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) conducts only policies in consideration of exchange rate shocks. Turkey's production structure, which is largely based on importation, cause the developments in exchange rates to be effective on inflation. This situation emphasizes that it is necessary for the CBRT to take exchange rates into consideration in the process of establishing monetary policies. In addition, the findings show that CBRT's monetary policy decisions affect the economy through asset prices. These results reveal as a policy recommendation the necessity that CBRT considers asset prices in the policy-making process.

Keywords: Monetary Policy, Asset Prices, Financial Stability, Structural VAR, Turkish Economy.

ÖNSÖZ

Bu çalışma 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte önemi daha iyi anlaşılan para politikası varlık fiyatları ilişkisinin Türkiye ekonomisi bağlamında ele alınması amacıyla yapılmıştır.

Bu çalışmanın seçilmesinde ve yürütülmesinde bilgi ve tecrübelerinden istifade ettiğim ve bundan sonraki akademik hayatımda bilgilerinden her zaman istifade etmek isteyeceğim, birlikte çalışmaktan onur duyduğum danışman hocam Sayın Prof. Dr. Burak DARICI'ya teşekkürlerimi sunarım. Tezin son halini almasında değerli fikirlerine başvurduğum, ikinci danışmanım Sayın Doç. Dr. Hasan Murat ERTUĞRUL' a teşekkür ederim. Yoğun iş yüküne rağmen tez izleme komitesinde yer alma nezaketini gösteren Sayın Prof. Dr. Alpaslan SEREL hocama, yine tez izleme komitesi için vaktini ayıran Sayın Doç. Dr. Tarhan OKAN hocama teşekkürlerimi sunarım. Tez jürisinde yer almayı kabul eden Sayın Doç. Dr. Cüneyt KILIÇ ve Sayın Doç. Dr. Feyza BALAN hocalarıma katkıları ve emekleri için teşekkür ederim.

Tezin her aşamasında katkılarını gördüğüm, manevi desteğini her zaman hissettiğim, varlığını en büyük zenginlik kabul ettiğim, kıymetli eşim Arş. Gör. Muhammet KUTLU'ya ve bana her zaman güvenen, desteklerini hiçbir zaman eksik etmeyen aileme sonsuz teşekkürlerimi ve minnettarlığımı sunarım.

Şeyma ŞAHİN KUTLU

Bandırma/BALIKESİR

06.11.2020

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
ETİK BEYAN SAYFASI.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar	x
ŞEKİLLER	xii
KISALTMALAR	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1. PARA POLİTİKASININ ETKİ GÜCÜNE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE.....	4
1.1. Reel Analiz Ekolü.....	5
1.2. Parasal Analiz Ekolü.....	12
2. PARANIN EKONOMİYE AKTARIMI.....	19
2.1. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişine Yönelik Teorik Yaklaşımlar	20
2.2. Parasal Aktarım Mekanizmalarını Etkileyen Faktörler	22
2.3. Parasal Aktarım Mekanizmaları	29
2.3.1. Faiz Oranı Kanalı	29
2.3.2. Kredi Kanalı	31
2.3.3. Beklentiler Kanalı	33
2.3.4. Parasal Aktarımın Varlık Fiyatları Kanalı	34
2.3.4.1. Menkul Kıymet Fiyatları	35
2.3.4.1.1. Para Politikasının Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi.....	39
2.3.4.1.2. Hisse Senedi Fiyatları Aktarım Kanalları.....	41
2.3.4.1.3. Para Politikasının Devlet İç Borçlanma Senetleri Faizleri Üzerindeki Etkisi	43

2.3.4.1.4. Devlet İç Borçlanma Senetleri Aktarım Kanalları.....	46
2.3.4.2. Gayrimenkul Fiyatları	48
2.3.4.2.1. Para Politikasının Konut Fiyatları Üzerindeki Etkisi	48
2.3.4.2.2. Konut Fiyatları Aktarım Kanalları.....	51
2.3.4.3. Döviz Kurları.....	53
2.3.4.3.1. Para Politikasının Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi.....	53
2.3.4.3.2. Döviz Kuru Aktarım Kanalları	57

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASINDA VARLIK FİYATLARININ ROLÜ

1. PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI İLİŞKİSİNE YÖNELİK TEORİK TARTIŞMALAR.....	60
2. PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI İLİŞKİSİNE YÖNELİK AMPİRİK LİTERATÜR	65
2.1. Para Politikası ve Hisse Senedi Fiyatları İlişkisine Yönelik Ampirik Literatür	67
2.2. Para Politikası ve Devlet İç Borçlanma Senetleri Faizleri İlişkisine Yönelik Ampirik Literatür	70
2.3. Para Politikası ve Gayrimenkul Fiyatları İlişkisine Yönelik Ampirik Literatür	72
2.4. Para Politikası ve Döviz Kuru İlişkisine Yönelik Ampirik Literatür	75
3. FİNANSAL İSTİKRAR VE VARLIK FİYATLARI	77
3.1. Finansal İstikrarı Sağlamada Varlık Fiyatlarının Rolü	82
3.2. Varlık Fiyatlarından Finansal Krizlere Aktarım	84
3.3. Finansal Krizlerin Oluşumu: Varlık Fiyat Balonlarının Oluşma ve Patlama Safhaları	88
3.3.1. Lale Çılgınlığı (1634-1637)	90
3.3.2. Mississippi ve Güney Denizi Balonları (1720)	91
3.3.3. ABD Emlak ile Borsa Balonu ve Büyük Buhran (1921-1929).....	92
3.3.4. Japon Hisse Senedi ve Emlak Piyasası Balonu (1980-1991).....	95
3.3.5. İnternet Balonu (1995-2000).....	97
3.3.6. Emlak Balonu (2003-2007) ve Küresel Kriz (2007-2010)	98

4. VARLIK FİYATLARINDA GÖRÜLEN BALONLAR AÇISINDAN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME	100
--	-----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VARLIK FİYATLARI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

1. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE VARLIK FİYAT GELİŞMELERİ.....	106
2. METODOLOJİ VE VERİ.....	108
2.1. Yapısal VAR Modeli (SVAR).....	108
2.2. Veri Seti	113
3. MODEL	116
4. BULGULAR	119
SONUÇ	146
KAYNAKÇA	154
EKLER	180
ÖZGEÇMİŞ	184

TABLÖLAR

Tablo 3.1 : Değişkenler, Değişkenlerin Sembolleri ve Veri Kaynakları	116
Tablo 3.2 : Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi Sonuçları.....	120
Tablo 3.3 : Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları.....	121
Tablo 3.4 : Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları	121
Tablo 3.5 : Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	122
Tablo 3.6 : White Değişen Varyans Testi	122
Tablo 3.7 : Normallik Testi Sonuçları.....	123
Tablo 3.8 : Para Politikasının Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	130
Tablo 3.9 : Altın Fiyatlarının Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	130
Tablo 3.10 : Reel Efektif Döviz Kuru Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	131
Tablo 3.11 : Hisse Senedi Fiyatları Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	132
Tablo 3.12 : Konut Fiyat Endeksi Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	133
Tablo 3.13 : Hazine Bonosu Faizi Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	133
Tablo 3.14 : Devlet Tahvili Faizi Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)	134
Tablo 3.15 : Para Politikasının Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)	139
Tablo 3.16 : Altın Fiyatlarının Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)	140
Tablo 3.17 : Reel Döviz Kuru Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)	141
Tablo 3.18 : Hisse Senedi Fiyatları Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)	141

Tablo 3.19 : Konut Fiyat Endeksi Varyans Ayrıştırması Sonuçları

(Spesifikasyon-2) 142

Tablo 3.20 : Hazine Bonosu Faizi Varyans Ayrıştırması Sonuçları

(Spesifikasyon-2) 142

Tablo 3.21 : Devlet Tahvili Faizi Varyans Ayrıştırması Sonuçları

(Spesifikasyon-2) 143



ŞEKİLLER

Şekil 1.1 : Hisse Senedi Fiyatları Aktarım Kanalları	41
Şekil 1.2 : İç Borçlanma Senetleri Aktarım Kanalları.....	47
Şekil 1.3 : Konut Fiyatları Aktarım Kanalları	52
Şekil 1.4 : Döviz Kuru Aktarım Kanalları.....	58
Şekil 3.1 : AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri.....	123
Şekil 3.2 : Değişkenlerin kendi şoklarına ilişkin Etki-Tepki Fonksiyonları (Spesifikasyon-1)	125
Şekil 3.3 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Altın Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-1)	126
Şekil 3.4 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Reel Döviz Kuru İlişkisi (Spesifikasyon-1)	127
Şekil 3.5 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-1)	127
Şekil 3.6 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Konut Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-1)	128
Şekil 3.7 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Hazine Bonosu Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-1)	129
Şekil 3.8 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Devlet Tahvili Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-1)	129
Şekil 3.9 : Değişkenlerin kendi şoklarına ilişkin Etki-Tepki Fonksiyonları (Spesifikasyon-2)	135
Şekil 3.10 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Altın Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-2)	136
Şekil 3.11 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Reel Döviz Kuru İlişkisi (Spesifikasyon-2)	137
Şekil 3.12 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Hisse Senedi Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-2)	137
Şekil 3.13 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Konut Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-2)	138

Şekil 3.14 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Hazine Bonosu Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-2)	138
Şekil 3.15 : Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Devlet Tahvili Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-2)	139



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
BİST	: Borsa İstanbul
FED	: Federal Reserve Bank (Amerikan Merkez Bankası)
GMM	: Generalized Moment of Movements (Genelleştirilmiş Moment Yöntemi)
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
PP	: Phillips- Perron
SAGP	: Satın Alma Gücü Paritesi
SVAR	: Yapısal Vektör Otoregresif
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
USD	: Amerikan Doları
VAR	: Vektör Otoregresif

GİRİŞ

ABD ekonomisinde konut ve gayrimenkul sektöründe yaşanan gelişmeler küresel ölçekte ekonomik tahribata yol açmıştır. Bu dönemde FED 'in uyguladığı genişletici para politikası ile konut fiyat balonunun ilişkilendirilmesi, para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkinin yeniden gündeme gelmesine neden olmuştur.

Dünyadaki pek çok merkez bankası açık veya dolaylı olarak temel hedefini fiyat istikrarı olarak belirlemiştir. Bu nedenle de günümüzde pek çok merkez bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak enflasyon ve üretim düzeyinde istikrar sağlamayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede merkez bankaları toplam üretim düzeyi ve enflasyondaki gelişmelere göre kısa vadeli faiz oranlarını ayarlayarak düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine katkıda bulunmaktadır. Merkez bankalarının çıktı ve enflasyondaki gelişmelere göre kısa vadeli faiz oranlarını ayarlaması gerektiğine ilişkin tepki fonksiyonu Taylor (1993)'ün öncü çalışmasında ortaya konulmuştur. Bu çerçevede merkez bankalarının faiz oranı tepki fonksiyonunu kullanarak toplam üretim ve enflasyonda meydana gelen kısa dönemli sapmaları ortadan kaldıracabileceğini göstermiştir. Nitekim uzun yıllar kronikleşen yüksek enflasyon tecrübesini yaşayan tüm gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun düşürülmesi ve istikrarlı fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikası stratejileri uygulanmıştır. Pek çok ülkede özellikle de gelişmiş ülkelerin neredeyse tamamında fiyat istikrarı hedefine ulaşılmıştır. Bu bağlamda düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine ulaşan merkez bankalarının varlık fiyat balonlarının oluşumunu engellediği ve fiyat istikrarının finansal istikrara katkıda bulunduğu ifade edilmektedir.

Bununla birlikte 2008 Küresel Finansal Krizi fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmiştir. Bu durum fiyat istikrarını sağlamanın finansal istikrar için tek başına yeterli olmadığını ortaya koymakla birlikte, para politikası ve varlık fiyatları ilişkisine yönelik ilgiyi arttırmıştır. Bu çerçevede özellikle de 2008 Küresel Finansal Krizinden sonra varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarındaki rolü tartışılmıştır. İlk olarak para politikasının varlık fiyatlarını yalnızca enflasyonist baskı oluşturduğu durumda göz önünde bulundurulması gerektiği ifade edilmiştir. İkinci olarak ise merkez bankalarının varlık fiyat hareketlerine sistematik olarak cevap vermesi gerektiği ortaya konulmuştur. Her iki teorik açıklama, bir takım gerekçelerle ilişkilendirilmiştir. Ancak

yukarı da ifade edildiği üzere, pek çok ülkede merkez bankalarının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu nedenle merkez bankalarının doğrudan varlık fiyatlarını hedefleyerek politika oluşturmaları mümkün görünmemektedir. Öte yandan 2008 Küresel Finansal Krizinin ekonomilere maliyetinin çok yüksek olması, merkez bankalarını özelde konut fiyatlarını genelde ise varlık fiyatlarını izlemek zorunda bırakmıştır. Ayrıca varlık fiyatlarının çeşitli kanallar aracılığıyla fiyat istikrarı üzerinde etkili olduğu açıktır. Bu nedenle merkez bankaları varlık fiyatlarını hem fiyat istikrarı üzerinde ortaya çıkardığı olası istikrarsızlıkları önlemek hem de finansal istikrara katkıda bulunmak için dikkate almalıdır.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde para politikası varlık fiyatları ilişkisini ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda TCMB'nin politika oluşturma sürecinde varlık fiyatlarını göz önünde bulundurup bulundurmadiğı ve uygulanan politikaların varlık fiyatları üzerinde etkili olup olmadığı değerlendirilerek Türkiye ekonomisinde para politikası varlık fiyatları ilişkisine dair ampirik kanıtlar ortaya konulması hedeflenmiştir.

Çalışmaya konu olan dönem tüm değişkenler için maksimum gözlem elde edilebilecek şekilde 2011:5-2018:5 olarak belirlenmiştir. Çalışmanın örneklem döneminin küresel kriz sonrasını kapsaması, TCMB'nin politika duruşunu yansıtmaları açısından önem arz etmektedir. Bu amaç doğrultusunda çalışmada, çalışmanın amacına en uygun model olarak nitelendirilen VAR modeli kullanılmıştır. Ancak iktisadi ilişkilerin ortaya konulmasında standart VAR modellerine yöneltilen eleştiriler nedeniyle Sims (1986) ve Bernanke (1986) tarafından geliştirilen yapısal VAR (SVAR) modeli tercih edilmiştir. İlgili modelin kullanılma nedeni, iktisat teorisi çerçevesinde belirlenen kısıtların kullanılmasına imkan tanımasıdır. Oluşturulan SVAR modeli iki spesifikasyondan oluşmaktadır. İlk spesifikasyonda para politikasının diğer bütün değişkenler üzerinde eşanlı etkisi olduğu varsayılmıştır. İkinci spesifikasyon olarak adlandırdığımız alternatif modelde ise, varlık fiyatlarının para politikası üzerine eşanlı etkileri serbest bırakılmıştır. Bununla birlikte her iki spesifikasyonda da iktisadi teori ve beklentilerle uyumlu bir takım kısıtlamalar konulmuştur.

Para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin ele alındığı bu çalışmada, çalışmanın örneklem döneminin küresel kriz sonrası dönemi kapsamı, varlık fiyatlarını temsilen kullanılan değişkenlerin çeşitliği, standart VAR modellerinin aksine SVAR yönteminin kullanılması ve iki farklı spesifikasyonla çalışılması literatüre katkı yapmayı amaçladığı hususlardır. Bu doğrultuda ilgili bu çalışma para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin ortaya konulmasında yeni kanıtlar sunmaktadır.

Bu amaçla birinci bölümde, para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı değerlendirilirken, diğer bir ifade ile para politikasının etkinliği iktisat teorisi açısından ele alınmıştır. Bununla birlikte para politikasının etkin olduğundan hareketle, para politikasının reel ekonomik değişkenleri etkileyinceye kadar geçirdiği süreç olarak tanımlanan parasal aktarım mekanizmasına ilişkin teorik ve kavramsal çerçeve ele alınmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde ise, özellikle de 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte yeniden gündeme gelen varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarındaki rolüne ilişkin teorik tartışmalara yer verilmiştir. Tarihsel süreçte varlık fiyat balonlarından kaynaklanan krizler ele alınarak para politikası ve varlık fiyatları ilişkisine yönelik genel değerlendirilmelerde bulunulmuştur. Son olarak para politikası ve varlık fiyatları ilişkisine yönelik ampirik literatüre yer verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, ekonometrik analizde kullanılan yöntem, model, veri seti ve ampirik bulgulara değinilmektedir. Son bölümde çalışmadan elde edilen bulgulara ilişkin değerlendirmeler yapılarak politika önerileri sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Çalışmanın bu bölümünde para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı bir diğer ifadeyle, para politikasının etkinliği iktisat teorisi açısından ele alınmaktadır. Ayrıca para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde ortaya çıkardığı olası etkilerin belirlenmesi ile etkilerin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğinin ortaya konulması amacıyla parasal aktarım mekanizmaları ele alınmıştır. Özelde ise parasal aktarım mekanizmasının varlık fiyatları kanalına ilişkin teorik değerlendirmelerde bulunulmuştur.

1. PARA POLİTİKASININ ETKİ GÜCÜNE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

Para politikasının ekonomi içerisindeki rolüne ilişkin yüzyıllardır süregelen bir tartışma mevcuttur. Yapılan bilimsel araştırmalarda, para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı veya ne derece etkili olduğu tartışılmıştır. Bazı çalışmalarda, para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılırken bir kısım çalışmalarda ise etkisiz olduğu sonucuna varılmıştır. Dolayısıyla bu konu iktisat teorisinin en açık fikir ayrılıklarının başında gelmektedir.

Para politikasının reel ekonomik değişkenlere etkilerine ilişkin teorideki yaklaşımlar, değişik açılardan önemli farklılıklar içermekte ve parasal faktörler farklı değerlendirmelere konu olmaktadır. Birbirlerine alternatif nitelikte olan bu yaklaşımları kendi döneminin şartları ve söz konusu dönemdeki yaşanan gelişmeleri göz önünde bulundurarak değerlendirmek gereklidir. Bu bakımdan dünya ekonomisinde yaşanan büyük buhranlar, durgunluklar ve krizler para politikalarına yönelik anlayışı zamanla değiştirmiştir.

Para politikasının reel ekonomik değişkenlere ilişkin etkilerine yönelik tartışmalar çoğunlukla Monetarist iktisatçılar ile Post Keynesyen iktisatçılar arasında derinlik kazanmıştır. Ancak konunun bir bütün olarak ele alınabilmesi için diğer iktisadi yaklaşımların da para politikasının etkinliği konusundaki görüşlerine yer verilecektir. Çalışmanın bu bölümünde para politikasına ilişkin kuramsal görüşlere yer verilerek, para politikası ile reel ekonomik değişkenler arasındaki ilişki metodolojik bakış açısı ile ele alınacaktır.

1.1. Reel Analiz Ekolü

Para politikasının iktisat teorisindeki yerini belirlerken, ilk olarak parasal faktörleri modele dışsal olarak dâhil eden reel analiz ekolüne değinilecektir. Bu ekole göre, uzun dönemde ekonomiyi belirleyen unsurlar reel faktörlerdir. Kısa dönemde parasal faktörler reel ekonomik değişkenler üzerinde geçici olarak etkili olsa bile uzun dönemde söz konusu etkiler ortadan kalkacaktır. Bu ekolün temsilcileri, Klasik yaklaşım, Neo-Klasik Yaklaşım, Monetarist Yaklaşım, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen Yaklaşımlardır (Paya, 2013: 13). Bahsi geçen yaklaşımlarda her ne kadar parasal faktörler, reel ekonomik değişkenleri açıklamada modelde dışsal olarak belirlense de söz konusu yaklaşımlar bazı temel özellikleri bakımından farklılık göstermektedir. Bu bağlamda özellikle de para politikasının etkinliği noktasındaki farklılıklara değinmek önem arz etmektedir.

1930'lu yıllara kadar hâkim iktisat görüşü olarak nitelendirilebilecek klasik iktisat yaklaşımının paraya atfettiği önemi iki temel bakış açısı ile değerlendirmek mümkündür. Bunlardan ilki, paranın yalnızca işlem güdüsüyle talep edilmesi iken bir diğeri ise klasik dikotomi ilkesidir. Klasik dikotomi ilkesine göre, parasal faktörlerde meydana gelen değişmelerin reel ekonomik değişkenlerin belirlenmesinde herhangi bir etkisi yoktur. Yani klasik modelde, nominal bir değişken olan para arzı reel değişkenler incelenirken göz ardı edilmiştir. Bu nedenle de para yalnızca ekonomik ilişkilere aracılık etmektedir (Bocutoğlu, 2013: 5).

Klasik yaklaşımda, parasal değişkenlerin reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi paranın miktar teorisi ile açıklanmaktadır. Miktar teorisinin Fisher¹ ve Cambridge² denklemi olmak üzere iki farklı yorumu bulunmaktadır. Söz konusu yaklaşımlar, cebirsel olarak birbirine benzemekle beraber içerikleri itibariyle farklı yorumlanmaktadır. Fisher yorumunda, para mübadele aracı olarak görülürken Cambridge yorumunda para

¹ Fisher tipi miktar denklemi $MV=PT$ şeklinde ifade edilmektedir. Denkleminde yer alan M, para arzını diğer bir ifadeyle PT işlem hacmini gerçekleştirebilmek için elde tutulan para miktarını göstermektedir. V, bir dönemdeki paranın dolaşım hızını ya da diğer bir ifadeyle mal ve hizmetler için yapılan harcama sayısını göstermektedir. Denklemin sağ tarafında yer alan P, fiyatlar genel düzeyini T ise ekonomide gerçekleşen tüm mübadelelerin sayısını göstermektedir (Howden, 2013:9).

² Cambridge tipi miktar denklemi, $MD= kPY$ şeklinde ifade edilmektedir. Burada MD, nominal para talebini göstermektedir. Denklemin sağ tarafında yer alan PY, nominal milli geliri k ise iktisadi karar birimlerinin yıllık nominal milli gelirden işlem güdüsüyle ellerinde nakit olarak tutmak istedikleri payı temsil etmektedir (Howden, 2013: 9).

ekonomik nedenlerle tutulan bir mal olarak görülmektedir. Bununla birlikte, Cambridge yorumunda Fisher yorumunun aksine reel işlem hacmi yerine reel milli gelir kullanılmakta ve para talebi nominal gelirin bir oranı olarak ifade edilmektedir (Cargill, 1983: 385). Bu mekanizmanın temel olarak işleyişi, klasik iktisadın paraya atfettiği paranın yalnızca işlem amacıyla talep edilmesi ilkesi ile açıklanabilmektedir. Böyle bir durumda, genişletici bir para politikası uygulaması nominal para arzını arttırarak iktisadi karar birimlerinin ellerindeki para miktarını arttırmaktadır. Bu durum iktisadi karar birimlerinin veri reel gelir düzeyleri için tutmayı planladıkları reel ankes miktarının planlanandan daha yüksek olmasına yol açarken aynı zamanda iktisadi karar birimlerinin harcama miktarlarını arttırmalarına neden olmaktadır. Klasik ekolde ekonominin tam istihdam denge seviyesinde olduğu varsayıldığından, iktisadi karar birimlerinin harcamalarını arttırması fiyatlar genel düzeyinde artışla sonuçlanmaktadır. Ulaşılan yeni dengede, para miktarındaki artış aynı oranda fiyatların genel düzeyini arttırmakta ve reel ankesin yeniden beklenen seviyede olmasına bir diğer ifadeyle, yeniden başlangıç seviyesine geri dönmesine yol açmaktadır (Hayes, 1989).

Sonuç olarak Klasik iktisadi düşünce çerçevesinde ifade edilen Fisher tipi miktar denklemi ile temelde klasik iktisadın düşüncelerini sürdüren ve geliştiren Neo-Klasik iktisadi düşünce çerçevesinde şekillendirilen Cambridge tipi miktar denklemi belirli varsayımlar altında parasal faktörlerin reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucunu ortaya koymaktadır. Parasal faktörler ile fiyatların genel düzeyi arasında doğrudan ve aynı oranda ilişki olduğu sonucuna varılan teoride parasal sektör ile reel sektör arasında herhangi bir ilişki olmadığı diğer bir ifadeyle, paranın yansız olduğu ifade edilmektedir. Miktar teorisi ile ortaya konulan bu sonuç, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlayabilmeleri için parasal büyüklüklerin takip edilmesinin gerekliliğinin altı çizilirken parasal büyüklükteki değişmelerin kontrolüne vurgu yapmaktadır.

Temelde klasik esaslara dayanan Monetarist yaklaşımda, nominal para arzının kısa dönemde reel değişkenler üzerinde etkisi olabileceği öne sürülürken, uzun dönemde para arzının reel değişkenler üzerinde bir etkisi olmadığı ve enflasyona yol açtığı savunulmaktadır (Arnold, 2008:309). Bu mekanizmanın işleyişi, Monetaristlerin Klasik düşünceden farklı olarak ekonomide doğal işsizlik oranını kabul etmelerine

dayanmaktadır. Mevcut doğal işsizlik oranının azaltılması için yapılan genişletici para politikası uygulamaları kısa dönemde doğal işsizlik oranını azaltabilecektir. İşçilerin para yanılışı ve uyarlayıcı bekleyiş³ içinde oldukları varsayımı altında, işçiler fiyatlar genel seviyesindeki bu artışa geç intibak edeceklerdir. İşçi ücretlerinin yavaş ayarlanma süreci, kısa dönemde üretimin artmasına yol açsa bile, işçilerin beklentilerini değiştirmek suretiyle nominal ücretlerinde artış talep etmeleri uzun dönemde üretimi arttırmayacak ancak fiyatlar genel seviyesinde artışa neden olacaktır. Sonuç olarak, para aldanması ve uyarlayıcı bekleyişlerin varlığı kısa dönemde para arzındaki değişimlerin fiyatlardan daha fazla üretim miktarını etkilemesine yol açacaktır. Fakat uzun dönemde para arzındaki değişimlerin nihai etkisi nominal fiyatlar üzerinde olacaktır (Ünal, 2018: 81-82). Nitekim Friedman ve Schwartz (1963) yapmış oldukları çalışmalarında ABD için ele alınan dönemde, para arzındaki artış ile enflasyon arasındaki ilişkiyi doğrulamıştır. Dolayısıyla Friedman'ın ortaya koyduğu teorik hipotez ampirik bulgularla da desteklenerek para arzı artışlarının enflasyonun en temel kaynağı olduğunu ispat etmişlerdir.

Monetarist yaklaşımla ilgili tüm bu teorik çerçeve monetaristlerin para talebi hakkındaki görüşlerine dayanmaktadır. Her ne kadar Monetaristlerin ulaştıkları sonuçlar klasik miktar kuramının sonuçları ile benzerlik gösterse de para arzı artışları ile faiz, para talebi ve dolaşım hızı arasında kurulan ilişkiyi anlamlandırmak adına para talep fonksiyonları önem arz etmektedir.

Oluşturulan para talep fonksiyonunda⁴, elde tutulan paranın alternatif bir maliyeti olduğu için finansal ve reel varlıklar para talep fonksiyonuna dahil edilmiştir. Para ile finansal ve reel varlıkların birbirini ikame ettiklerinin kabul edilmesi, para arzındaki değişimlerin finansal ve reel varlıklara yapılan harcamaları doğrudan etkileyebileceği anlamını taşımaktadır. Bu durum para arzı ile nominal GSYH arasında doğrusal bir ilişkinin olduğunu diğer bir ifadeyle, doğrudan parasal aktarım mekanizmasını kabul

³ Bireylerin karar verirken geçmiş yılların verilerine dayanarak geleceğe yönelik tahminde bulunmasına uyarlayıcı bekleyişler süreci denilmektedir.

⁴ Friedman tarafından oluşturulan reel para talebi fonksiyonu $M_d/P = f(W, r, p_e, u)$ şeklinde ifade edilmektedir. Fonksiyonda yer alan M_d , nominal para talebini, P , fiyatlar genel düzeyini, W , sürekli geliri, r , finansal varlıkların getirisini, p_e , beklenen enflasyon oranını, u , bireysel zevk ve tercihleri göstermektedir (Stone, 2005: 263). Friedman parayı satın alma gücünün kaynağı olarak gördüğü için oluşturduğu para talep fonksiyonunu reel olarak ifade etmektedir.

ettiklerini göstermektedir (Byrns, 2003: 14). Bununla birlikte para talebinin cari gelirden ziyade, sahip olunan servet miktarının diğ er bir ifadeyle sürekli gelirin⁵ bir fonksiyonu olarak ifade edilmesi, anlık gelir şokları ile para talebinin değışmeyeceğı anlamına gelmekle birlikte, para talep fonksiyonunun istikrarlı olduğunu göstermektedir (Kumar vd., 2013: 980).

Friedman'a olan düşünsel bağlılıklarını devam ettiren Yeni Klasik yaklaşımda, Monetarist düşüncenin uyumcu beklentileri yerine Muth'un geliştirdiğı Rasyonel Beklentiler⁶ hipotezi benimsenmiştir. Karar birimlerinin uyumcu değil rasyonel beklentiler içinde olması, uygulanan iktisat politikaları karşısında iktisadi karar birimlerinin beklentilerini yeni politikaya uygun hale getirmesine yol açmaktadır. Bu durum iktisat politikalarının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini ortadan kaldırmaktadır. Literatürde politika etkinsizliğı olarak adlandırılan bu çıkarım uygulanan iktisat politikalarının etkinsiz hale gelmesine neden olmaktadır (Yıldırım vd., 2010: 1270).

Bununla birlikte, Yeni Klasik iktisatçılar para politikası konusunda Monetaristlerden önemli ölçüde ayrılmaktadırlar. Daha önce de belirtildiğı gibi Monetarist düşüncede uyurlayıcı bekleyişlerin varlığı kısa dönemde para arzındaki artışların hem fiyatların genel seviyesini hem de üretim miktarını arttırmasına yol açmaktadır. Uzun dönemde ise işçilerin beklentilerini değiştirmek suretiyle nominal ücretlerinde artış talep etmeleri arzın azalmasına yol açarak fiyatlar genel seviyesini arttırmaktadır. Ancak yeni klasik yaklaşımda rasyonel beklentilerin varlığı beklenen para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmamasına yol açmaktadır. Para arzı artışları yalnızca fiyatlar genel seviyesini arttırmaktadır (Cebeci, 2019: 1198). Beklenen para politikası durumunda para arzı artışlarının yalnızca fiyatların genel seviyesinde artışla sonuçlanmasının nedeni, para arzı artışı ile birlikte ücretlerin eş

⁵ Friedman tarafından oluşturulan para talep fonksiyonunda servet değişkeni sürekli gelir kavramı ile ifade edilmektedir. Sürekli gelir, geçmiş, bugün ve gelecekteki gelirlerin ortalamasından oluşan uzun dönemli bir gelir olarak tanımlanmaktadır. Diğ er bir ifadeyle, uzun dönemde beklenen ortalama gelire eşittir (Friedman, 1957).

⁶ Rasyonel Beklentiler Hipotezine göre, ücret fiyat gibi ekonomik değişkenler sistematik süreçlerle oluşturulmaktadır. İktisadi karar birimleri bir değişkeni belirleyen sürecin ne olduğunu öğrenir ve beklentilerini oluştururken bu bilgiyi kullanmaktadır. İktisadi karar birimleri değişkeni belirleyen sürece ilişkin beklenti oluştururken geçmiş ve cari dönem bilgilerini kullanmakta ve ekonomik değişkenleri değerlendirmektedir (Muth, 1961: 361).

zamanlı olarak artmasıdır. Üreticiler para arzındaki söz konusu artışın nispi fiyatlar üzerinde bir etkisinin olmayacağını bildikleri için üretim miktarlarını arttırmamaktadır. Önceden ilan edilmeyen sürpriz para politikasının uygulanması durumunda ise para politikası kısa dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. Söz konusu kısa dönemli etki, fiyat düzeyindeki yükselmelerin nispi fiyat artışları şeklinde algılanmasından kaynaklanmaktadır. Fakat bu algı yanılmalarının kısa vadeli etki göstermesi uygulanan para politikasının uzun vadeli etkilerinin önüne geçmektedir.

Sonuç olarak, bu durumda iktisadi karar birimleri uygulanan iktisat politikaları karşısında kendi çıkarlarını koruyacak şekilde davranış sergileyebilmektedir. Böylece iktisadi karar birimleri para politikası uygulamalarına karşı alacakları tedbirler ile uygulanan politikanın etkinliğini azaltabilme olanağına sahip olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, iktisadi karar birimlerinin rasyonel beklentiler çerçevesinde davranışlarını sergileme ortamı bulması durumunda, karar birimleri uygulanan para politikalarının etkinliğini azaltacak şekilde faaliyetlerini yürüteceklerdir (Karahana, 2006: 155).

Yeni Keynesyen yaklaşımda para politikasının etkinliği yukarıda ele alınan diğer yaklaşımlardan önemli ölçüde ayrılmaktadır. Yeni Keynesyen yaklaşımda, asimetrik bilginin⁷ ve finansal kurumların önemi vurgulanarak para politikasının beklenmesi

⁷Asimetrik bilgi, piyasalarda bazı ekonomik birimlerin diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Asimetrik bilgi, borç alanlar ve borç verenlerin bilgiye aynı düzeyde sahip olmaması durumudur. Böyle bir durumda borç alanlar projeleri ve projelerinin getirileri hakkında tam bilgiye sahip iken borç verenler yalnızca ortalama bir projenin beklenen getirisini bilmektedirler. Bununla birlikte borç alanlar projenin riskleri hakkında tam bilgiye sahip iken borç verenler yalnızca projenin olası risk dağılımını bilmektedir. Asimetrik bilgi varsayımı altında, etkin bir kaynak dağılımı için fiyat mekanizması yeterli bilgiyi sağlayamadığından finansal kurumların önemi artmaktadır (Çetinkaya, 2012: 61-63). Bununla birlikte asimetrik bilgi, tersine seçim ve ahlaki tehlike olmak üzere iki temel soruna yol açmaktadır. Ters seçim bir piyasada işlemin gerçekleşmesinden önce ortaya çıkan bir sorundur. Borç alanlar, borç bulmalarına engel teşkil edebilecek bazı durumları hakkında bilgi vermekten kaçınabilir bu durumun varlığı borç verenlerin borç vermede isteksiz davranmalarına veya yanlış bilgilendirilme ihtimaline karşı risk primi talep etmelerine yol açabilmektedir. Ahlaki tehlike ise piyasada işlemin gerçekleşmesinden sonra ortaya çıkan bir sorundur. Borç alan borç verenin çıkarını tehlikeye düşürecek, kredinin geri ödenmeme riskini arttıracak eylemlerde bulunabilmektedir. Borç alan, yüksek riskli projeler için yatırım yapmakta ve proje kendisinden beklenen getiriye sağlayamadığında kaybın önemli bir kısmını borç verene yüklemektedir. Böyle bir durumda fon arz edenler az sayıda ancak daha güvenilir müşterilerine fon arz etmeyi tercih etmektedir (Vardareri ve Dursun, 2015: 138). Bu nedenle bankalar gibi uzmanlaşmış finansal araçlar kredi yaratma sürecinde özel bir öneme sahiptir. Yeni Keynesyen yaklaşımda asimetrik bilginin varlığı, kredi tayinlamasına yol açmaktadır. Kredi tayinlaması temelde bankaların krediyi, faiz oranını ödemeye razı olan müşterilerine değil kredi değerliliği olan müşterilerine vermesi esasına dayanmaktadır (Paya, 2013: 411). Kredi tayinlaması durumunda borç alanlar daha yüksek faiz maliyetine katlansalar dahi fon bulamamaktadır. Dolayısıyla kredi hacmi fon talep edenler tarafından değil, bankalar tarafından belirlenmektedir.

durumunda bile kısa dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olduğu belirtilmiştir. Ancak bu yaklaşımda, diğer yaklaşımlarda olduğu gibi para arzı modele dışsal bir etmen olarak dâhil edildiği için reel analiz ekolü başlığı altında değerlendirilmektedir.

Yukarıda da belirtildiği gibi, Yeni Klasik yaklaşımda beklenen para politikası reel ekonomik değişkenler üzerinde herhangi bir etkiye sahip değilken öngörülemeyen para politikası kısa dönemde üretim ve istihdam gibi reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. Ancak Yeni Keynesyen yaklaşımda para politikasının önceden ilan edilmesi durumunda dahi reel etkilere sahip olduğu düşünülmektedir. Bu durum özellikle ekonomik istikrarın sağlanması için para politikasının kısa dönemde önemli etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Yeni Keynesyen teoride para politikasının kısa dönemli reel etkilere sahip olması ücret ve fiyat katılıkları⁸ ile açıklanmaktadır (Yıldırım vd., 2010: 1269-1270). Bu durum merkez bankalarına para politikası aracılığıyla ekonomi politikalarını yönlendirebilme imkânı sağlamaktadır (Keyder ve Ertunga, 2012: 417). Bu kapsamda Yeni Keynesyen teoride para politikasının kuralla bağlı olması gerekliliği üzerinde durulmuştur. Taylor ve McCallum kuralı olmak üzere iki önemli para politikası kuralı ön plana çıkmaktadır. Para politikası davranışını tanımlayan söz konusu kurallar ile iktisadi karar birimlerinin beklenti hatalarının azalacağı ve ekonomideki belirsizliklerin önlenebileceği ifade edilmektedir. Böylece fiyat istikrarı sağlama amacıyla olan merkez bankalarının enflasyonu kontrol altına alabileceği ve uzun dönemde üretim artışı gibi reel ekonomik değişkenleri etkileyebileceği belirtilmektedir (Tunay, 2010: 66).

Taylor Kuralı, merkez bankalarının üretim düzeyi ve enflasyonda meydana gelen kısa dönemli sapmaları kısa dönemli faiz oranlarını değiştirerek ortadan kaldıracılabileceğini savunan para politikası kuralıdır. Diğer bir ifadeyle, bu kural çerçevesinde enflasyon oranının hedeflenen değerinin üzerinde olması veya üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyini aşması durumunda kısa dönemli faiz oranının artırmasını önermektedir (Baaziz 2015: 58). Bu yöntem merkez bankalarına enflasyon oranı ile üretim düzeyini hedeflenen düzeylere çekebilme imkanı sunmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları oluşturdukları

⁸En genel ifadeyle, ücret ve fiyatların şoklar karşısında gecikmeyle ayarlanmasıdır (Heckel vd., 2008: 7).

tepki fonksiyonu ile düşük enflasyon ve büyüme hedeflerine katkıda bulunmaktadır. Bu çerçevede Taylor (1993) öncü çalışmasında faiz oranı reaksiyon fonksiyonu⁹ oluşturulmuştur.

McCallum para politikası kuralı önerisinde parasal taban ile nominal GSYH arasındaki ilişkiden hareketle parasal tabanı kullanarak nominal GSYH' nın hedefleneceğini göstermiştir. Diğer bir ifadeyle, parasal tabandaki büyüme oranının nominal GSYH' daki değişimlere göre ayarlanması gerektiği ifade etmiştir. Bu kural çerçevesinde, nominal GSYH' nın hedeflenen değerinin altına düşmesi durumunda merkez bankalarının para arzını arttırarak nominal GSYH hedeflenen seviyeye çıkarması beklenmektedir (Abubakar ve Yaaba, 2014: 114). McCallum, yüksek enflasyonla mücadele kapsamında uygulanan ihtiyari politikaların büyüme oranının olması gerekenin altında gerçekleşmesine yol açtığını ifade ederek merkez bankalarının böyle bir durumda parasal tabanı arttırarak ekonominin canlanmasına katkı sağlaması gerekliliği üzerinde durmuştur (Stark ve Croushore, 1998: 451). Bu çerçevede McCallum tarafından para politikası reaksiyon fonksiyonu¹⁰ oluşturulmuştur.

Genel olarak reel analiz ekolünün para kuramının miktar teorisi çerçevesinde şekillendiğini söylemek mümkündür. Her bir ekol esasında miktar kuramının farklı açılardan yorumlanmasına ve değerlendirilmesine dayanmaktadır. Bu yaklaşımların her birinde para arzı, para tutma tercihleri doğrultusunda merkez bankası tarafından kolayca ayarlanabilen stok ve dışsal bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Para tutma tercihleri ise paranın yalnızca işlem güdüsüyle talep edildiği varsayımı altında malların değişimine göre şekillenmektedir. Stok bir varlık olarak paranın değeri ise kıtlık derecesine göre belirlenmektedir. Dolayısıyla yukarıda ele alınan her bir yaklaşımda parasal büyüklüklerin üretim sürecinden dışlandığı diğer bir ifadeyle, paranın modele

⁹Taylor kuralını, $r - r^* = k_\pi(\pi - \pi^*) + k_y(y_t - y^*)$ şeklinde genellemek mümkündür. Formülde yer alan r kısa vadeli faiz oranını, r^* merkez bankası tarafından hedeflenen kısa vadeli faiz oranını, π ve y_t sırasıyla gerçekleşen enflasyon oranı ile gerçekleşen çıktı düzeylerini, π^* ve y^* ise sırasıyla enflasyon ve çıktının hedeflenen düzeylerini temsil etmektedir. Ayrıca formülde yer alan k_π ve k_y katsayıları sırasıyla enflasyon tepki katsayısı ile çıktı tepki katsayısıdır. Söz konusu tepki katsayılarının büyüklüğü merkez bankalarının enflasyon ve çıktı açığına olan duyarlılığının arttığı anlamına gelmektedir (Orphanides, 2007).

¹⁰ McCallum kuralını $\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t + \gamma(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$ şeklinde genellemek mümkündür. Formülde yer alan Δb_t parasal tabanın yıllık büyüme oranını, Δx^* Nominal GSYİH'nin yıllık büyüme oranı hedefini, Δv_t Parasal tabanın dolaşım hızının yıllık büyüme oranını, Δx_t Nominal GSYİH'nin yıllık büyüme oranını, γ katsayısı ise nominal GSYİH'nin hedefinden sapması durumunda parasal tabana yapacağı etkinin niceliğini belirlemektedir (McCallum, 2002).

dışsal olarak dâhil edildiği görülmektedir. Bununla birlikte reel analiz ekolü ile para politikasının uzun dönemde reel ekonomik faaliyetleri etkilemediği yalnızca fiyatların genel seviyesini değiştirdiği ortaya konulmuştur. Bu durum para politikasının reel ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu göstermektedir.

1.2. Parasal Analiz Ekolü

Para politikasının iktisat teorisindeki yerini belirlemede ikinci olarak parasal faktörleri modele içsel olarak dâhil eden parasal analiz ekolüne değinilecektir. Bu ekolün temsilcileri, Keynesyen yaklaşım ile Post- Keynesyen yaklaşımdır (Paya, 2013: 10). Parayı ekonomik sistem içerisinde içsel bir değişken olarak gören parasal analiz ekolünde para, hem kısa dönemde hem de uzun dönemde etkili bir araçtır. Parasal değişkenler, reel değişkenler üzerinde kısa dönemde de uzun dönemde de etkilidir. Parayı ekonomik modele içsel bir değişken olarak dâhil eden bu yaklaşımın temel çıkış noktası, paranın yaratılmasının arkasındaki mekanizmadır. Para, merkez bankaları tarafından bir politika aracı olarak kullanılmasının yanında oluşturulma süreci de ekonomik modellerde belirgin bir etki meydana getirmektedir.

Parasal analiz ekolü özellikle de Post Keynesyen iktisatçılar çerçevesinde şekillenmektedir. Post Keynesyen iktisatçılar para arzının merkez bankası tarafından dışsal olarak belirlendiği ve reel ekonomik değişkenler üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığına yönelik görüşlere karşı çıkmışlardır. Bu bağlamda Post Keynesyen iktisatçılar tarafından teoriye dönüştürülmüş olan paranın içselliği yaklaşımı, enflasyonun nedeninin yalnızca parasal olgulara bağlı olmadığını ve maliyet kaynaklı olabileceğini ifade etmişlerdir. Bununla birlikte, paranın reel sektörden bağımsız olmadığı ve bir kredi mekanizması tarafından ekonominin içerisinde oluşturulduğu üzerine vurgu yapmışlardır.

Parasal analiz ekolünün temsilcilerinden Keynesyen teoride paranın içselliği ile ilgili olarak net bir yargının oluşmadığını söylemek mümkündür. Çünkü Keynes, paranın içsel olup olmadığı ile ilgili olarak farklı dönemlerde farklı görüşlere sahip olmuştur. Keynes (1923) “The Tract on Monetary Reform” isimli çalışmasında paranın miktar teorisini desteklemiştir. Keynes, söz konusu çalışmasında klasik miktar kuramında olduğu gibi para arzının dışsal olarak belirlendiğini ve para arzındaki artışların fiyatların genel seviyesini arttırdığını ifade etmektedir. Para talebinin gelir düzeyine bağlı olduğunu

ve para arzının tümüyle merkez bankaları tarafından belirlendiğini ortaya koyarak para politikasının yalnızca kısa dönemde reel etkilere sahip olduğu çıkarımını yapmıştır. Bu bakımdan Keynes (1923) çalışmasında para politikasının reel ekonomik değişkenleri uzun dönemde etkileyemeyeceğini ve para politikasının etki gücünün sınırlı olduğunu ortaya koymaktadır.

Bununla birlikte Keynes (1930) “A Treatise on Money” isimli çalışmasında endüstri ve finansal kesim arasında bir ayırım yaparak her bir kesim için paranın fonksiyonu ile ilgili farklı açıklamalarda bulunmuştur. Endüstri kesimi için paranın değişim aracı olma fonksiyonu üzerinde dururken finansal kesim için değer ölçüsü olma fonksiyonu üzerinde durmuştur. Böylece parasal değişikliklerin hem kısa hem de uzun dönemde önemli etkilere sahip olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca para arzının banka kredileri tarafından belirlendiğini öne sürerek para arzının içsel olarak belirlendiğini ifade etmektedir. Yatırım faaliyetlerinin kar beklentileri ile finansman koşullarına bağlı olduğunu ortaya koyarak para arzını arttırmadan yatırım ve üretim hacminde bir artış sağlamanın mümkün olmadığı çıkarımını yapmıştır. Bu durum girişimcinin iktisadi bir faaliyette bulunabilmesi için bankaların endüstriyel kesime ek para sağlamaları gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Bu açıklamalardan hareketle, Keynes’in başlangıçta kabul ettiği dışsal para arzı yaklaşımını reddettiğini söylemek mümkündür. Ancak çalışmasında, para arzının içsel bir faktör olduğunu kabul etmesine karşın merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolüne ve para arzının belirlenmesine ilişkin bazı çelişkili ifadelerin de yer aldığını söylemek mümkündür. Para arzının merkez bankaları tarafından kontrol edilebilirliğine ilişkin çelişkili açıklamalara rağmen çalışmanın bütününde para arzını içsel olarak kabul etmiştir.

Keynes (1936) “The General Theory of Employment Interest and Money” adlı çalışmasında para miktarının hanehalkı tarafından belirlenemeyeceğini ileri sürerek para arzının dışsal olduğunu ortaya koymuştur. Bu bakımdan Keynes (1936) çalışmasında para arzının tümüyle merkez bankaları tarafından belirlendiğini ifade etmektedir. Bununla birlikte Keynes (1937) yayınlanan makalelerinde¹¹ para arzının kredi talebine bağlı olarak değişiklik gösterdiğine ve para arzının içsel olarak belirlendiğine vurgu yapmıştır. Sonuç

¹¹ Alternative Theories of The Rate of Interest, The Exante Theory of The Rate of Interest

olarak Keynes'in farklı dönemlerde farklı açıklamalar yapması Keynesyen teoride paranın içselliği ile ilgili olarak net bir yargının oluşmamasına yol açmıştır. Net bir yargının olmamasına rağmen literatürde genel olarak Keynes'in para arzını içsel olarak kabul ettiği varsayılmaktadır (Işık, 2003:78).

Keynesyen teoride para yalnızca bir değişim aracı olarak ele alınmamıştır. Paranın yalnızca değişim aracı olduğu takas ekonomilerinde, para iktisadi karar birimlerinin kararları üzerinde etkili değildir. Ancak Keynesyen teori çerçevesinde ele alınan parasal ekonomide para iktisadi karar birimlerinin kararları ve güdöleri üzerinde etkilidir. Söz konusu durum parasal faktörlerin, ekonomik sistem ve ekonomik performans üzerinde önemli etkileri olmasına yol açmaktadır. Parasal ekonomide iktisadi karar birimlerinin üretim ve istihdam kararlarını gerçekleştirebilmesi bankacılık kesiminden borçlanmayı zorunlu kılmaktadır. İktisadi karar birimlerinin tek amacı para kazanmak olduğundan üretim ve istihdam kararları parasal maliyetlerden ziyade parasal gelir beklentilerine bağlıdır. Dolayısıyla Keynes, klasik gelenekten farklı olarak paranın ekonomi içerisinde önemine dikkat çekmiştir (Terra ve Arestis, 2017: 46-51). Keynes, paranın kısa dönemde reel değişkenler üzerinde etkili olduğunu ve uzun dönemli büyüme hacminin büyük oranda kısa dönemli sermaye üretimine, sermaye üretiminin ise finansman koşullarına bağlı olduğunu görmüştür (Ballard, 1995: 326).

Keynes'in para teorisi çalışmalarında likidite tercihi teorisi önemli bir yere sahiptir. İktisadi karar birimleri işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsüyle likidite tercihinde bulunmaktadır. Bu üç para talebi gelire, beklentilere ve faiz oranına bağlıdır (Johnson vd., 2001: 414). Likidite tercihi ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğundan hareketle, likidite tercihi teorisi bir para talep teorisi olarak miktar teorisine alternatif olmaktadır. Paranın miktar teorisinde para talebinin yalnızca gelire bağlı olduğu varsayılırken likidite tercihi teorisinde gelirle birlikte faiz oranı para talebini etkilemektedir (Wray, 2004: 8-9).

Keynesyen yaklaşımda, klasik miktar kuramının aksine paranın dolaşım hızının sabit olmadığı kabul edilmektedir. Paranın dolaşım hızının sabit olmaması diğer bir ifadeyle istikrarsız olması, para arzındaki değişikliklerin faiz oranlarını etkilemek suretiyle para talebini ve paranın dolaşım hızını etkileyebileceği anlamına gelmektedir. Keynesyen teoride para spekülatif amaçla da talep edildiği için faiz oranlarındaki düzenleme ile para

talebinin değişmesi sağlanabilmektedir. Bununla birlikte Keynesyen yaklaşım ekonomilerin eksik istihdamda da dengeye gelebileceğini göstermiştir. Bu açıklamalar ışığında ekonomi eksik istihdam koşullarında iken para arzındaki değişikliklerin paranın dolaşım hızını, fiyatların genel seviyesini ve toplam üretim hacmini değiştirebilme gücünün olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü para arzındaki bir artış, dn verilebilir fon miktarını arttırarak faiz oranlarının düşmesine ve yatırımların artmasına yol açmaktadır. Yatırımlarda meydana gelen artış ise toplam talebini arttırarak toplam üretim düzeyinin artmasına neden olmaktadır. Keynesyen teoride karar birimleri servetlerini para ya da tahvil olarak tuttukları için yani para ile tahvil birbirlerinin tam ikamesi olduğu için burada bahsedilen faiz oranı tahvil faiz oranıdır. Para arzı arttığında karar birimleri tahvil alımına yönelecektir. Tahvil talebinin artması tahvil fiyatlarının yükselmesine ve faiz oranlarının düşmesine yol açacaktır. Faiz oranlarının düşmesi yatırımların artmasına ve çarpan değeri kadar toplam üretim artmasına neden olacaktır. Ekonomi tam istihdam denge seviyesine ulaştığında ise klasik miktar teorisinde olduğu gibi para arzında meydana gelen artışların yalnızca fiyatlar genel seviyesini arttırıcı etki yaptığı kabul edilmiştir. Ancak Keynesyen teoride klasik düşünceden farklı olarak para arzındaki artışların aynı oranda fiyatlar genel düzeyine yansıyacağı görüşü kabul edilmemektedir.

Keynes, para arzındaki değişikliklerin faizleri etkilemek suretiyle ekonomide canlanmaya yol açabileceğini teorik olarak ortaya koymuştur. Ancak burada belirtilmesi gereken önemli bir husus, Keynes'in likidite tuzağı ile karşılaşılıncaya kadar para arzı artışlarını öneriyor olmasıdır. Likidite tuzağının varlığı söz konusu ise diğer bir ifadeyle, faiz oranlarının para arzını arttırmak suretiyle düşebileceği asgari bir durum var ise, para arzındaki artışlarla faiz oranlarını sürekli düşürmenin mümkün olmadığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla para politikasının etkisiz olduğu likidite tuzağı durumunda, maliye politikaları aracılığıyla ekonomide üretim ve istihdamın arttırılması gerekliliği ifade edilmiştir (Altunöz, 2018: 695).

Özetle, Keynes paranın yansız olduğu şeklindeki egemen görüşü reddetmiştir. Paranın, ekonomik birimlerin kararları ve davranışları üzerinde belirleyici olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte yukarıda ifade edildiği gibi, Keynes'in çalışmalarında paranın işelliği konusunda bir görüş birliği yoktur. Ancak genel teoride, Keynes'in

finansman güdüsüyle para talebi tanımında para arzının ekonomik sistemin kendi işleyişi içerisinde içsel olarak belirlendiği görüşü hâkimdir. Keynesyen teoride para arzının içselliği ve dışsallığıyla ilgili olarak tam bir netlik sağlanamaması Keynesyen geleneği sürdüren Post Keynesyen iktisatçıların bazı konularda görüş ayrılığı içerisinde olmalarına neden olmuştur.

Bununla birlikte, Post Keynesyen teoride paranın temel olarak içsel belirlendiği görüşü hâkimdir. Post Keynesyen teoride para günümüz ile gelecek arasında bir köprü görevi gördüğünden ekonomik sistem içerisinde önemli bir yere sahiptir. Para bir yandan günümüz ile gelecek arasında bir köprü görevi görerek geleceğin belirsizliğine karşı koruyucu bir faktör olarak değerlendirilirken, diğer yandan üretimin finansmanı için gerekli görülmektedir. Söz konusu teoride para, merkez bankası para politikasından ziyade, yatırım faaliyeti içerisinde bulunan firmalara kredi veren bankalar tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla para, kamu otoriteleri tarafından kontrol edilememekte ve ekonomik sistem içerisinde içsel olarak belirlenmektedir (Küçükkalay, 2008: 398). Para arzının içsel olarak belirlenmesi ve reel ekonomik faaliyetlerin doğru anlaşılabilmesi için Post Keynesyen metodolojinin tümüyle değerlendirilmesi gereklidir. Bu durumda Post Keynesyen yaklaşımın parasal üretim ekonomisi kavramına, zaman ve belirsizlik kavramına değinmek oldukça önem arz etmektedir.

Takas ekonomisine alternatif olarak geliştirilen parasal üretim ekonomisi kavramı Keynesyen iktisatla birlikte tanımlanmasına rağmen, Post Keynesyen iktisadın ortaya koyduğu modellerin ve önerilerin geçerlilik kazanması parasal üretim ekonomisi kavramı ile mümkün olmaktadır. Parasal üretim ekonomisinde, iktisadi karar birimlerinin üretim yapma kararı gelecekteki kar beklentilerine bağlıdır. Yüksek kar beklentisine sahip iktisadi karar biriminin üretim sürecine dâhil olması ve üretim sürecinde kullanılan üretim faktörlerine ödeme yapabilmesi bankacılık kesiminden borçlanmayı zorunlu kılmaktadır. Dolayısıyla para üretim sürecinin normal işleyişi içerisinde yer almakta ve üretim sürecinin başlangıcında ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda para üretim süreciyle birlikte piyasaya girmekte ve gelir olarak değer görmektedir. Tüm bu şartlar altında ne kadar üretim yapılacağı efektif talebe bağlıdır. Bu durum Post Keynesyen yaklaşımda ekonominin talep çekişli olduğunu göstermekle birlikte tasarrufların yatırımlardan bağımsız olduğunu ortaya koymaktadır (Lavoie, 2006: 12).

Bununla birlikte bu üretim ilişkisinin ortaya koyduğu çerçevede tüm ilişkiler reel terimlerle değil, parasal anlaşmalarla belirlenmektedir. Bu anlaşmalar, tarihsel bir zaman içerisinde yapılan üretimin ve mübadele ilişkilerinin düzenlenmesinde önemli olmakla birlikte emek ve sermaye açısından geleceğe yönelik belirsizlikte koruyucu bir rol üstlenmektedir. Bu durum üretim sürecine istikrar kazandırmaktadır. Sonuç olarak parasal üretim ekonomisi kavramı uyarınca, üretim sürecinin başlangıcında ortaya çıkan para kavramı, takas ekonomisinin gerektirdiği mal-para-mal üretim ilişkisinin para-mal-para biçimine dönüşmesine neden olmaktadır. Süreç, iktisadi karar biriminin üretim kararı vermesi ile paranın üretim sürecine enjekte olması ile başlamakta, malın üretimi ile devam etmekte ve mal satıldıktan sonra bir değer olarak üreticiye geri dönmesi ile son bulmaktadır.

Post Keynesyen teoride önemli bir yere sahip olan zaman kavramı, tarihsel bir süreç içerisinde ele alınmaktadır. Tarihsel zamanda, geçmiş veri iken gelecek belirsizdir. Dolayısıyla bir üretim ya da yatırım kararı verildiğinde alınan kararı değiştirmek mümkün değildir. Hiç üretim yapılmasa dahi katlanılması gereken bir sabit maliyet olduğundan süreci geri döndürmek mümkün değildir (Lavoie, 2006: 14). Dolayısıyla tarihsel zaman kavramı, geleceği açıklayabilmek için geçmişi bilmenin gerekliliğine vurgu yapmaktadır (Hart ve Kriesler, 2015: 322). Böyle bir durumda para ve parasal anlaşmaların varlığı veri olan geçmiş ile belirsiz olan gelecek arasında köprü görevi görmektedir.

Zaman kavramının tarihsel olarak ele alınması, belirsizlik kavramıyla yakından ilişkilidir. Neticede karar birimleri tarihsel zaman içerisinde belirsizliklerle karşı karşıya kalmaktadır (Lavoie, 2014: 36). Post Keynesyen yaklaşıma göre, geleceğe yönelik beklentiler ekonomik faaliyetler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğundan belirsizlik kavramını yapılan analizlere dahil edilmelidir. Çünkü beklentiler, belirsizlik koşullarında belirlenmektedir. Bu yaklaşımda yerleşik iktisada hâkim olan belirsizlik kavramı reddedilmektedir. Yerleşik iktisatta belirsizlik, olasılık hesapları ile hesaplanabilen bir kavram olarak ele alınmakla birlikte belirli varsayımlar altında belirsiz durumlar tahmin edilmeye çalışılmaktadır (Lavoie, 2014: 73). Ancak Post Keynesyen teoride olasılığa dayalı belirsizlikten ziyade geleceğin hesap edilmediği mutlak belirsizlik kavramı üzerinde durulmuştur. Mutlak belirsizlik kavramında, iktisadi karar birimleri bugünkü mevcut bilgi seti kullanılarak elde edilen sonuçların gelecekteki sonuçları tahmin etmede

güvenilir olmadığının farkındadırlar. Diğer bir ifadeyle Post Keynesyen teoride belirsizlik, ölçülemeyen risk olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla karar birimleri geleceği tahmin etmede bugünden elde edilen bilgilerin zaman içerisinde öngörülemeyen değişimlere uğrayacağını bilmektedir (Yavuz ve Tokucu, 2006: 151). Belirsizlik unsuru yalnızca üretim, yatırım, istihdam gibi reel ekonomik değişkenleri değil aynı zamanda Neo-klasik iktisadın ortaya koyduğu kusursuz işleyen piyasa mekanizmasını da etkilemektedir.

Post Keynesyen yaklaşıma göre, her zaman ve her koşulda geçerli olabilecek genel bir parasal model bulunmamaktadır. Tarihsel ve kurumsal bir çerçevede tartışılabilir bir özelliğe sahip para teorisini finansal kurumların gelişmesinden ve üretimden bağımsız olarak düşünmek mümkün değildir (Cin, 2012: 68). Post Keynesyen teoride para arzının üretimden bağımsız olarak ele alınmayışı diğer bir ifadeyle, para arzının içselleştirilmesi para arzının talep değişmesine bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum para arzındaki artışların enflasyona neden olmayacağını göstermektedir. Bu nedenle Post Keynesyenler, klasik miktar kuramının ortaya koyduğu ilişkiyi kabul etmemektedirler¹² (Kutlu ve Horvath, 2017: 105).

Üretim ve yatırım için bankacılık sektöründen alınan krediler para arzının parasal ücretler ve üretim miktarına bağlı olarak belirlendiğini göstermektedir. Bu durum yani para arzının parasal ücretler ve üretim miktarı tarafından belirlenmesi, para arzının piyasa faiz oranından bağımsız olmasına neden olmaktadır. Yatırım ve üretim kararları iktisadi karar birimlerinin kar beklentileri doğrultusunda şekillendiği için, piyasa faiz oranındaki bir düşüş kredi talebinin artması için yeterli değildir. Geleceğe yönelik kar beklentilerinin artması durumunda piyasa faiz oranları artsa bile kredi talebi azalmayacaktır. Ancak kar beklentilerinin zayıf olduğu bir ekonomide piyasa faiz oranlarının düşmesi dahi kredi talebinde artış sağlamayacaktır. Tüm bu nedenlerden dolayı Post Keynesyen yaklaşımda merkez bankaları para arzı üzerinde tam kontrol yetkisine sahip değildir (Parasız ve

¹² Kendi kurumsal açıklamaları doğrultusunda, PY' nin yani nominal milli gelirin efektif talep tarafından belirlenen dışsal bir değişken olduğunu; MV 'nin yani toplam harcamaların PY tarafından içsel olarak belirlendiğini ortaya koymaktadırlar. Ayrıca likidite tercihlerindeki değişmeye bağlı olarak V'nin sabit olmadığına ve gelir yaratan üretim sürecinin finansmanı için para arzının efektif talep tarafından belirlendiğine vurgu yapmaktadırlar.

Ekren, 2015: 378). Böyle bir durumda merkez bankaları kredilerin üretken alanlarda kullanılmasını sağlayarak finansal istikrarsızlığı önlemeye yardımcı olmalıdır.

Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, Post Keynesyen teoride para ve üretim birbiriyle yakından ilişkili kavramlardır. Birbirlerinden bağımsız olarak ele alınamayan bu ilişkide kapitalist üretim, banka parasına dayanmaktadır. Bankaların veya daha genel ifadeyle, finansal aracı kurumların temel fonksiyonu fon arz eden ekonomik birimlerden fon talep eden ekonomik birimlere fon transfer etmektedir. Finansal aracı kurumlar fon fazlası olan ekonomik birimlerden sağladığı mevduatın bir kısmını zorunlu karşılık olarak ayırmakta ve kalan mevduat için kredi kullandırmaktadır. Dolayısıyla kredi, kapitalist bir ekonomide üretimin gerçekleştirilebilmesi için en temel unsurdur. Bununla birlikte reel analizde ele alınan mantıksal zaman kavramı yerine kullanılan tarihsel zamanda üretim belirli bir zamanda gerçekleşmektedir. Bu durum üretim faktörlerine yapılan ödemelerle üretimin satışı arasında bir zaman farkı ortaya çıkardığından tarihsel zaman kavramı üretimin finansmanı için paraya duyulan ihtiyacı ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca Post Keynesyen teoride ele alınan mutlak belirsizlik kavramı nedeniyle iktisadi karar birimlerinin bugünkü bilgi seti ile gelecekteki sonuçları tahmin etmesi mümkün olmadığından karar birimleri gelecekteki nominal yükümlülükleri üzerindeki belirsizliği parasal sözleşmelerle azaltmaya çalışmaktadırlar. Bu durum para ve parasal sözleşmelerin önemini ortaya koymaktadır. Sonuç olarak Post Keynesyen teoride para üretim sürecinden önce gelmektedir ve ekonomide harcamaları finanse etmek için kullanılan bir araçtır.

2. PARANIN EKONOMİYE AKTARIMI

Merkez bankalarının para politikalarına ilişkin kararları parasal aktarım mekanizması aracılığıyla toplam talebi ve üretim düzeylerini etkilemektedir. Uygulanan politikaların reel ekonomik faaliyetleri etkileme derecesi ile etkileme kanalları parasal aktarım mekanizmasının anlaşılmasını gerekli kılmaktadır.

En geniş ifadeyle parasal aktarım mekanizması, para arzındaki değişikliklerin reel sektörü etkilemede geçirdiği süreçler olarak tanımlanmaktadır (Paya, 2013: 351). Yapılan bir diğer tanımlamaya para göre, parasal aktarım mekanizması para politikasına ilişkin kararların toplam üretim gibi reel ekonomik değişkenler ile enflasyon üzerindeki etkilerini göstermektedir (Taylor, 1995: 11). Bir başka ifadeyle, parasal aktarım

mekanizması nominal para stoku ve kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin toplam üretim ve istihdam gibi reel ekonomik değişkenleri etkilemesidir (Ireland, 2005: 2).

Uygulanan para politikasının reel ekonomik faaliyetlere yansımalarını gösteren parasal aktarım mekanizması, genel olarak dört kanal üzerinden ele alınmaktadır. Merkez bankalarının para politikasına ilişkin kararları faiz oranları, krediler, beklentiler ve varlık fiyatları yoluyla reel ekonomik değişkenler ve enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Daha açık bir ifade ile fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi amaçlayan merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranına ilişkin aldıkları kararlar, söz konusu kanallar aracılığıyla reel ekonomik değişkenler ve enflasyon üzerinde etkili olmaktadır.

Para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı bir diğer ifadeyle, para politikasının etkinliğine yönelik tartışmalar bir önceki başlıkta detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Teorik tartışmaların ötesinde parasal aktarım mekanizmasının ele alınması, para politikalarındaki değişikliklerin en azından kısa dönemli reel etkiler içerdiğini ortaya koymaktadır. Ancak etkinin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğine ilişkin net bir yargının ortaya konması mümkün değildir.

2.1. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişine Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişine yönelik teorik yaklaşımlar, Keynesyen ve Monetarist görüş çerçevesinde ele alınmaktadır. Keynesyen yaklaşımda parasal aktarım mekanizması yapısalci kanıt modeli¹³ üzerine inşa edilirken Monetarist yaklaşım indirgenmiş kanıt modeli¹⁴ üzerine kurulmuştur (Mishkin, 2000: 265). Her ne kadar iki yaklaşım arasında paranın reel değişkenler üzerindeki etkilerine yönelik bazı ortak noktalar olsa da yaklaşım biçimlerinin değişiklik göstermesi farklı sonuçlar elde edilmesine yol açmaktadır.

Keynesyen yaklaşım, parasal aktarım mekanizmasının inşa edildiği yapısalci kanıt modelinde, para arzındaki değişmelerle toplam üretim düzeyini ilişkilendirmektedir. Buna göre, merkez bankalarının uyguladıkları para politikası parasal tabanı etkileyerek,

¹³ Yapısalci kanıt modelinde, para politikası kararlarının reel ekonomik değişkenleri nasıl etkilediği ortaya koyulmaktadır.

¹⁴ İndirgenmiş kanıt modelinde, para politikası kararları ile reel ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ampirik kanıtlar çerçevesinde ele alınmaktadır.

para arzında değişikliklere neden olmaktadır. Para arzındaki değişiklikler faiz oranlarını etkilemek suretiyle yatırım harcamalarını ve toplam üretim düzeyini etkilemektedir (Mishkin, 2004: 604). Dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde faiz oranları önemli bir politika aracı olmakla birlikte para politikası yalnızca faiz oranlarını etkilediğı sürece reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır.

Monetarist yaklaşımda ise ekonomik faaliyetler üzerinde paranın etkisi indirgenmiş kanıt modeli çerçevesinde ele alınmaktadır. İndirgenmiş kanıt modelinde, Keynesyen yapısalıcı modelin ortaya koyduğu çerçevenin yetersiz ve faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında kurulan bağın zayıf olduğu ileri sürülmüştür (Kasapoğlu, 2007: 5). Monetarist yaklaşımın inşa edildiğı indirgenmiş kanıt modelinde iktisadi karar birimlerinin portföyüne ve varlıkların göreceli fiyat değişmelerine odaklanılmıştır. İktisadi karar birimleri portföylerini çeşitli varlıklar arasında paylaştırırken fayda maksimizasyonu doğrultusunda hareket etmektedirler. Para, likiditesi yüksek bir satın alma aracı olduğu için portföy içerisinde yer alan döviz, hisse senedi, konut gibi menkul ve gayrimenkul şeklindeki varlıklar tarafından ikame edilmektedir. Portföy içerisinde ne kadar para tutulması gerektiğı paranın diğer varlıklara kıyasla göreceli getirisine bağlıdır. Göreceli getiriler birbirine eşit olduğunda ise optimal bir portföy sağlanmış olmaktadır (Vickers, 1985: 565). Para politikası değişiklikleri varlıkların göreceli fiyatlarını değiştirerek portföyün kompozisyonunun değişmesine ve para talebinin etkilenmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla para politikası kararları optimal portföy üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankasının uyguladığı genişletici bir para politikası, para arzının artmasına ve paranın diğer varlıklara kıyasla getirisinin azalmasına yol açmaktadır. Paranın marjinal getirisinin azalması fayda maksimizasyonu doğrultusunda hareket eden karar birimlerinin portföylerini yeniden düzenlemelerine ve her bir varlıktan elde edilen marjinal getiriler birbirine eşit oluncaya kadar para yerine diğer varlıklara yatırım yapmalarına yol açmaktadır (Kuttner ve Mosser, 2002: 17). Talebin para yerine diğer varlıklara yönelmesi ve buna ek olarak para arzındaki artışların faiz oranlarını düşürerek faize duyarlı yatırım harcamalarını arttırıcı etki yapması toplam talebi arttırarak üretim düzeyinin artmasına yol açmaktadır.

Sonuç olarak bu iki yaklaşımın birbirinden ayrıldığı en önemli hususlardan biri parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde ele alınan varlıklardan kaynaklanmaktadır.

Keynesyen yaklaşımda, finansal araç olarak yalnızca tahvil ele alınmakta ve tahvil dışındaki varlıklar yatırım aracı olarak değerlendirilmemektedir. Monetarist yaklaşımda ise, para politikası kararlarının tahvile ek olarak hisse senedi, döviz, konut gibi menkul ve gayrimenkul varlıkların nispi fiyatlarını da etkilediği öne sürülmektedir. Keynesyen aktarım mekanizmasının para ve tahvilin tam ikame edilebilirliği üzerine inşa ettiği süreç, Monetarist yaklaşımda daha kapsamlı bir varlık seti üzerinden ikame etkileri yoluyla ele alınmaktadır. Dolayısıyla para politikasında meydana gelen değişiklikler, tahvil, hisse senedi gibi finansal varlıklar ile konut gibi finansal olmayan varlıkların nispi fiyatlarını etkileyerek toplam talep üzerinde etkili olmaktadır. Burada altı çizilmesi gereken bir diğer husus, her iki yaklaşımda da paranın reel ekonomik değişkenler üzerinde etkisinin olduğunu vurgulamasıdır. Ancak reel ve parasal analiz geleneği başlığında belirtildiği üzere, Monetarist görüşte paranın ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi kısa dönemlidir. Uzun vadede parasal değişimler enflasyona neden olmaktadır. Yani para politikası kararlarının üretim üzerindeki etkileri geçici iken fiyatlar da kalıcı etkiler oluşturmaktadır.

2.2. Parasal Aktarım Mekanizmalarını Etkileyen Faktörler

Yukarıda da belirtildiği üzere, para politikasına ilişkin alınan kararlar parasal aktarım mekanizması yoluyla reel ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olmaktadır. Ancak parasal aktarım mekanizmasının işleyişini değiştiren ve işleyişinde gecikmelere yol açan bir takım unsurlar bulunmaktadır. Bu unsurlar, para politikası araçlarının ekonomiyi ne şekilde ve ne derece etkileyeceği konusunda belirleyici olmaktadır.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişini değiştiren ve işleyişinde gecikmelere yol açan faktörler genel olarak, resmi otoritelerin piyasanın işleyişine yönelik aldıkları kararlar, fiyat katılıkları, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerin vade yapısı, bankacılık sisteminin finansal durumu, sermaye hareketleri, finansman kaynakları, hanehalkı ve firmaların finansal yapıları şeklindedir. Bahsi geçen faktörlere ek olarak mali baskınlık ile parasal ikame de parasal aktarım mekanizmasının işleyişine etki eden unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır (TCMB, 2006: 2013).

Parasal otoriteler parasal aktarım mekanizmasının işleyişini resmi müdahaleler aracılığıyla etkilemektedir. Söz konusu müdahaleler, faiz oranı kontrolü, banka kredilerine sınırlama ve kamu destekli finansman şeklinde gerçekleşmektedir. Ancak

parasal otoritelerin finansal serbestleşme süreciyle krediler üzerindeki doğrudan kontrol yetkisinin azalmasıyla doğrudan müdahaleler yerini açık piyasa işlemleri gibi dolaylı müdahalelere bırakmıştır (Çetin, 2016: 68). Parasal otoritelerin faiz oranını kontrol ederek piyasaya doğrudan müdahale etmesi ekonomilerde kaynak israfına yol açmaktadır. Çünkü parasal otoriteler tarafından piyasayı dengeye getirecek faiz oranının tespiti oldukça zordur. Bu nedenle de günümüzde kredi ve mevduat faiz oranına müdahale ederek piyasaya doğrudan müdahale edilen ülke sayısı oldukça azdır. Bununla birlikte parasal otoriteler tarafından kredi arzı sınırlandırmaya yönelik yapılan müdahaleler, tüketim ve yatırım harcamalarını olumsuz etkileyerek ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına neden olmaktadır. Son olarak, kamu kesimi bazı sektörlerde kalkınma faaliyetlerini arttırmak amacıyla kamu destekli finansmanla kredi piyasasına müdahale etmektedir. Kalkınma kuruluşları aracılığıyla kredi sağlanması veya kredilerin sübvansede edilmesi öncelikli sektörlerde yatırım faaliyetlerinin artmasına yol açmaktadır.

Fiyat katılıkları, para politikasının kısa dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmasını sağlamaktadır. Katılığın derecesi parasal aktarımın süresi ve hızına etki etmektedir (Taylor, 1999: 1036-1038). Genişletici bir para politikası uygulanması durumunda, kısa vadeli nominal faiz oranlarındaki azalma finansal piyasalardaki arz ve talep mekanizması aracılığıyla uzun vadeli reel faiz oranlarını etkilemektedir. Dolayısıyla genişletici bir para politikası uygulamasının reel faizleri etkilemesi fiyatların katı olmasına bağlıdır (Mishkin, 1996a: 3). Uzun vadeli reel faiz oranlarının değişmesi ise tüketim ve yatırım harcamaları aracılığıyla toplam talep seviyesini etkilemektedir. Çünkü harcamalar üzerinde kısa vadeli faiz oranı değil uzun vadeli reel faiz oranı etkilidir (Mishkin, 2007: 584-590). Sonuç olarak fiyat katılıklarının olmaması durumunda, genişletici bir para politikasının reel faiz oranları üzerinde herhangi bir etkisi yoktur (Cecchetti, 1999: 13).

Finansal sistemin yapısı; alternatif finansman kaynaklarının varlığı, borçlanma yapısı, bankacılık sektöründeki rekabet ve hukuk sisteminin etkinliği gibi birçok faktör tarafından etkilenmektedir (TCMB, 2003: 7). Alternatif finansman kaynaklarının var olması, finansal sözleşmelerin kısa vadeli ve/veya değişken faizli olması, bankaların sermaye yeterlilik oranlarının yüksek olması ve bankacılık sektöründe artan rekabet ortamı kredi ve mevduat faizlerinin piyasa faiz oranlarına duyarlılığını arttırmaktadır.

Kredi ve mevduat faizleri piyasa faiz oranlarına ne derece duyarlıysa para politikası uygulamalarının reel sektör üzerindeki etkisi o kadar büyük ve hızlı olmakta ve aktarım mekanizmasının etkinliğini arttırmaktadır.

Finansal sözleşmelerin kısa vadeli ve değişken faizli olması parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini arttırmaktadır. Sözleşmelerin kısa vadeli olması yenilenen kredi ve mevduatlar için yeni faiz oranlarının uygulanmasını mümkün kılarken, sözleşme faiz oranlarının vadesinden önce ayarlanabilir olması faiz oranındaki değişikliklerin sözleşmelere kolaylıkla yansıtılabilmesine imkân sağlamaktadır. Böyle bir durumda krediler para politikası değişikliklerine daha hızlı uyum sağlamakta ve para politikasının etkinliğini arttırmaktadır.

Bankacılık sisteminin finansal durumu, mali sektörün etkinliği ve reel sektörün fonlanması için önem arz etmektedir. Sektörün finansal durumunu ortaya koyan birden fazla gösterge bulunmasına rağmen temelde aktif karlılığı¹⁵, özkaynak karlılığı¹⁶ ve net faiz oranı farkı¹⁷ değişkenleri kullanılmaktadır (Reis vd., 2016: 22). Aktif ve özkaynak karlılığı yüksek olan bankalar, politika faiz oranlarında meydana gelen bir değişiklik karşısında yaşanan şoku kolayca dağıtabildiği için söz konusu değişikliği kredi ve mevduat faizlerine hemen yansıtılmamaktadır. Bu durum daraltıcı bir para politikasının kredi arzı üzerindeki etkisini azaltmaktadır

Net faiz marjı, aracılık işlemlerinin maliyetini ve dolayısıyla sistemin etkinliğini ortaya koymaktadır (Demirgüç ve Huizinga, 1999). Marj gelirlerinin artması finansal sistemde rekabetin ve verimliliğin düşük olduğuna, sektörün aracılık fonksiyonunu etkin bir şekilde yerine getirmediğine işaret etmektedir (Kale, 2017: 214). Bu nedenle bankalar faiz geliri yerine faiz dışındaki gelirlerinin brüt gelir içerisindeki payını arttırma eğiliminde olmalıdır. Faiz gelirlerine olan bağımlılığın azalmasıyla bankalar kredi ve mevduat faizlerinde daha hızlı değişiklik yapabilecek ve para politikasındaki

¹⁵ Aktif karlılığı, bankacılık sektörünün mevcut varlıklarıyla kar oluşturmada ne kadar etkin olduğunu ortaya koyan bir göstergedir (Reis vd., 2016: 22).

¹⁶ Özkaynak karlılığı diğer bir ifadeyle sermaye karlılığı, bir birim sermaye karşılığında oluşturulan karı göstermektedir (Samırkaş vd., 2014).

¹⁷ Net faiz oranı farkı diğer bir ifadeyle net faiz marjı, kredi faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki farkı ortaya koymaktadır (Samırkaş vd., 2014).

değişikliklerin reel sektöre yansımaları o kadar yüksek olacaktır (Sørensen ve Werner, 2006: 29).

Uluslararası sermaye hareketlerinin giderek liberalleştiği günümüz ekonomilerinde, döviz kurları faizlerdeki değişmelerin etkisini de içermektedir. Uygulanan para politikalarıyla, faiz oranında meydana değişmeler döviz kurlarını ve böylece ulusal paranın değerini etkileyebilmektedir. Merkez bankaları tarafından uygulanan genişletici bir para politikası, yurtiçi reel faiz oranlarının düşmesine ve sermaye çıkışına yol açmaktadır. Ulusal paranın değer kaybetmesine ve döviz kurunun değer kazanmasına yol açan böyle bir durumda, net ihracat artmakta ve milli gelir yükselmektedir. Diğer bir ifadeyle, net ihracattaki bu artış firmaların yatırım harcamalarını artırarak toplam talep ve reel çıktı miktarının artmasına yol açmaktadır. Daraltıcı bir para politikası uygulanması durumunda ise yurtiçi reel faiz oranlarının artması, ülkeye yönelik sermaye girişlerinin artmasına ve böylece döviz kurunun düşmesine ve ulusal paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Bu durum net ihracatın azalmasına ve milli gelirin düşmesine neden olmaktadır (Mishkin, 1995: 5, Mishkin, 2001: 7). Tüm bu teorik açıklamalar, sermaye hareketlerinin döviz kuru kanalı üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. Bu noktada para politikasının toplam talep ve fiyatlar üzerindeki etkisini açıklamada yerli ve yabancı mal ve hizmetler arasındaki ikame derecesi önemlidir. İkame derecesine bağlı olarak genişletici bir para politikasının döviz kurunu arttırıcı etkisiyle yurtiçi mal ve hizmetlere yönelik talep artacaktır. Toplam talepteki bu artış, yurtiçi fiyatlarda artışa neden olacaktır. Dolayısıyla yerli ve yabancı mallar arasındaki ikame derecesinin artması, döviz kurunun faiz oranı değişikliklerine tepkisinin artmasına ve parasal aktarım mekanizmasının daha etkin olmasına yol açmaktadır (TCMB, 2013: 8). Ancak sabit kur rejiminin geçerli olması durumunda, yurtiçi mal ve hizmetler arasında tam ikame söz konusu değilse para politikası etkinliğini önemli ölçüde kaybederken, tam ikame durumunda para politikasının etkinliği tamamen ortadan kalkmaktadır (Gür, 2003: 17).

Finansman kaynaklarının çeşitliliği ve finansman kaynaklarına erişim imkânları banka kredi kanalının işleyişinde önemli etkilere sahiptir (Mirasedoğlu, 2017: 537). Finansal kaynaklara erişimin sınırlı olduğu ve yatırımların iç kaynaklarla finanse edildiği ekonomilerde, para politikasına ilişkin kararların toplam talep üzerindeki etkisinin düşük,

dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin az olduğunu söylemek mümkündür (TCMB, 2013: 8). Yatırımların iç kaynaklarla finanse edildiği ekonomilerde, iktisadi karar birimleri tüketim ve yatırım harcamalarını tasarrufları ile dağıtılmayan kurum karları ile karşılamaktadır. Dolayısıyla genişletici bir para politikası uygulanması durumunda faiz oranında meydana gelen düşüşün tüketim ve yatırım harcamaları üzerindeki etkisi sınırlı olmakta ve para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi azalmaktadır. Sonuçta tüketim ve yatırım harcamalarının finansmanında banka kredilerinin kullanımı para politikasındaki değişikliklerin reel sektöre aktarımında geçişkenliği artırmaktadır.

Finansman kaynaklarının çeşitliliğinin artması, diğer bir ifadeyle alternatif fon kaynaklarının varlığı, mevduat ve kredi faiz oranlarının para politikası uygulamalarına karşı esnekliğini etkilemektedir. Çünkü piyasa faiz oranlarının merkez bankası kontrolündeki kısa vadeli faiz oranlarına vereceği tepki önemli ölçüde para ve sermaye piyasalarının derinliğine bağlıdır. Alternatif fon kaynaklarının var olduğu finansal sistemlerde artan rekabet, sermaye piyasalarının para politikasına tepkisini hızlandırarak para politikasının etkinliğini artırmaktadır (Kamin vd., 1998: 22-25). Bununla birlikte, bankacılık sektöründeki yoğunlaşma oranı da parasal aktarım mekanizmasını etkilemektedir. Şayet yoğunlaşma oranı yüksekse, oligopolistik fiyatlamaya bağlı olarak kredi ve mevduat faizlerinin para politikasına tepkisi daha yavaş olmaktadır (Akkılıç, 2007:57-58). Dolayısıyla alternatif finansman kaynaklarının varlığı, finansman kaynaklarına erişim imkânı ve bankacılık sektöründeki yoğunlaşma oranı mevduat ve kredi faiz oranlarının merkez bankası kontrolündeki kısa vadeli faiz oranlarına vereceği tepkinin hızı ve derecesi üzerinde etkilidir.

İktisadi karar birimlerinin borçlanma ve harcama davranışları parasal aktarım mekanizmasının işleyişini etkilemektedir. Hanehalkı ve firmaların finansal yapıları borçlanma ve harcama davranışını etkilerken, finansal durumların farklılığı para politikasının reel sektör üzerine yaratacağı etkilerin öngörülmesinde bir takım zorluklar yaşanmasına neden olmaktadır. Daha öncede belirtildiği gibi, yatırım ve tüketim harcamalarının iç kaynaklarla finanse edildiği ekonomilerde, para politikasına ilişkin kararların toplam talep üzerindeki etkisi düşüktür. Bu gibi ekonomilerde iktisadi karar birimlerinin tasarruflarının büyük çoğunluğu bankacılık sisteminde mevduat olarak

toplanırken çok az bir kısmı menkul kıymetlere yatırım yapılarak değerlendirilmektedir. Menkul kıymetlere yatırım oranlarının düşük olması, para politikasının varlık fiyatları kanalıyla etkisinin azalmasına yol açmaktadır. Ancak finansman kaynaklarının çeşitlenmesi ve finansman kaynaklarına erişim imkânlarının artması menkul kıymetlere yönelik yatırımın artmasına ve para politikasının varlık fiyatları kanalıyla etkinliğinin artmasına yol açmaktadır.

Ayrıca hanehalkı ve firmaların bilanço pozisyonları da para politikasının aktarımında önemli rol oynamaktadır. İktisadi karar birimlerinin bilanço pozisyonlarının gücü, diğer bir ifadeyle varlıkların borçları karşılamadaki oranı ne kadar yüksekse, para politikası uygulamalarına karşı duyarlılıkları o kadar düşük ve dolayısıyla para politikasının reel sektör üzerindeki etkisi o denli düşük olmaktadır. Çünkü böyle bir durumda, uygulanan para politikasının faiz oranlarında yaratacağı değişimin varlık fiyatları üzerindeki negatif etkisi hanehalkı ve firmalar tarafından kolaylıkla telafi edilmekte ve para politikasının toplam talep üzerindeki etkisi azalmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1999).

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişine etki eden diğer unsurlar, parasal ikame ve mali baskınlıktır. Bu iki olgu temelde gelişmekte olan ülkelerde görülmekte ve parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde bir takım farklılıklara yol açmaktadır.

En genel tanımıyla dolarizasyon, bir ülkede ekonomik birimlerin yerli para birimi yerine yabancı para birimi üzerinden varlık tutması ve borçlanmasıdır (Basso vd, 2007). Tanımdan da anlaşılacağı üzere, dolarizasyon varlık ve yükümlülük dolarizasyonu olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Varlık dolarizasyonu, ekonomik birimlerin enflasyon riskine karşı mali varlık portföylerini yabancı para biriminden aktiflere dönüştürmesidir. Yükümlülük dolarizasyonu ise, ekonomik birimlerin yabancı birimi üzerinden borçlanma durumunu göstermektedir (Özatay, 2013: 41). Ekonomik birimlerin yerli paraya olan güvenlerinin azaldığı bu durumda uygulanan para politikaları beklenen etkiyi gösterememekte ve dolayısıyla uygulanan politikaların sonuçları öngörülememektedir. Çünkü para ikamesinin varlığı altında, merkez bankalarının para arzı üzerindeki kontrol gücü azalırken para arzındaki küçük bir değişiklik döviz kurunun volatilitasını artırmaktadır. Özellikle de para ikamesinin güçlü olduğu durumlarda, para arzında meydana gelen değişikliklere döviz kurunun esnekliği artmaktadır. Diğer bir ifadeyle

para arzında meydana gelen küçük değişmeler döviz kurunda önemli değişikliklere yol açmaktadır (Darıcı, 2004: 74). Dolarizasyon sorununun olduğu ölkelerde, yerel para biriminin ani olarak değer kaybetmesi, bankaların borç verme eğilimlerinin azalmasına yol açarken bu durum aynı zamanda dış borçların maliyetinin artmasına neden olabilmektedir. Bu durum iç talebin düşmesine zemin hazırlarken döviz kuru ile toplam talep arasındaki ilişki karmaşıklışarak aktarım mekanizmasına yönelik belirsizliği artırmaktadır (Kara ve Orak, 2008: 34).

Kontrol edilemeyen parasal bir büyüklük daraltıcı bir para politikasının enflasyonu düşürücü etkisini engellemekte ve döviz kuru politikasının harcama kaydırıcı etkisini azaltmaktadır. Serbest döviz kuru sisteminin uygulandığı ekonomilerde döviz kurundaki bir artış ya da sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı ekonomilerde devalüasyon olması durumunda yabancı mal ve hizmetlere yönelik talepte nispi olarak azalma beklenmektedir. Ancak parasal ikame durumunda yabancı para birimlerinin elde bulunması nedeniyle döviz kuru politikasının harcama kaydırıcı etkisi azalacaktır (Darıcı, 2004: 74). Sonuç olarak dolarizasyon para politikasının etkinliğini sınırlayan ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını zorlaştıran bir sorundur.

Mali baskınlık olarak adlandırılan yüksek kamu borç stokunun varlığı, parasal aktarım mekanizmasının işleyişini çeşitli yönlerden kısıtlayarak para politikasının etkinliğini azaltabilmektedir (TCMB, 2007: 3). Geleneksel aktarım mekanizmasına göre, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek toplam talebi ve buna bağlı olarak enflasyonu etkilemektedir. Ancak yüksek kamu borç stokunun var olduğu ekonomilerde, faiz oranlarının artması borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları artırarak risk priminin yükselmesine yol açmaktadır. Riskten kaçınma eğilimlerinin artması ekonomik birimlerin iç borç verme isteğini azaltarak sermaye çıkışlarına yol açmaktadır (Blanchard, 2004). Yerli paranın değer kaybetmesine ve enflasyonun yükselmesine neden olan bu durumda, para politikası araçları etkinliğini kaybetmekte ve öngörülenin tam tersi yönde sonuçlara yol açmaktadır. Dolayısıyla mali baskınlığın var olduğu ekonomilerde merkez bankaları enflasyon üzerindeki kontrolünü kaybedebilmektedir (Favero ve Giavazzi, 2004: 16). Bununla birlikte, yüksek kamu borcunun iç piyasalardan finanse edilmesi diğer bir ifadeyle, kamu borcunun yüksek reel faizlere katlanılarak iç piyasalardan karşılanması da aktarım mekanizmasının toplam

talep üzerindeki etkisini kısıtlamaktadır. Çünkü böyle bir durumda artan faiz oranları, yatırım maliyetinin artmasına bağlı olarak özel kesim harcamalarının özellikle de yatırım harcamalarının azalmasına yol açmaktadır. Dışlama etkisi (Crowding-Out Effect) denilen bu özel durumda, para politikasının reel sektör üzerinde etkisi bulunmamaktadır (Sezgin, 2015: 83).

Mali baskınlığın aktarım mekanizması üzerindeki bir diğer etkisi merkez bankalarının orta ve uzun vadeli faizleri kontrol etmedeki gücünü azaltmasıdır. Normal şartlar altında, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek piyasa faiz oranlarını kontrol altına almaya çalışmaktadır. Ancak yüksek kamu borç stokunun varlığı piyasa faizleri ile politika faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır. Piyasa faizleri kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentilere göre hareket etmekten ziyade artan risk primine bağlı olarak borcun sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler ile hükümet bütçesine göre şekillenmektedir. Özetle böyle bir durumda piyasa faizleri üzerinde maliye politikaları daha belirleyici olmaktadır (Woodford, 2001).

2.3. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Parasal aktarım mekanizması, genel olarak dört kanal üzerinden ele alınmaktadır. Merkez bankalarının para politikasına ilişkin kararları faiz oranı, kredi, beklentiler ve varlık fiyatları yoluyla reel ekonomik değişkenler ve enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Konunun ana odak noktasını varlık fiyatları kanalı oluşturduğu için diğer parasal aktarım mekanizmalarına kısaca değinilecektir.

2.3.1. Faiz Oranı Kanalı

Faiz oranı kanalı, merkez bankasının politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişikliklerin piyasa faiz oranlarını etkileyerek yatırım ve tüketim harcamaları üzerinde etkili olması şeklinde tanımlanmaktadır (Mishkin, 1995: 4). Diğer bir ifadeyle, değişen piyasa faiz oranlarının sermayenin kullanım maliyetini etkileyerek yatırım ve tüketim harcamaları yoluyla toplam hasıla düzeyi üzerinde rol oynamasıdır. Bu tanım doğrultusunda, merkez bankasının uyguladığı genişletici bir para politikası reel faiz oranlarını düşürerek sermayenin kullanım maliyetini azaltmaktadır. Sermaye kullanım maliyetinin azalması, ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarını arttırarak toplam talep ve toplam çıktının artmasına yol açmaktadır (Erdoğan ve Yıldırım, 2009: 58).

Ancak faiz oranı kanalının ekonomik faaliyetler üzerinde bu şekilde etkili olabilmesi bir takım varsayımlara dayanmaktadır. Birinci varsayım, para arzının tümüyle merkez bankasının kontrolü altında olmasıdır. Bu varsayım, merkez bankasının toplam harcamalar ve enflasyonu kontrol gücünü artırmaktadır. İkinci varsayım, fiyatların katı olmasıdır. Fiyatların katı olması, nominal para arzındaki değişikliğin reel para arzını değiştirmesine ve bu yolla reel faizler üzerinde etkili olmasına yol açmaktadır. Bu varsayımın ihlal edilmesi durumunda, nominal para arzındaki değişiklik reel faiz oranları üzerinde etkili olmayacağı için ekonomik aktiviteleri etkileyemeyecektir. Bir diğer varsayım ise, politika faizindeki değişmelerin orta ve uzun vadeli reel faizleri etkilemesi üzerinedir. Ekonomik birimlerin tüketim ve harcama kararları üzerinde uzun vadeli faizler etkili olduğu için, bu varsayım politika faizindeki değişmelerin yatırım ve tüketim kararları üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. Son varsayım, politika değişikliklerine karşı çıktı ve faize duyarlı harcamalarda meydana gelen değişiklik benzer olmalıdır (Hubbard, 1995: 64, Orhan ve Erdoğan, 2007: 80).

Faiz oranı kanalına göre, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişiklikler piyasa faiz oranlarını etkilemektedir. Politika faizindeki değişikliklerin piyasa faiz oranlarını etkilemesi likidite tercihi teorisine dayandırılmaktadır. Daha öncede belirtildiği gibi likidite tercihi teorisinde ekonomik birimler işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsüyle para talebinde bulunmaktadır. Merkez bankasının uyguladığı genişletici bir para politikası ekonomik birimlerin varlıklarını para ve tahvil olarak tuttukları için tahvile olan talebin artmasına yol açmaktadır. Tahvil talebindeki artış, tahvil fiyatlarının artmasına ve faiz oranlarını düşmesine yol açmaktadır. Faiz oranlarında bu düşüş, sermaye kullanım maliyetini azaltarak yatırım harcamalarının artmasına ve buna bağlı toplam üretimin artmasına neden olmaktadır. Bu yolla faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin, reel ekonomik değişkenleri ve enflasyonu etkilemesi beklenmektedir. İlk olarak bu işleyişin yalnızca firmaların yatırım harcamaları üzerinde etkili olduğu öne sürülmüştür. Ancak daha sonra yapılan çalışmalardan hareketle, hanehalkının konut ve dayanıklı tüketim mallarına olan harcamalarının da yatırım harcamaları kapsamında değerlendirilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır (Mishkin, 2001).

Sonuç olarak, faiz oranı kanalının işleyişi politika faiz oranlarındaki değişmelerin piyasa faiz oranlarını etkilemesine ve faiz oranlarındaki değişikliğin tüketim ve yatırım harcamalarını etkileyerek toplam talebi ve enflasyon düzeyini değiştirmesine bağlıdır.

2.3.2. Kredi Kanalı

Geleneksel faiz oranı kanalında para ve tahvilden oluşan iki varlığın birbiriyle tam ikame edilebilirliği varsayımı, banka davranışlarının ihmal edilmesine yol açmıştır. Bu ihmal parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalıyla da çalışabileceğine diğer bir ifadeyle, para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi incelenirken kredilerin de modele dahil edilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır (Taş vd. 2012: 54).

Kredi kanalında geleneksel faiz oranı kanalına ek olarak, bankaların kredi hacimlerinin de reel ekonomik değişkenler üzerinde etki yaratabileceği vurgulanmıştır. Para politikası kararlarının kredilerin koşul ve erişebilirliği üzerindeki etkileri reel ekonomik faaliyetlerin değişmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla kredi kanalının işleyişi, para politikası kararlarının fon arzı ve fon talebi üzerinde etkili olmasına bağlıdır. Mekanizmanın bu şekilde işlemesi de geleneksel faiz oranı kanalının para ve tahvilin tam ikame olduğu şeklindeki varsayımın kaldırılmasına bağlıdır (Hernando, 1998: 257). Bu varsayımın ihlali, menkul kıymetler ile kredilerin banka portföylerinde bulunma gerekçelerinin farklı olması nedeniyle gerçekçidir. Nitekim kredilerin banka portföyünde yer alma nedeni getiri beklentisi iken menkul kıymetlerin bulundurulma nedeni ise yasal zorunluluklar ve teminat garantisidir (Bernanke, 1993: 56).

Kredi kanalı, banka kredi kanalı ve firma bilanço kanalı üzerinden etkili olmaktadır. Banka kredi kanalına göre, uygulanan daraltıcı bir para politikası banka mevduatlarını azaltarak ödünç verilebilir kredi miktarının düşmesine yol açmaktadır. Ödünç verilebilir fon miktarındaki bu azalış ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim harcamalarını azaltarak toplam talepte daralmaya ve hasılanın düşmesine yol açmaktadır (Kuttner ve Mosser, 2002: 17). Ancak söz konusu bu mekanizmanın işleyişi bir takım varsayımlara dayandırılmıştır. İlk varsayım, banka kredileri ile menkul kıymetler arasında tam ikame olanağının olmamasıdır. Bu varsayım, para politikası uygulamasının kredi kanalı üzerinde etkinliğini artırmaktadır. Çünkü bu varsayımın ihlal edilmesi durumunda, bankalar uygulanan para politikasının etkilerini menkul değerlerinin miktarını ayarlayarak giderebilmektedir. Daraltıcı bir para politikası uygulamasının kredi

arzını azaltabilmesi bankaların kredi miktarındaki bu azalışa menkul kıymet satışı ile tepki vermemesine bağlıdır. Bu durum banka kredileri ile menkul kıymetler arasındaki ikame derecesine bağlıdır. Bir diğer varsayım, banka kredileri ile banka dışı kaynaklar arasında tam ikame olanağının olmamasıdır. Bu varsayım da ilk varsayım gibi kredi kanalının etkinliğini artırmaktadır. Çünkü kredi kanalının etkinliği ekonomik birimlerin fon talebini banka kredileri ile karşılamasına bağlıdır. Daraltıcı bir para politikası uygulanması durumunda alternatif finansman kaynaklarının varlığı, ekonomik birimlerin ihtiyaçlarının sermaye piyasasından karşılanmasına ve uygulanan daraltıcı para politikasının toplam talebi azaltıcı etkisini ortadan kaldırmaktadır (Kashyap vd. 1993: 82-96).

Firma bilanço kanalı, uygulanan para politikasının firmanın teminat gösterilebilir varlıklarının değerini etkileyerek firmaların net değerinde değişiklik yaratması ile başlamaktadır. Dış finansman primi firmanın yatırım harcamaları üzerinde belirleyici olduğu için bu durum yatırım ve istihdam kararlarını etkileyerek toplam üretim miktarında değişikliğe yol açmaktadır. Daraltıcı bir para politikası uygulanması durumunda faiz oranlarında meydana gelen artış, firma borçlarını arttırarak firmanın net değerinin azalmasına yol açmaktadır. Dış finansman maliyetinin artmasına yol açan bu durum kredi talebini etkileyerek firmanın yatırım harcamaları ile istihdam yaratma kabiliyetinin azalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla uygulanan para politikası firma bilançolarını etkileyerek reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır (Koç ve Şahin, 2015: 20).

Firma bilanço kanalında para politikası uygulamalarının borç alanların varlıkları üzerindeki etkisi ele alınırken banka kredi kanalında para politikası uygulamalarının borç veren finansal kuruluşların kredi arzı üzerindeki etkisi ele alınmaktadır. Dolayısıyla kredi kanalı borç alan ve borç veren kesimler için ayrı ayrı incelenmektedir.

Bununla birlikte kredi kanalında neo-klasik finans teorisinin dayandığı tam rekabetçi piyasa koşulları ile bilgi akışının tam olduğu şeklindeki varsayımların gerçekçi olmadığı ortaya koyulmuştur. Teori, rekabetçi ve etkin bir şekilde işleyen finansal sistem yerine finansal piyasalarda aksaklıkların olduğu bir zemin üzerine inşa edilmiştir. Piyasada alıcı ve satıcıların bilgiye aynı düzeyde sahip olmadığı ve bu asimetrik bilginin kredi piyasasında var olmasının piyasa dengesini nasıl engellediğini asimetrik bilgi, ters

seçim, ahlaki tehlike ve kredi tayinlaması kavramları ile açıklamışlardır. Söz konusu kavramlara ilişkin açıklamalara daha önce yer verildiğı için bu başlık altında ayrıca ele alınmayacaktır.

2.3.3. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik başta enflasyon olmak üzere çeşitli makroekonomik göstergelere ilişkin beklentileri vasıtasıyla işleyen bir aktarım mekanizmasıdır. Uygulanan para politikası geleceğe yönelik beklentileri etkilemek suretiyle reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. Geleceğin belirsizliği ve öngörülemezliği altında beklenti kanalının etkinliği merkez bankalarının güvenilirliğine bağlıdır. Beklenti kanalı ancak yüksek bir kredibiliteye sahip bir merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama noktasında ekonomik birimler üzerinde güven yaratması ile etkinlik kazanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları ekonomik birimlere geleceğe yönelik enflasyon hakkında bilgi verebildiğı sürece fiyatlardaki değişimleri etkileyebilecektir. Bu bağlamda merkez bankalarının ekonomik birimler üzerinde güven tesis etmesi beklenti kanalının etkinliği açısından önem arz etmektedir (TCMB, 2014:5-7).

Merkez bankalarının gelecekte gerçekleşecek enflasyona ilişkin bilgileri kamuoyuna açıklaması ve uygulanan politikaların söz konusu hedeflere yönelik olduğunun algılanması ile beklentiler doğru bir şekilde yönlendirilebilecektir. Merkez bankalarının faiz oranlarında yaptıkları artışların enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yapıldığına dair duyulan güven, ekonomik birimlerin enflasyona ilişkin beklentilerinde azalmaya yol açacaktır. Bu durum ekonomik birimlerin beklentilerinin merkez bankasının hedefi ile uyumlu olmasını sağlamaktadır. Aksi durumda aynı politika uygulaması ile beklenen etkiler oluşturulamayacaktır (Orhan ve Erdoğan, 2007:88).

Sonuç olarak merkez bankalarının ekonomik birimlere para politikası stratejisi, amaçları ve uygulamaları hakkında bilgi sağlaması ve bu bilgiye yönelik oluşturdukları güven duygusu, beklentiler kanalının merkez bankalarının hedefine yönelik bir şekilde işlemlerini sağlayacaktır.

2.3.4. Parasal Aktarımın Varlık Fiyatları Kanalı

Parasal aktarımın varlık fiyatları kanalında, para politikası uygulamalarının varlık fiyatları üzerindeki etkisine bağlı olarak reel ekonomik değişkenler üzerinde oluşturduğu değişiklikler incelenmektedir. Para politikası uygulamaları döviz, hisse senedi, bono, konut ve arazi gibi finansal ve reel varlıkların fiyatlarını etkileyerek reel ekonomiye aktarılmaktadır (Parasız, 2009: 341)

Daha öncede belirtildiği gibi, Monetaristler aktarım mekanizmasının varlık fiyatları kanalıyla işlediğini ve varlıkların görelî fiyat değişmelerinin reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olduğunu savunmuşlardır (Mishkin, 2000, 283). Dolayısıyla para politikası varlıkların görelî fiyatlarını değiştirmek suretiyle hane halkının satın alma gücünü etkilemektedir. Satın alma gücünün değişmesi tüketim ve yatırım harcamalarını etkileyerek toplam harcamalar ve buna bağlı olarak milli gelir düzeyinde değişikliğe yol açmaktadır (Cecchetti, 2006: 622).

Literatürde parasal aktarımın varlık fiyatları kanalını ele alan çalışmalara bakıldığında bir kısım çalışmalarda, varlık fiyatları kanalının menkul kıymet, gayrimenkul ve döviz kuru üzerinden işlediği ve dolayısıyla aktarım mekanizmasının bu üç temel varlık üzerinden ele alınması gerektiği ifade edilmiştir (Mishkin, 2001, Kasapoğlu, 2007, Verheijden, 2011, Demirhan, 2014, Bakın, 2015, Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2015). Bununla birlikte döviz kurunu ayrı bir kanal olarak ele alan ve dolayısıyla varlık fiyatları kanalının menkul kıymet ve gayrimenkul fiyatları yoluyla ekonomiye aktarıldığını ifade eden çalışmalar da mevcuttur (Cengiz, 2009; Parasız, 2009; Özdoğan, 2009; Mercan, 2019).

İlk sınıflandırmada, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının tam olarak gelişmemesine bağlı olarak dövizin bir yatırım aracı olarak değerlendirildiğine vurgu yapılmaktadır. Döviz kurunun para politikası uygulamalarından etkilenen bir varlık olması varlık fiyatları kanalı içerisinde değerlendirilmesine yol açmıştır. İkinci ayırmada ise özellikle de gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun hasıla ve enflasyon gibi reel değişkenler üzerinde tek başına önemli etkileri olması döviz kurunun ayrı bir başlık altında ele alınması gerekliliğini ortaya çıkarmış ve varlık fiyatları kanalı iki kategoride değerlendirilmiştir. Bu çalışmada ilk sınıflandırmaya uygun olarak varlık fiyatları kanalı üç temel başlık üzerinden ele alınmaktadır.

Söz konusu bu başlıkta para politikasının varlık fiyatları aracılığıyla reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin yanı sıra, para politikasının varlık fiyatlarını hangi kanallar üzerinden etkilediği de detaylı bir şekilde ele alınacaktır. Söz konusu başlık hem varlık fiyatlarının reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin teorik çerçevesini göstermesi bakımından hem de çalışmanın ana konusunu teşkil eden varlık fiyatları ve para politikası ilişkisinin bir yönünü ortaya koyması bakımından önem arz etmektedir.

2.3.4.1. Menkul Kıymet Fiyatları

Etkin piyasalar hipotezine göre, menkul kıymet fiyatları içinde bulunulan zaman içindeki tüm bilgiyi yansıtmaktadır. Bu durum yeni bir bilgi girişi veya politika değişikliğine menkul kıymet fiyatlarının hemen tepki gösterdiği anlamına gelmektedir. Menkul kıymet fiyatları piyasadaki tüm bilgiyi yansıttığından piyasada normalüstü kar sağlamak mümkün değildir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcıların menkul kıymet fiyatlarından bekledikleri getiriye piyasa beklentilerinin üzerine çıkarma imkânı bulunmamaktadır. Yatırımcıların rasyonel davranış içerisinde olmaları menkul kıymet fiyatlarının oluşumunda psikolojik ve duygusal faktörlerin herhangi bir etkisinin bulunmadığını ve piyasa fiyatlarının tamamen iktisadi temeller üzerine inşa edildiğini göstermektedir. Dolayısıyla etkin piyasalar hipotezine göre, menkul kıymet piyasaları daima dengededir (Malkiel, 2003). Söz konusu açıklamalar bir takım varsayımlar üzerine inşa edilmiştir. İlk olarak, tüm piyasa aktörleri bilgiye aynı anda ulaşabilir ve bilgiye ulaşma maliyeti son derece düşüktür. Etkin piyasalar hipotezi bu varsayım doğrultusunda rasyonel beklentiler hipotezinin bir uzantısı niteliğindedir. İkinci olarak, etkin piyasalar rassal yürüyüş hipotezine¹⁸ dayandırılmıştır. Bu durum menkul kıymet fiyatlarının cari dönem değerinin geçmiş fiyat hareketlerinden bağımsız olduğunu ortaya koymaktadır (Blasco vd.,1997: 667).

¹⁸ Rassal yürüyüş hipotezi göre, menkul kıymet fiyatları rassal olarak hareket etmektedir. Fiyatlardaki değişimlerin birbirinden bağımsız olması gelecekteki fiyat hareketlerini öngörmede tarihsel verilere dayalı stratejilerin izlenmesini ve fiyat değişimlerinin tahmin edilmesini engellemektedir.

Fama (1970) tarafından literatüre kazandırılan etkin piyasa hipotezinde menkul kıymet piyasalarının daima etkin olduğu varsayımı ile varlık fiyat balonları¹⁹ ve finansal krizlerin ortaya çıkma ihtimalinin olmadığı ortaya koyulmaktadır. Hipotez bağlamında menkul kıymet fiyat değişiklikleri yeni bir bilgi girişi ile ilişkilendirildiğinden menkul kıymet fiyatlarında görülen pozitif veya negatif bir değişiklik tamamen menkul kıymetlere yönelik alınan iyi veya kötü haberlerin bir sonucudur (Sharma, 2014: 275). Ancak tarihsel süreçte görülen fiyat balonları ile finansal krizler etkin piyasa hipotezinin piyasa dinamiklerini açıklamada yetersiz kalmasına yol açmıştır. Özellikle de 1987 borsa krizinde yatırımcıların paniğe kapılarak büyük bir satış dalgası halinde hisse senetlerini satmalarıyla hisse senedi fiyatlarında bir düşüş yaşanması menkul kıymet fiyatlarındaki doğrusal olmayan hareketlere yönelik ilginin artmasına yol açmıştır. Nitekim bu panik dalgasının getirdiği kaos ortamı etkin piyasa hipotezi ile bağdaşmamakta ve piyasalarda doğrusal olmayan sistemlerin var olduğunu ortaya koymaktadır (Ürkmez, 2019: 71). Bu durum bilgi ile menkul kıymet fiyatları arasında bir korelasyon olduğunu temeline dayanan etkin piyasa hipotezi yerine sermaye piyasalarını daha iyi tanımlayan kaos teorisinin gündeme gelmesine yol açmıştır.

Kaos teorisinde, dinamik ve doğrusal olmayan sistemlerde çoğu zaman irrasyonel olan ve değişen-adaptif beklentilere sahip yatırımcı davranışları ile menkul kıymet fiyatları arasındaki ilişki ele alınmaktadır. Karmaşık ekonomiler ve kompleks ilişkilerin varlık fiyatları üzerindeki etkisini ortaya koyma noktasında daha uygun bir teori olan kaos

¹⁹ Literatürde köpük ya da balon (bubble) olarak ifade edilen kavramdır. Literatürde balonların tanımı ile ilgili olarak bir fikir birliği yoktur. Bu nedenle literatürde çeşitli balon tanımları bulunmaktadır. Balon teorisinin öncü çalışmalarından biri olan Blanchard (1979) çalışmasında balonları, bir varlığın fiyatında temel faktörlerle açıklanamayan hızlı bir artış ve artışı takiben fiyatta meydana gelen hızlı bir düşüş olarak tanımlamıştır. Benzer bir tanım Kindleberger (1996) tarafından yapılarak balonlar, fiyatların uzun süre artması ve ardından fiyatların aniden çökmesi olarak tanımlanmıştır. Brunnermeier (2008) benzer bir ifadeyle balonları, hızlı fiyat artışları ve fiyat artışlarını takiben yaşanan çöküşler olarak tanımlamıştır. Fama (2014) ise balonları, irrasyonel güçlü bir fiyat artışını takiben gelen fiyat çöküşleri olarak tanımlamıştır. Bahsi geçen tanımlarda balonlar, fiyatlarda meydana gelen uzun vadeli artışları takiben yaşanan finansal çöküş ile ilişkilendirilmiştir. Balonların finansal çöküş ile ilişkilendirilmesi, balonların ancak çöküşü takiben belirlenebileceğini ortaya koymaktadır. Bununla birlikte Santoni (1987) tarafından yapılan bir tanımlamaya göre balonlar, ekonomik bir varlığın piyasa fiyatının temel değerini aşması olarak ifade edilmiştir. Benzer bir tanımla yapan Dezhbakhsh ve Demirci (1990)'e göre balonlar, varlık fiyatlarının temel değerden sapmasına neden olacak fiyat hareketidir. Söz konusu tanımlarda fiyat balonlarının temel değer ile piyasa fiyatı arasında bir tutarsızlığa atıfta bulunmaktadır. Case ve Shiller (2003) tarafından yapılan bir tanımlamaya göre balonlar, gelecekteki fiyat artış beklentisinin getirdiği ani fiyat artışları olarak tanımlanmıştır. Benzer bir ifadeyle, Brunnermeier (2008) göre balonlar, ekonomik bir varlığın ilerde daha yüksek bir fiyattan satılabilme beklentisi ile fiyatın temel değerini aşması olarak tanımlanmıştır. Söz konusu tanımlamalarda ise beklenti kavramı ön plana çıkartılarak varlık fiyat balonları tanımlanmaya çalışılmıştır.

teorisinde, piyasaların etkin ve durağan değil volatil ve dinamik olduğu vurgulanmaktadır.

Klasik ya da mekanik fizik yaklaşımında rastlantıya yer vermeyen determinist sistemin başlangıç durumlarında küçük çaplı oluşumları göz ardı etmesi ve bir takım çelişiklere neden olması kaos teorisinin zeminini hazırlamıştır. Kaos teorisinde “Sıfır noktasında sistemin durumunda meydana gelen çok küçük bir değişikliğin kendisinden sonra gelen ve zamanla üstel biçimde büyüyen bir değişikliğe yol açması” söz konusudur (Ruelle, 2014: 59). Söz konusu etki başlangıç durumlarına hassas bağıllık veya kelebek etkisi olarak adlandırılmaktadır. Kelebek etkisi veya başlangıç durumlarına hassas bağıllık Lorenz’in hava durumu tahmini için kurduğu model ile literatüre kazandırılmıştır. Lorenz (1960) oluşturduğu modelde sıcaklık değerlerindeki çok küçük bir değişimin modelin sonuçları üzerinde önemli değişikliklere yol açtığını tespit ederek başlangıç durumlarının kaos teorisindeki önemini ortaya koymuştur. Bu doğrultuda Lorenz, doğru ve güvenilir hava durumu tahmini yapmanın değişkenin kaotik davranış göstermesi nedeniyle uzun vadeli olamayacağını çıkarımını yaparak başlangıç durumlarına hassas bağıllığın olduğu sistemlerde uzun vadeli tahminler yapmanın mümkün olmadığı sonucuna varmıştır (Öge, 2005: 288). Lorenz’in öngörülemezlik ve başlangıç durumlarına hassas bağıllık ilkeleri özellikle de son yıllarda yaşanan 2007 krizinde açıkça görülebilmektedir. İlk olarak 2007 yılında ABD finans piyasalarında ortaya çıkan kriz, küresel finansal kurumlarını da zarara uğratarak dünya ekonomilerinde resesyon yaşanmasına neden olmuştur.

Kaos teorisi ile ilgili bir diğer husus fraktal yapılardır. Genel olarak fraktal yapılar kendine benzerlik taşıyan farklı ölçeklerde kendi kendini tekrar eden biçimlerdir. İlk kez Benoît B. Mandelbrot tarafından ifade edilen fraktaller Öklit geometrisinin karmaşık ve nizamsız şekillerin boyutlarını ölçmede yetersiz olduğunu ve yeni bir geometri anlayışına ihtiyaç olduğunu göstermiştir (Kurt ve Kasap, 2011: 5).

Üzerinde durulması gereken bir diğer husus da klasik ya da mekanik fiziğin lineer diğer bir ifadeyle doğrusal olma üzerine inşa edildiği modelin kaos teorisi çerçevesinde reddedildiğidir. Lineer sistemlerde değişkenlerin birbirleriyle ilişkileri basit ve doğrusaldır. Zaman geri dönüşlü olarak kabul edilmekte ve bu nedenle lineer sistemlerde değişkenler belli aralıklarla tekrarlanmakta yani periyodik olma özelliği

göstermektedirler (Sardar and Abrams, 2011: 12). Ancak gerçek hayatın karmaşık ve doğrusal olmayan yapısı non-lineer sistemin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Kaotik sistemlerde zaman klasik sistemin aksine geri dönüşsüzdür. Bu nedenle değişkenlerin aldıkları değerler, düzenli bir şekilde tekrarlanmaz yani değişkenler periyodik olmama özelliğine sahiptirler (Gürsakaç, 2007). Sistemin karmaşık olması sistemi oluşturan parçaların heterojen ve birbiriyle ilişkili olmasını ifade etmektedir. Heterojenlik, sistemi oluşturan her bir parçanın farklı davranış eğilimi gösterdiği, aynı durum karşısında farklı tepkilere sahip olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla sistemi oluşturan parçalar birbirlerinden etkilenmekte ve bağımsız hareket etmemektedir (Kahyaoglu ve İç, 2015: 41). Nitekim finansal piyasalarda çok sayıda yatırımcının farklı dinamiklerle yaptıkları alım satım işlemleri ile yatırımcıların finansal pozisyonlarının yoğunluğun gücünden hareketle birbirinden etkilenmesi finansal sistemin karmaşıklığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte menkul kıymet fiyatları zamanın belli bir döneminde düzenli olarak artış veya azalış eğilimi göstermedikleri için periyodik değildirler. Finansal piyasalarda spekülasyon hareketleri, sürü psikolojisi, panik ortamı ve paniğin kısa sürede yayılması gibi etkiler serilerin doğrusal olmamasına neden olabilmektedir.

Sonuç olarak finansal bir sistemin kaotik yapıda olması için kaos kavramının üç ana özelliğini taşıması gerekmektedir. Sistem doğrusal olmama, başlangıç durumlarına hassas bağıllık ve fraktal boyutlu olduğunda kaotik bir özelliğe sahip olmaktadır. Çok sayıda yatırımcının farklı güdülerle yaptıkları işlemler sonucunda oluşan piyasa fiyatları piyasaya yeni gelen bir bilgi sonucunda veya beklentilerin değişmesi durumunda sürekli yeniden oluşmaktadır. Piyasaya gelen bilgiler ile yatırımcıların beklentilerinin aynı doğrultuda olduğu piyasalarda fiyatlar önemli derecede değişiklik göstermektedir. Ancak söz konusu değişikliğin yönü piyasaya gelen bilgiler ve beklentilere göre belirlenmektedir. Fakat yatırımcılar piyasaya gelen aynı bilgiyi farklı şekillerde yorumlayabilmektedir. Söz konusu durumda piyasa fiyatları çok değişmeden kalmakta ve fiyat hareketleri dar bir bant aralığında gerçekleşmektedir. Buradan hareketle, bir finansal varlığın fiyatında kısa sürede görülen yüksek oranlı artış veya azalışlar yatırımcıların eş zamanlı olarak aynı doğrultuda hareket etmesi ile mümkün olmaktadır. Yatırımcılar arasında yüksek oranda bağımlılığın olduğu diğer bir ifadeyle sürü davranışının hâkim olduğu bir ortamda, yatırımcılar birbirini takip ederek pozisyon

aldıkları için fiyat balonları oluşmaktadır. Piyasada oluşan negatif bir şok ise panik ortamının oluşmasını sağlayarak yatırımcıların hızlı bir şekilde finansal pozisyonlarını değiştirmelerine ve fiyat balonlarının patlamasına yol açmaktadır.

2.3.4.1.1. Para Politikasının Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi

Para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin ortaya konulması parasal aktarım mekanizmasının etkinliği açısından önemlidir. Bununla birlikte hisse senetlerinin gerçek ve tüzel kişilerin portföylerinde yer alması nedeniyle hisse senedi fiyatları yatırım kararları ile risk yönetim stratejisinin oluşturulması bakımından da ayrıca önem arz etmektedir. Söz konusu bu iki husus, para politikasının hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediği sorusunu önemli kılmaktadır (Rigobon ve Sack, 2004).

Para politikası kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ele alan teorik ve ampirik çalışmaların bulguları, para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde en azından kısa dönemli etkilere sahip olduğunu göstermektedir (Laeven ve Tong, 2010). Daraltıcı bir para politikası hisse senedi fiyatlarını düşürmekte, genişletici bir para politikası ise hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır. Dolayısıyla para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. Bununla birlikte, para politikasının hisse senedi fiyatlarını hangi kanallar aracılığıyla etkilediğine yönelik literatürde bir netlik söz konusu değildir. Para politikası kararları dışında hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin var olması ve söz konusu faktörlerin para politikası ile yakından etkileşim içinde olması söz konusu ilişkinin anlaşılmasını zorlaştırmaktadır (Özdemir ve Otluoğlu, 2015: 46). Her ne kadar para politikası hisse senedi fiyatları ilişkisine yönelik literatürde farklı açıklamalar bulunsa da, genel olarak para politikası faizleri, firmaların bilanço yapılarını ve bankacılık sektörü kredi hacmini değiştirerek hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmaktadır (Laeven ve Tong, 2010).

Daraltıcı bir para politikası, faiz oranlarını arttırarak hisse senedi getirilerinin belirlenmesinde kullanılan iskonto oranının artmasına yol açmaktadır. Yatırımcının gelecekteki sermaye kazancını düşüren söz konusu bu artış, yatırımcıların hisse senedine olan taleplerini azaltarak yatırımların faiz getirisi elde edilebilecek yatırım araçlarına kaymasına neden olmaktadır. Çünkü hisse senetlerinin faiz getirisi sağlayan tahvil, hazine bonusu gibi yatırım araçları gibi sabit bir getirisi yoktur. Daha önceden belirlenen belli bir getirisi olmadığı için de yatırımcının hisse senedine yatırım yapabilmesi beklediği

sermaye kazancının faiz oranından yüksek olması gerekmektedir. Dolayısıyla faiz oranlarının artması hisse senedinden beklenen sermaye kazancının sabit getirili menkul kıymetlerin sağladığı getiriden daha düşük olmasına yol açmakta ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır (Henry, 2009: 405-406). Genişletici bir para politikası ise, iskonto oranını azaltarak yatırımların hisse senedi piyasasına kaymasına yol açmaktadır. Söz konusu bu durum hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır.

Bununla birlikte, merkez bankası para politikası kararları ekonomik birimler tarafından güvenilir bulunmuyorsa genişletici bir para politikası uygulaması hisse senedi getirilerini ve buna bağlı olarak hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir. Parasal genişleme ekonomik birimlerin enflasyona ilişkin beklentilerini artıracığı için, para arzının artması kısa dönemde borsaya canlılık getirirse de uzun dönemde hisse senedi getirilerinin azalmasına yol açmaktadır. Söz konusu para arzı artışı döviz piyasasına kayar ve döviz kuru volatilitesine yol açarsa yabancı yatırımcılar borsadan çıkma kararı verebilmektedir. Söz konusu durum borsadan ani çıkışlara yol açarak hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir (Öztürk, 2008: 8-9)

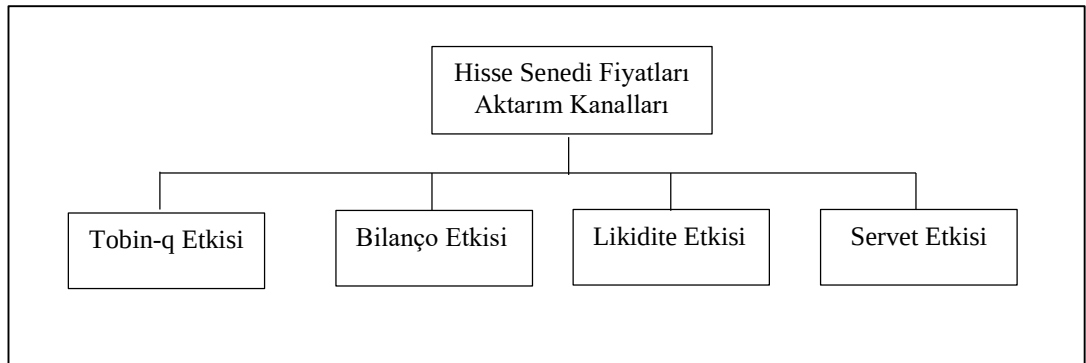
Para politikası firmaların bilanço yapılarını değiştirerek de hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Daraltıcı bir para politikası faiz ödemelerini arttırarak firmanın nakit akımının azalmasına ve bu yolla dış finansmana olan bağılılıklarının artmasına yol açmaktadır. Ayrıca daraltıcı bir para politikası varlık fiyatlarını düşürerek maddi teminata bağlı alacakları azaltmaktadır. Söz konusu bu iki etki, firmaların finansal bilançolarını zayıflatarak borçlanma kabiliyetlerini olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla daraltıcı bir para politikası net akımları ile maddi teminata bağlanmış alacakları etkileyerek firma bilançosu üzerinde etkili olmaktadır. Sonuç olarak daraltıcı para politikası firmanın bilanço değeri üzerinde olumsuz etkiye yol açarak firmanın net değerini düşürmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995). Bu durum firmanın hisse senedine olan talebin azalmasına ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır.

Para politikası bankacılık sektörü kredi hacmi üzerindeki etkisiyle de hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Daraltıcı bir para politikası faizlerin artmasına ve bu yolla bankacılık sektörünün şirketlere açtığı kredi miktarının azalmasına yol açmaktadır. Şirketlerin daha az kredi kullanımına yol açan bu husus, sermaye maliyetini artırmaktadır. Şirketin yatırımcısına ödeyeceği kar payı şirketin kar durumuna göre belirlendiğinden

artan işletme sermayesi maliyeti kar payı dağıtımını azaltmaktadır. Temettü ödemesinin azalması yatırımcının söz konusu şirketin hisse senedine olan taleplerini azaltarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte artan faiz oranları şirketin borçlarını ödemede artan maliyet anlamına geldiğinden söz konusu etki bakımından hisse senedi fiyatlarının gerilmesine yol açar (Scharler, 2008). Genişletici bir para politikası tam tersi etkilerle çalışarak banka kredi hacmini artırarak sermaye maliyetini azaltmaktadır. Temettü ödemelerini arttıran söz konusu husus şirketin hisse senedine olan taleplerini yükselterek hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak para politikası bankaların kredi hacmini etkileyerek temettü ödemeleri üzerinde etkili olmaktadır. Temettü ödemelerinin değişmesi ise hisse senedinin piyasa fiyatı üzerinde etkili olmaktadır (Sakarya vd., 2018).

2.3.4.1.2. Hisse Senedi Fiyatları Aktarım Kanalları

Para politikası yukarıda bahsi geçen çeşitli kanallar aracılığıyla hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Hisse senedi fiyatlarındaki bu değişiklik ise bir takım kanallar aracılığıyla reel ekonomiye aktarılmaktadır. Aktarım kanalları Şekil 1.1’de görülmektedir. Şekil 1.1’den görüldüğü üzere hisse senedi fiyatları tobin-q etkisi, bilanço etkisi, hanehalkı likidite ve servet etkileriyle tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır.



Şekil 1.1. Hisse Senedi Fiyatları Aktarım Kanalları

Kaynak: Frederic, S. Mishkin, “ Para Politikası Stratejisi”, 2014.

Tobin’in q teorisi olarak adlandırdığı teoride hisse senedi fiyatları ile yatırım harcamaları arasındaki ilişki ele alınmaktadır. Bu teoriye göre, hisse senedi fiyatlarının değişmesi, firma piyasa değerini etkileyerek yatırım düzeyi üzerinde etkili olmaktadır. Tobin q değeri firma piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine oranlanması ile elde edilmektedir (Tobin, 1969). Genişletici bir para politikası uygulaması, para arzının

artmasına ve hanehalkının elinde talep ettiğinden daha fazla para bulunmasına yol açmaktadır. Söz konusu para arz fazlası hisse senedine olan talebi artırmaktadır. Çünkü genişletici para politikası uygulamasının faiz oranlarını düşürmesi, tahvil getirisinin azalmasına ve bu yolla hisse senedine olan talebin artmasına yol açmaktadır. Hisse senedi talebindeki bu artış, hisse senedi fiyatlarını artırarak q değerinin yükselmesine ve firmaların yatırım harcamalarının artmasına katkıda bulunacaktır. Dolayısıyla q değerinin birden büyük olması, toplam yatırım harcamalarını arttırmakta ve toplam hasılda artışa neden olmaktadır. Daraltıcı bir para politikası uygulaması ise, tam tersi etki ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulaması, hanehalkının ellerinde harcama miktarından daha az para bulunmasına yol açmaktadır. Bu durum hanehalkının harcamalarının azalmasına yol açmakla birlikte, faiz oranlarının artması hanehalkını tahvil alımına yönlendirecektir. Hisse senedi talebini azaltan söz konusu işleyiş, hisse senedi fiyatlarını düşürerek firmaların piyasa değerlerini azalmasına yol açacaktır. Sonuç olarak q değerinin birden küçük olması, yatırım harcamalarını azaltarak toplam hasılayı azaltmaktadır.

Kredi görünümü olarak da adlandırılan bilanço etkisi kanalı, para politikasının hisse senedi fiyatlarını etkileyerek firma bilançoları üzerinde etkili olması ile çalışmaktadır. Kredi piyasalarının en temel sorunu asimetrik bilgidir ve teminat asimetrik bilgidir kaynaklanan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını azaltmaktadır. Firmanın net değerinin azalması, fon arz edenlerin ters seçimden kaynaklı potansiyel kayıplarının daha yüksek olmasına ve borç verme isteklerinin azalmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte, firmaların net değerinin azalması riskli yatırım projeleri konusunda daha istekli olmalarına neden olmaktadır. Kredinin geri ödenme ihtimalini azaltan söz konusu durum, ahlaki tehlike sorununa yol açarak kredi riskini artırmaktadır. Dolayısıyla firmanın net değerinin azalması, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını artırarak yatırım harcamalarını azaltmaktadır. Böyle bir durumda genişletici bir para politikası uygulaması, daha önce bahsedilen işleyiş mekanizması üzerinden hisse senedine olan talebi artırarak hisse senedi fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır. Firmanın net değerini artıran ve asimetrik bilgidir kaynaklanan sorunları azaltan böyle bir durum yatırım harcamalarını artırarak toplam harcama düzeyini yükseltmektedir (TCMB, 2014:6).

Likidite etkisi, para politikasının hanehalkı bilançosunda yer alan finansal varlıkların değerinde değişikliğe yol açarak dayanaklı tüketim malı ile konut harcamaları üzerinde etkili olması ile işlemektedir. Dayanıklı tüketim malı ile konut gibi varlıklara kıyasla hisse senedi gibi finansal varlıklar, kolaylıkla piyasa değerinden satılabilmektedir. Söz konusu varlıkların daha likit olma özelliği, hanehalkının herhangi bir gelir şoku karşısında nakit miktarlarını hızlı bir şekilde artırabilmelerini sağlamaktadır. Dolayısıyla hanehalkı elde tuttuğu mal bileşimini gelir şoku ile karşılaşma ihtimaline göre belirlemektedir. Böyle bir durumda, finansal varlıkların değeri borç değerinin ne kadar üzerindeyse hanehalkının mali sıkıntı ile ilgili öngörülerini o kadar düşük olmaktadır. Bu bağlamda, genişletici bir para politikası uygulaması hisse senedi fiyatlarını artırarak hanehalkının mali sıkıntı ile ilgili öngörülerini azaltmakta ve finansal pozisyonlarını güçlendirmektedir. Bu durum dayanaklı tüketim ile konut harcamalarının artmasına yol açarak çıktı miktarının artmasına yol açmaktadır (Mishkin, 2014: 63-64).

İlk olarak Modigliani ve Brumberg (1954) tarafından ortaya atılan ve daha sonra Ando ve Modigliani (1963) tarafından geliştirilen yaşam döngüsü hipotezine göre, tüketim cari gelirin değil, yaşam boyu elde edilecek gelirin bir fonksiyonudur. Bu doğrultuda hanehalkının tüketim harcamaları hisse senedi, gayrimenkul ve diğer varlıklarından oluşan yaşam boyu elde edilecek geliri ile ilişkilendirilmektedir. Hanehalkının tüketim harcamalarının yalnızca cari gelire değil, yaşam boyu elde edilecek gelire bağlı olması servetin kısa dönem tüketim fonksiyonunda yer almasını sağlamaktadır. Bu durum ayrı bir aktarım kanalının varlığına dikkat çekerek para politikasının varlıkların değeri üzerinden tüketim harcamalarını ve bu yolla toplam talep üzerinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Hanehalkı servetindeki değişimlerin reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olması parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmaktadır (Modigliani, 1986:310). Genişletici bir para politikası hisse senedine olan talebi artırarak hisse senedi fiyatlarını yükseltmektedir. Mali servetin önemli bir bileşeni olan hisse senedi fiyatlarındaki artış, hanehalkı servetini artırarak tüketim düzeyinin yükselmesine yol açmaktadır.

2.3.4.1.3. Para Politikasının Devlet İç Borçlanma Senetleri Faizleri Üzerindeki Etkisi

Merkez bankaları temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan etkileme gücüne sahiptir. Ancak merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli

faiz oranlarından piyasa faizlere geçişte, birinci ve en önemli kanallardan biri olan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS)²⁰ faizleri üzerinde doğrudan bir kontrol gücü bulunmamaktadır. Ancak merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının değişmesi DİBS faizleri borçlanma maliyetlerini etkileyerek reel ekonomik değişkenleri etkilemekte ve böylece etkin para politikası stratejilerinin belirlenmesinde önemli hale gelmektedir (İnal, 2006: 1). Bu noktada söz konusu ilişki bağlamında para politikası ile DİBS faizleri arasındaki ilişkinin ortaya konulması önem arz etmektedir.

Merkez bankası faiz kararlarının piyasa faizlerine ilişkin etkileri teorik olarak bekleyişler hipotezi ve Taylor kuralı çerçevesinde açıklanabilmektedir. Bekleyişler hipotezi merkez bankası faiz kararları diğer bir ifadeyle kısa vadeli faiz oranları ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi göstermesi bakımından önemlidir. Bekleyişler hipotezinde, kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki vade dönemi boyunca beklenen kısa vadeli faizlerin ortalaması ve risk primi ile ifade edilmektedir²¹ (İnal, 2006: 13).

Formülden görüldüğü üzere, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan etkileme gücü bulunduğu hesaba katıldığında, para politikası kararlarının kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak piyasa beklentilerini etkilemek suretiyle uzun dönemli faiz oranlarının belirlenmesinde etkin rolü bulunmaktadır. Dolayısıyla bu hipoteze göre, uzun dönemli faiz oranları, kısa vadeli faiz oranlarının içinde bulunulan durumu ile piyasa katılımcılarının kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentileri doğrultusunda şekillenmektedir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008: 146). Bu bağlamda, uzun vadeli faiz oranları kısa vadeli faiz oranlarının içinde bulunulan durumu ile beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasından oluşmaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimin DİBS faizleri üzerinde etkili olup olmaması söz konusu değişikliğin piyasa katılımcıları

²⁰ DİBS, hazine müsteşarlığı tarafından ihraç edilen borçlanma senetleridir. DİBS, çeşitli sınıflandırmaya tabi tutulabilmektedir. Ancak en çok kullanılan sınıflandırma vadesine göre yapılmakta olup, DİBS vadelerine göre; devlet tahvili ve hazine bonusu olarak sınıflandırılmaktadır. Bir yıl ve daha uzun vadeli borçlanma senetleri devlet tahvili, bir yıldan kısa vadeli borçlanma senetleri hazine bonusu olarak adlandırılmaktadır. İlgili çalışmada söz konusu ayırım doğrultusunda açıklamalar yapılmıştır.

²¹ Bekleyişler hipotezinde, uzun dönemli tahvilin faizi aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır;

$$R_t^n = \frac{1}{n} \left(\sum_{i=1}^{n-1} E_t r_{t+i} \right) + \varepsilon_t$$

Formülde yer alan R_t^n tahvilin t zamanındaki faizini, $E_t r_{t+i}$ bir dönem sonraki dönemlik faizin t zamanındaki beklentisini, ε_t ise risk primini temsil etmektedir.

tarafından beklenip beklenmediğine bağlıdır. Merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişikliğin piyasa katılımcıları tarafından beklenmesi durumunda DİBS faizlerinin söz konusu değişikliğe tepki vermemesi gerekmektedir. Çünkü böyle bir durumda, söz konusu para politikası değişikliğine ilişkin beklenti politika değişikliğinden önce DİBS faizlerine yansımış olmaktadır. Tam tersi durumda, merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişikliğin piyasa katılımcıları tarafından beklenmemesi durumunda, şok etkisi ortaya çıkacak ve DİBS faizleri yeni bilgi girişini içerecek şekilde değişecektir.

Bununla birlikte, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentilere ek olarak risk primi de uzun dönem tahvilin faiz oranı üzerinde belirleyici olmaktadır. Risk primi özellikle de gelişmekte olan ülkelerde yüksek kamu borç stokunun varlığına bağlı olarak önem arz etmektedir. Piyasa katılımcılarının kamu borç stokunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri risk priminin yüksek olmasına yol açabilmektedir. Söz konusu bu durum kısa vadeli faizlerden uzun vadeli faizlere geçişin etkisini sınırlandırabilmektedir.

Merkez bankası faiz kararlarının piyasa faizlerine ilişkin etkileri Taylor kuralı çerçevesinde de açıklanabilmektedir. Daha önce de ifade edildiği gibi, en genel ifadeyle Taylor kuralı, merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon ve çıktıdaki değişime göre belirlenmesine yönelik bir para politikası kuralı olarak ifade edilmektedir. Söz konusu kural bağlamında, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak enflasyon ve çıktıda oluşabilecek sapmaları giderebileceği ve böylece ekonomik istikrara katkı sağlayacağı bilinmektedir (Taylor, 1993).

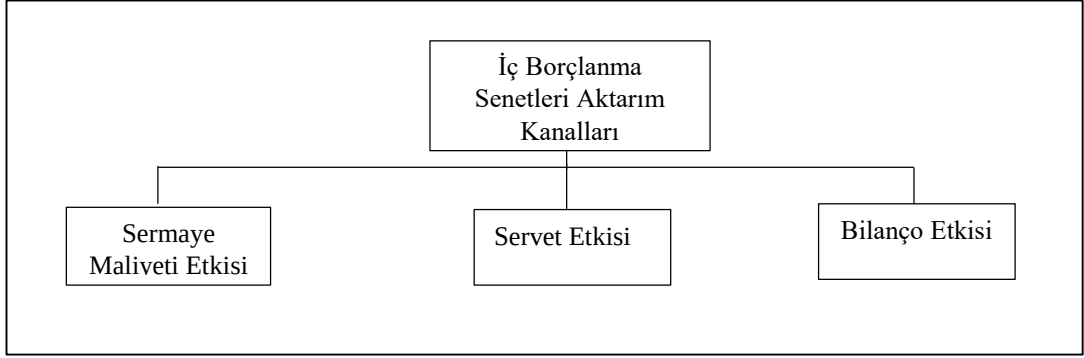
Para politikasının bir kural doğrultusunda uygulanıp uygulanmaması gerektiği ayrı bir tartışma konusu iken enflasyon hedeflemesi rejimi altında para politikasının kurala bağlı olması gerektiği yönünde fikir birliği sağlanmıştır. Çünkü para politikasının kurala bağlı kalarak uygulanması enflasyon hedeflemesi rejimini destekler niteliktedir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejimi altında, Taylor kuralı merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını belirlemede referans aldıkları önemli bir para politikası kuralı olarak karşımıza çıkmaktadır (Ardor ve Varlık, 2014: 46-47). Oluşturulan para politikası kuralı ile para politikasının daha sistematik hale gelmesi sağlanmakla birlikte para politikası kararlarının daha tahmin edilebilir olması sağlanmaktadır. Söz konusu bu durum, piyasa katılımcılarının ekonominin genel durumu hakkında net bir bilgiye sahip olmadığı hesaba

katıldığında, piyasa katılımcılarının tahmin yoluyla oluşturdıkları davranışları için önem arz etmektedir (Romer ve Romer, 2000: 429). Bu bağlamda piyasa katılımcıları Taylor kuralından hareketle, gerçekleşen enflasyon oranını hedeflenen enflasyon oranına eşitleyen kısa vadeli faiz oranına ilişkin öngöründe bulunabilmektedir. Piyasa katılımcılarının para politikası faiz oranındaki değişikliğe ilişkin öngörüsü, kısa vadeli faiz oranlarındaki bir değişikliğin DİBS faizlerini etkilememesine yol açmaktadır. Bu doğrultuda, merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile enflasyona ilişkin beklentilerin önemli piyasa faizlerinden biri olarak gösterilen DİBS faizleri üzerinde etkili olduğunu söylemek mümkündür (İnal, 2016:15). Piyasa katılımcılarının enflasyona ilişkin beklentisinin düşük olması durumunda, DİBS faizlerinin düşme eğilimi gösterdiği söylenebilmektedir. Piyasa katılımcılarının düşük enflasyon beklentisi içerisinde olması, daraltıcı bir para politikasının kendisinden beklenen etkiyi tam olarak gösterememesine ve DİBS faizleri üzerinde çok küçük bir etkiye sahip olmasına yol açmaktadır (Roley ve Sellon, 1995:86-87).

Literatürde daraltıcı bir para politikası uygulayan merkez bankasının söz konusu politika değişikliğinin beklenen enflasyondaki artıştan kaynaklandığına ilişkin yaygın bir görüş hakimdir. Söz konusu politika değişikliğinin piyasa katılımcılarının enflasyona ilişkin beklentilerini artırması, DİBS getirilerinin artma eğilimine girmesine yol açmaktadır. Literatürdeki genel görüşten hareketle, yüksek enflasyon beklentisinin DİBS getirilerini artırıcı etkide bulunması daraltıcı para politikası uygulaması ile DİBS getirileri arasında pozitif korelasyon olduğuna ilişkin kanıt oluşturmaktadır (Edelberg ve Marshall, 1996: 3-4).

2.3.4.1.4. Devlet İç Borçlanma Senetleri Aktarım Kanalları

Para politikası yukarıda bahsi geçen çeşitli kanallar aracılığıyla devlet iç borçlanma senetleri faizleri üzerinde etkili olmaktadır. Söz konusu bu değişiklik iç borçlanma senetlerinin getirilerini etkileyerek birtakım kanallar aracılığıyla reel ekonomiye aktarılmaktadır. Aktarım kanalları şekil 1.2’de görülmektedir. Şekil 1.2’den görüldüğü üzere tahvil ve bono piyasaları sermaye maliyeti etkisi, servet etkisi ve bilanço etkisi yoluyla tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır.



Şekil 1.2. İç Borçlanma Senetleri Aktarım Kanalları

Kaynak: Hui Zhang, Hoa Huang, “An Empirical Study of the Asset Price Channel of Monetary Policy Transmission in China”, **Emerging Market Finance and Trade**, Vol 52, Issue 6, 2017.

Sermaye maliyeti etkisine göre, genişletici bir para politikası tahvil piyasasında geri alım (repo) ve borç verme oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Uzun vadeli faiz oranlarının düşmesine yol açan söz konusu durum nedeniyle işletmelerin finansman maliyetleri azalmaktadır. İşletmelerin finansman maliyetinin azalması ise tüketim ve yatırım harcamalarının artmasına neden olmaktadır. Ancak daraltıcı para politikası tahvil piyasasında daha yüksek borç verme ve repo oranlarına yol açmaktadır. Bu nedenle, uzun vadeli faiz oranları yükselir ve aynı zamanda işletme sermaye maliyetleri de artar. Bu durum tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasına yol açmaktadır (Zhang ve Huang, 2017: 1279).

Servet etkisi kanalına göre, genişletici bir para politikası uygulaması kredi ve para piyasasında kısa vadeli faiz oranlarının düşmesine ve uzun vadeli faizlerin düşmesine yol açar. Bu durum tahvil, bono ve diğer finansal varlıkların fiyatlarını artırmaktadır. Artan varlık fiyatları, ekonomik varlıkların finansal servetinde ve toplam servette artışlarına neden olur. Bu durum toplam talebin artmasına yol açmaktadır. Daraltıcı bir para politikası ise tam tersi etkilerle işleyerek toplam talebin azalmasına neden olmaktadır.

Bilanço etkisi kanalına göre, genişletici bir para politikası uygulaması şirketlerin faiz giderlerinin azalmasına ve net nakit akışlarının artmasına yol açar. Dolayısıyla tahvil fiyatları yükseldikçe kurumsal bilanço dengelerinde iyileşmelere bağlı olarak borç verilebilir fonlarda artışa yol açar. Bu durum yatırım harcamalarını artırmaktadır. Daraltıcı para politikası ise tam tersi etkilerle işlemektedir.

2.3.4.2. Gayrimenkul Fiyatları

Parasal aktarım mekanizmasında önemli bir rolü olan varlık fiyatları kanalının diğer bir grubu ise konut ve arazi fiyatlarını içeren gayrimenkul fiyatlarıdır. Bununla birlikte gayrimenkul fiyatlarını ele alan teorik ve ampirik çalışmalarda gayrimenkul fiyatlarını temsilen konut fiyatlarının kullanıldığı görülmektedir. Arazi fiyatlarına ilişkin veri kısıtının bulunması ile özellikle de 2008 krizinin konut fiyat balonlarından kaynaklanması araştırmacı ve politika yapımcıların konut fiyatları ve para politikası ilişkisine odaklanmasına yol açmıştır. Bu nedenle ilgili aktarım mekanizmasına ilişkin açıklamalar konut fiyatları üzerinden ele alınarak değerlendirilecektir.

2.3.4.2.1. Para Politikasının Konut Fiyatları Üzerindeki Etkisi

Para politikasının konut fiyatları üzerindeki etkisini açıklayan aktarım mekanizması beş kanal üzerinden ele alınmaktadır. Söz konusu aktarım mekanizmaları, sermayenin kullanım maliyeti kanalı, konut fiyat beklentileri kanalı, konut arzı kanalı, servet etkisi kanalı ve banka bilanço kanalıdır. Sermayenin kullanım maliyeti kanalı, konut fiyat beklentileri kanalı ve konut arzı kanalı para politikasının konut fiyatları üzerinde doğrudan²² etkiye sahip olduğu kanallardır. Diğer kanallar ise para politikasının konut fiyatları üzerinde dolaylı²³ etkiye sahip olduğu kanallardır (Mishkin, 2007: 5).

Standart Neoklasik modellerde, sermayenin kullanım maliyeti sermaye talebinin önemli bir belirleyicisidir (Mishkin, 2007: 5). Merkez bankasının politika faizini düşürmesi, uzun vadeli faizlerin de düşme eğilimine girmesine yol açmaktadır. Daha önce de ifade edildiği gibi, bekleyişler hipotezi bağlamında uzun vadeli faizlerin belirlenmesinde kısa vadeli faizler ile kısa vadeli faizlere ilişkin bekleyişlerin önemli olduğu ifade edilmektedir. Bu bağlamda kısa vadeli faizler uzun vadeli faizlerin önemli bir belirleyicisi olmakla birlikte söz konusu etki para politikasına ilişkin beklentilere göre de farklılaşmaktadır (İnal, 2006: 14). Dolayısıyla merkez bankasının politika faizini düşürmesi, uzun vadeli faizlerin düşme eğilimine girmesine, konut talebinin

²² Doğrudan etki, faiz oranlarındaki değişimin konut fiyatlarını doğrudan etkilediği kanalları göstermektedir.

²³ Dolaylı etkide faiz oranlarındaki değişimin konut talebi ve arzı üzerinden konut fiyatlarını etkilediği kanalları göstermektedir.

yükselmesine ve bu bağı olarak konut yatırımlarının artmasına yol açmaktadır (Milcheva ve Sebastian, 2010: 3).

Sermayenin kullanım maliyetini²⁴ gösteren formül göz önüne alındığında para politikası kararlarının sermayenin kullanım maliyeti üzerinde önemli etkisi bulunan faiz oranlarını etkilemek suretiyle konut talebi üzerinde etkili olduğunu söylemek mümkündür. Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranların artırması uzun vadeli faizlerin yükselme eğilimine girmesine ve sermaye kullanım maliyetinin artmasına ve konut talebinin azalmasına yol açmaktadır. Konut talebinin azalması konut yatırımlarının azalmasına ve böylece toplam talebin düşmesine neden olmaktadır. Bu para politikası aktarım kanalında faiz oranı değişiklikleri ilgili formül üzerinden sermayenin kullanım maliyetini etkilemekte ve merkez bankaları tarafından kullanılan makroekonomik modellerde önemli bir yer tutmaktadır.

İlgili formülden hareketle, konut fiyatlarına ilişkin beklentilerde meydana gelen değişmelerin sermaye maliyetini ve dolayısıyla konut talebini etkilediğini söylemek mümkündür²⁵ (Case ve Shiller, 2003). Para politikası kararları sermayenin kullanım maliyeti üzerinde etkili olan konut fiyatlarına ilişkin fiyat beklentilerini değiştirerek konut talebini etkilemektedir. Bu bağlamda, konut fiyat beklentilerinin azalması sermaye kullanım maliyetinin artmasına ve bu yolla konut talebinin azalmasına yol açmaktadır.

Daraltıcı para politikası, faiz oranlarını artırarak sermaye kullanım maliyeti kanalıyla konut talebinin azalmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte ekonomik birimlerin para politikasının daraltılacağına ilişkin beklentileri konut fiyatlarının beklenen reel değerlenme oranını düşürebilmektedir. Sözü edilen bu düşüş, sermaye kullanım maliyetini artırarak konut talebinin azalmasına ve bu yolla konut yatırımlarının düşmesine yol açmaktadır. Bununla birlikte konut fiyat değerlemesini ölçmek zor olduğu için bu aktarım mekanizmasını değerlendirmek kolay değildir (Mishkin, 2007: 7-9).

²⁴ Sermayenin kullanım maliyeti, çeşitli faktörleri dikkate almakta ve $uc = ph [\{ (1-t)i - \pi_e \} - \{ \pi_{he} - \pi_e \} + \delta]$ şeklinde formülize edilmektedir. Formülde yer alan ph , yeni konut sermayesinin nispi alım fiyatını, t vergi oranını, i mortgage oranını, π_e beklenen enflasyon oranını, π_{he} konut fiyatının beklenen değer artışını, δ amortisman oranını temsil etmektedir. Bu durumda $\{ (1-t)i - \pi_e \}$ vergi sonrası reel faiz oranını, $\{ \pi_{he} - \pi_e \}$ konut fiyatlarının beklenen reel değer artışını göstermektedir (Mishkin, 2007:5). Formülde yer alan $\{ \pi_{he} - \pi_e \}$ terim, konut fiyatlarının beklenen reel değer artışını temsil etmektedir.

²⁵ Burada konut fiyatlarına ilişkin beklentilerdeki değişikliğin faiz oranı üzerinden ortaya çıkardığı etkiler göz önünde bulundurulmaktadır.

Para politikası ile belirlenen faiz oranları, konut inşaatının finansman maliyetinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu durum konut arz seviyesini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Dolayısıyla teorik olarak para politikası ile konut arzı arasında dolaylı bir ilişki söz konusudur (Bourne, 1981).

Konut yapımının nispeten hızlı olması, konut inşaatının finansman maliyetinde kısa vadeli faiz oranlarının etkili olmasına yol açmaktadır. Yeni konut inşa maliyetini artıran daraltıcı bir para politikası uygulaması, konut yatırımlarının azaltarak konut arzının düşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle kısa vadeli faiz oranları konut arzı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Mishkin, 2007: 9). Bununla birlikte daraltıcı bir para politikası uygulaması durumunda, faiz oranının artması konut dâhil olmak üzere sabit varlıklara yönelik talebin azalmasına yol açmaktadır. Konut fiyatlarının düşüş göstermesine yol açan bu durum konut yatırımlarını azaltarak konut arzı üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla faiz oranı değişiklikleri hem konut talebi üzerinden hem de inşaat finansman maliyetini üzerinden konut arzını etkilemektedir (Liu ve London, 2013).

Daha önceki açıklamalarda, Modigliani'nin yaşam döngüsü modelinde tüketimin hanehalkının yaşamı boyunca sahip olduğu kaynaklara bağlı olduğu belirtilmiştir. Konutun hanehalkı servetinin önemli bir bileşeni olması nedeniyle, yaşam döngüsü modeli çerçevesinde tüketim harcamaları üzerinde etkili olmaktadır. Genişletici bir para politikası uygulanması durumunda faiz oranlarındaki azalma, konut talebini teşvik ederek konut fiyatlarının artmasına yol açmaktadır. Konut fiyatlarındaki artış, hanehalkı portföyünde konutun ağırlığına bağlı olarak hanehalkı servetini artırmaktadır. Söz konusu artış, konut ve diğer varlıklara olan talebi yükselterek toplam tüketim harcamalarını arttırmaktadır (Mishkin, 1996b: 8). Bununla birlikte, konut fiyatları üzerinden işleyen tüketim etkisinin diğer varlıklarla kıyaslandığında daha etkin olduğu ifade edilmektedir. Söz konusu etkinlik ilk olarak, konut fiyatlarının diğer varlıklarla kıyaslandığında özellikle de hisse senedi fiyatlarına göre daha az oynak olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durum konut servetinin daha uzun ömürlü olmasına ve servetteki değişimin tüketim üzerinde daha fazla etkiye sahip olmasına yol açmaktadır. İkinci olarak, konut servetinin nüfus üzerindeki yaygınlığı diğer varlıklara göre daha fazladır. Söz konusu durum, konut servetindeki değişikliklerin tüketim üzerinde etkisini artırıcı etki yapmaktadır (Mishkin, 2007: 10).

Daha öncede ifade edildiği gibi, kredi piyasalarındaki en temel sorun, asimetrik bilgidir. Fon arz edenler, fon talep edenlerin krediyi geri ödeyecek kaynaklara sahip olup olmadığını veya borçlunun kredinin geri ödenme olasılığını azaltacak riskli davranışlarda bulunup bulunmayacağını bilemediğinden borç verme konusunda isteksiz olabilmektedirler. Böyle bir durumda teminat asimetrik bilgiden kaynaklı söz konusu sorunları azaltmaktadır. Zira teminat borçlunun krediyi temerrüde düşürmesi durumunda borç verenin zararlarını önemli ölçüde azaltmakta ve borçlunun aşırı riskli davranışlarda bulunmasını engelleyebilmektedir. Bu noktada parasal bir genişleme konut ve diğer varlıkların fiyatlarını artırarak teminat gösterilebilir varlıkların değerinde artışa yol açmaktadır. Bankanın kredi kayıplarını azaltan bu durum, bankanın daha fazla kredi vermesini sağlamaktadır. Kredi miktarındaki artış, konuta ve diğer varlıklara yönelik talebi artırmaktadır (Boivin vd. 2010; Mishkin, 2014).

2.3.4.2.2. Konut Fiyatları Aktarım Kanalları

Yukarıda bahsedildiği gibi, para politikası çeşitli kanallar aracılığıyla konut fiyatlarına etki etmektedir. Konut fiyatlarında meydana gelen bu değişim ise birtakım kanallar üzerinden reel ekonomiye aktarılmaktadır. Aktarım kanalları Şekil 1.3.'te görülmektedir.

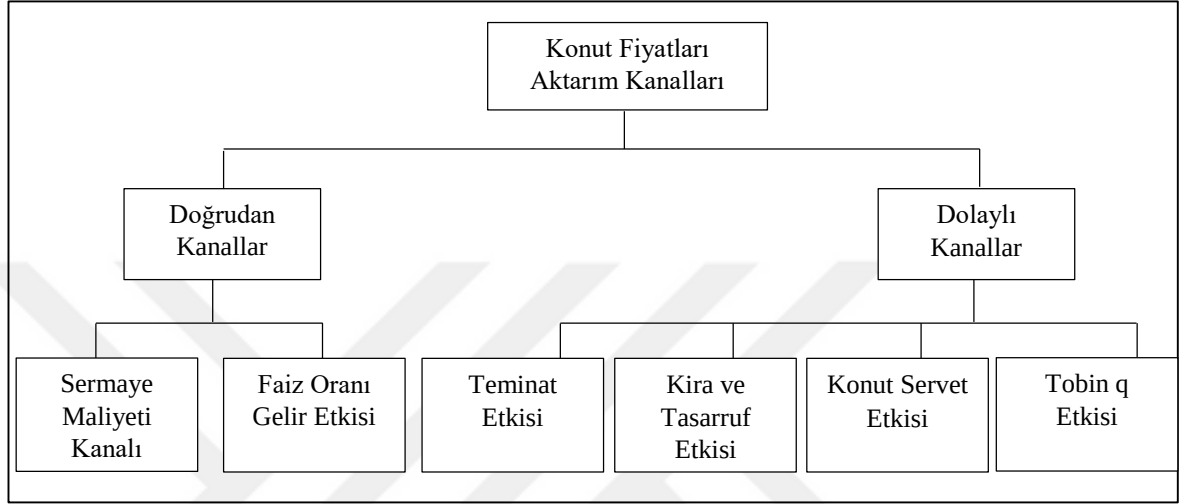
Şekil 1.3.'ten görüldüğü üzere konut fiyatları tüketim ve yatırım kararlarını üzerinde doğrudan²⁶ ve dolaylı²⁷ olarak etkili olmaktadır. Doğrudan etkili olduğu kanallar, sermaye maliyeti etkisi ile faiz oranı gelir etkisinden oluşmaktadır. Dolaylı etkide bulunduğu kanallar ise; konut servet etkisi, kira tasarruf etkisi, teminat etkisi ile tobin-q etkisidir. Bununla birlikte, sermaye maliyeti etkisi ile tobin-q etkisi konut yatırımı üzerinde etkili olurken diğer kanallar tüketim harcamaları üzerinde etkili olmaktadır.

Daha önce bahsedildiği gibi, genişletici bir para politikası uygulaması, kısa vadeli faiz oranlarının azalmasına ve buna bağlı olarak uzun vadeli faizlerin düşme eğilimine girmesine yol açmaktadır. Sermaye kullanım maliyetini azaltan ve konut talebini artıran söz konusu durum konut yatırımlarını ve böylece toplam talebi artırmaktadır. Bir diğer kanal faiz oranı gelir etkisi kanalıdır. Faiz oranı gelir etkisi, değişken mortgage kredisi

²⁶ Doğrudan etki, faiz oranlarındaki değişimin tüketimi doğrudan etkilediği kanalları göstermektedir (Ncube ve Ndou, 2011: 1).

²⁷ Dolaylı etki, faiz oranlarındaki değişimin konut talebi ve arzı üzerinden konut fiyatları ve konut servetini etkileyerek toplam harcamalar üzerinde etkili olduğu kanalları göstermektedir (Ncube ve Ndou, 2011: 1).

oranlarına sahip mevcut borçluların faiz gelirinden kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarının düşmesi, mortgage kredisi kullananların daha az geri ödeme yapmasına yol açarak, konut sahiplerinin harcanabilir gelirinin ve buna bağlı olarak harcama düzeylerinin artmasına yol açmaktadır (Milcheva ve Sebastian, 2010: 3).



Şekil 1.3. Konut Fiyatları Aktarım Kanalları

Kaynak: Stanimira Milcheva ve Steffen Sebastian, “Housing Channels of Monetary Policy Transmission in European Industrial and Transition Countries”, **European Real Estate Society**, No: 159, 2010, pp.28.

Konut servet etkisinde, reel konut fiyatlarındaki artışın bireylere yaşamları boyunca harcadacakları daha fazla varlık sağlaması söz konusudur. Servetteki bu artış, tüketim harcamalarını artırmaktadır (Elbourne, 2008: 67). Dolaylı teminat etkisinde, para politikasının kredi kanalı üzerinden tüketime aktarılması söz konusudur. Artan konut fiyatları teminatın değerini artırmakta ve bu durum bankanın daha fazla kredi vermesini sağlayarak toplam talebi artırmaktadır. Teminat etkisi, servet etkisinde olduğu gibi hanehalkı servetini artırmamaktadır. Dolayısıyla ömür boyu tüketimin değişmesini değil, tüketimin zamanlamasının değişmesini sağlamaktadır (Benito vd. 2006). Kira etkisinde, artan konut fiyatlarının kira ödemelerini artırarak kirada oturan hanehalkının harcanabilir gelirini azaltması söz konusudur. Bununla birlikte konut fiyatlarının artması, tasarrufların değerini nispi olarak azaltmaktadır. Böyle bir durumda konut sahibi olmak isteyen hanehalkı daha fazla tasarrufta bulunarak harcamalarını azaltmaktadır. Söz konusu etkiye tasarruf etkisi denilmektedir. Her iki etkide de, artan konut fiyatlarının toplam harcamaları azalttığı görülmektedir. Bu nedenle kira ve tasarruf etkisi negatif servet etkisi

olarak kanalı olarak da adlandırılmaktadır (Milcheva ve Sebastian, 2010). Konut piyasası için tobin'in q değeri, konutun piyasa değerinin konut yenileme maliyetine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Dolayısıyla konut fiyatlarının artması, konut yenileme diğer bir ifadeyle konut inşa maliyetini azaltarak q değerini artırmaktadır. Artan q değeri konut yatırımlarının artmasına yol açmaktadır (Guler, 2012: 43).

2.3.4.3. Döviz Kurları

Bretton Woods sisteminin çökmesi ve 1990'lı yıllarda meydana gelen finansal kriz tecrübeleri sabit döviz kuru sisteminin sürdürülemez olduğunu ortaya koymuştur. Esnek döviz kuru sistemine geçilmesinin en önemli dezavantajlarından biri ise döviz kurlarında volatilité ve belirsizliğe neden olmasıdır. Bununla birlikte döviz kurlarının ekonominin reel ve nominal kesimlerine ilişkin makroekonomik değişkenler üzerinde belirleyici bir niteliği sahip olması kurların yönetilmesini gerekli kılmıştır. Bu nedenle kurların yönetilmesi için para politikası ile döviz kurları arasındaki ilişkinin ortaya konması ve uygun para politikalarının belirlenmesi önem arz etmektedir.

Özellikle de gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının tam olarak gelişmemesine bağlı olarak döviz kuru ile merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları arasındaki ilişki daha önemli bir hal almıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının tam olarak gelişmemesi dövizin güvenli bir yatırım aracı olarak görülmesine yol açmakta ve döviz kurunun para politikası kararlarından en çok etkilenen varlıklardan biri olmasına neden olmaktadır (Kasapoğlu, 2007:1). Bu nedenle söz konusu ilişkinin niteliğinin ve yönünün ortaya konması ekonomide oluşan etkilerin analiz sürecinin kolaylaşmasına yardımcı olacaktır.

2.3.4.3.1. Para Politikasının Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi

Literatürde döviz kurlarının oluşumunu açıklayan çok sayıda teorik yaklaşım bulunmaktadır. Sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ve sermaye hareketlerinin sınırlı olduğu dönemlerde döviz kurunun oluşumunu açıklamada geleneksel yaklaşımlar kullanılmıştır. Geleneksel yaklaşımlar en genel haliyle dış ticaret dengesi yaklaşımı ile satın alma gücü paritesi yaklaşımlarından oluşmaktadır. Dış ticaret dengesi yaklaşımına göre, döviz kurunun belirlenmesinde en temel faktör dış ticaret dengesidir. Söz konusu yaklaşım doğrultusunda dış ticaret dengesinin açık vermesi durumunda döviz kurunun yükseleceği, dış ticaret dengesinin fazla vermesi durumunda ise döviz kurunun düşeceği

ifade edilmektedir. Dolayısıyla ihracat ve ithalat üzerinde etkili olan tüm faktörler aynı zamanda döviz kurunun oluşumunda da etkili olmaktadır. Satın alma gücü paritesi (SAGP) yaklaşımında döviz kurunun uluslararası fiyat farklılıkları tarafından belirlendiği ifade edilmektedir. İç ve dış enflasyon oranları ile döviz kurları arasında ilişki kurulan bu yaklaşım doğrultusunda iç enflasyon oranının dış enflasyon oranından yüksek olduğu durumlarda döviz kuru yükselirken iç enflasyon oranının dış enflasyon oranının düşük olduğu durumlarda ise döviz kuru düşmektedir (Bağcı, 2019: 326-327).

Söz konusu geleneksel yaklaşımlarda döviz kurunun oluşumunda faiz oranı değişkeni ihmal edilmiş ve bu durum döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımların oluşması için zemin hazırlamıştır. Bu bağlamda faiz oranı değişkeninin dâhil edildiği yeni veya modern olarak ifade edilen teorileri genel olarak Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı, Parasalcı Yaklaşım, Portföy Dengesi Yaklaşımı şeklinde ifade etmek mümkündür.

Faiz Haddi Paritesi²⁸ yaklaşımında, bir ülkenin faiz oranı ile diğer ülkenin faiz oranı arasındaki fark ile spot ve vadeli döviz kurları arasında ilişki olduğu ifade edilmektedir. Faiz oranı farklılıkları faiz arbitrajına olanak sağlamasının ötesinde spot ve vadeli piyasalarda döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Söz konusu yaklaşıma göre, spot piyasada faiz oranı düşük olan ülkenin ulusal parası vadeli piyasalarda primli iken, spot piyasada faiz oranı yüksek olan ülkenin ulusal parası vadeli piyasalarda iskontoludur. Bu doğrultuda eğer bir ülkenin faiz oranı spot piyasada yüksek ise, ulusal parasının değeri vadeli piyasalarda düşmektedir (Gacener, 2008: 9). Diğer bir ifadeyle, faiz oranı yüksek olan ülkenin parası ile kıyaslandığında faiz oranı düşük olan ülkenin ulusal parasının değeri vadeli piyasalarda faiz oranı farkı kadar artmaktadır. Faiz oranı yüksek olan ülkenin parası faiz oranı farkı kadar vadeli iskontoya neden olmaktadır (Gözen, 2018: 31).

²⁸ Faiz oranı paritesi yaklaşımı literatürde korumalı (güvenceli) ve korumasız (güvencesiz) olmak üzere iki farklı kategoride incelenmektedir.

Söz konusu teorik açıklamalar bir takım varsayımlar²⁹ üzerine inşa edilerek, by varsayımlar doğrultusunda ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıklarının eşitleneceği ifade edilmiştir.

Parasalcı Yaklaşım³⁰, döviz kurunun oluşumunda para politikası uygulamalarının önemine dikkat çekilmiştir. Bu yaklaşıma göre, döviz kuru para arz ve talebindeki değişikliklerle açıklanmaya çalışılmıştır. Para arzı merkez bankaları tarafından ayarlanan dışsal bir değişken olarak modele dâhil edildiği için para talebine büyük önem verilmiştir (Kapusuzoğlu ve Ceylan, 2018: 233). Söz konusu yaklaşımda para talebi reel gelir ve nominal faizin bir fonksiyonu olarak belirlenmektedir. Bu doğrultuda para talebi gelir düzeyinin artan, faiz oranının ise azalan bir fonksiyonudur. Diğer bir ifadeyle, reel gelirin artması para talebinin yükselmesine neden olurken faiz oranının yükselmesi ise para talebinin azalmasına yol açmaktadır. Para talebi sabitken, merkez bankasının genişletici bir para politikası uygulaması, diğer bir ifadeyle piyasadaki para stokunu arttırması iktisadi karar birimlerinin söz konusu para arz fazlasıyla ulusal ve uluslararası piyasalarda finansal ve reel varlık talebini³¹ arttırmalarına neden olacaktır. Bu durum döviz talebini arttırarak döviz kurunun yükselmesine ve faiz oranlarının düşmesine yol açar. Aynı koşullar altında para talebi sabitken merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulaması tam tersi etkilerle işleyerek döviz kurunun düşmesi ile sonuçlanmaktadır. Söz konusu işleyiş bir takım varsayımlar³² üzerine inşa edilerek denge döviz kurundaki değişmelerin analizi yapılmıştır.

Bununla birlikte parasalcı modelde denge döviz kurlarının oluşumunda gelecekteki döviz kuru beklentilerinin de önemli olduğu vurgulanmıştır. Yani bu modelde döviz kurları, arz ve talep koşullarının yanı sıra değişkenlerin gelecekte beklenen

²⁹ İlk olarak yurt içi ve yurt dışı varlıkların tam ikame olduğu varsayılmıştır. İkinci olarak, piyasaların etkin işlediği varsayılmaktadır. Son olarak, döviz kurunun vadeli piyasalarda beklenen değerinden sapmasına neden olacak bir maliyetin olmadığı varsayılmıştır. Bu durum piyasada alım satım işlemlerinden kaynaklı vergi oranı farklılıkları gibi bir maliyetin olmamasına yol açmaktadır.

³⁰ Esnek fiyatlı, Katı Fiyatlı ve Reel Faiz Oranları Farkı Yaklaşımı olmak üzere üç farklı kategoride incelenmektedir.

³¹ Bu durum, denge döviz kurundaki değişmelerin yalnızca para tarafından değil aynı zamanda varlık stokları tarafından belirlendiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla söz konusu yaklaşımda, varlık piyasası yaklaşımına geçilerek, döviz kurunun oluşumunda para ve diğer varlıkların rolü ön plana çıkarılmıştır.

³² Parasalcı modelde, fiyatların ve ücretlerin tam esnek olduğu, sermaye hareketlerinin tam serbest olduğu, yerli ve yabancı varlıklar arasında tam ikamenin olduğu, satın alma gücü paritesinin geçerli olduğu, para talebi fonksiyonunun istikrarlı olduğu şeklinde bir takım varsayımlar mevcuttur.

değerlerine göre de belirlenmektedir. Böyle bir durumda iktisadi karar birimleri tarafından döviz kurunda bir artış bekleniyorsa, söz konusu döviz cinsinden finansal ve reel varlıklara yönelik talebin artması söz konusudur.

Parasalcı modelin en önemli çıkarımlarından birisi, döviz kurlarındaki volatilité ve belirsizliklerin para arzını kontrol etmek suretiyle çözülebileceğidir. Yani bu yaklaşıma göre döviz kuru dengesizlikleri uygulanan para politikası ile giderilebilmektedir. Ancak yukarıda da ifade edildiği gibi söz konusu teorik çerçeve bir takım varsayımlar üzerine inşa edilmiştir. Yaklaşımda, para talebi fonksiyonunun istikrarlı olduğunun kabul edilmesi döviz kurlarındaki dengesizliklerin para politikası ile giderilebileceği beklentisine uygun sonuçlar elde edilmemesine yol açmıştır. Ayrıca finansal varlıklar arasında tam ikamenin kabul edilmesi ile SAGP ilişkin varsayımları nedeniyle eleştirilmişlerdir (Çağlar, 2003: 93-94).

Portföy Dengesi Yaklaşımına göre, döviz kurlarında meydana gelen günlük dalgalanmalar, yabancı varlıklara yönelik arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla döviz kuru yatırımcının portföy tercihleri doğrultusunda belirlenmektedir. Söz konusu yaklaşım doğrultusunda yatırımcının menkul değerlerin göreceli risk ve getirilerini hesaba katarak yatırım alternatiflerini oluşturduğu hesaba katıldığında, yabancı varlıklara yönelik arz ve talebi belirleyen tüm faktörler döviz kurunun belirlenmesinde etkili olmaktadır. Herhangi bir nedenle yabancı varlıklara yönelik talebin artması döviz kurunun artmasına yol açarken, yabancı varlıklara yönelik talebin azalması döviz talebinin azalmasına bağlı olarak döviz kurunda düşmeye yol açmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 171-173). Yukarıda ifade edildiği gibi parasalcı modelde, sermaye hareketlerine ilişkin işlem maliyeti ve vergiler gibi herhangi bir kısıtlamanın bulunmaması yerli ve yabancı varlıkların birbiriyle tam ikame olmasını sağlamaktadır. Böyle bir durumda risk priminin sıfır olduğu ve döviz kuru riskinin olmadığı ortaya koyulmaktadır. Ancak portföy dengesi yaklaşımında parasal modelin aksine reel ekonomik gerçekliklere uygun olarak işlem maliyeti, vergi yasaları, döviz kuru riski ve siyasi risk gibi birtakım gerekçelerden dolayı yerli ve yabancı varlıkların tam ikame olmadığı belirtilmektedir (MacDonald, 2007: 178-179).

Tüm bu teorik yaklaşımların ötesinde, uygulamada faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkinin çok yönlü ve karmaşık bir niteliğe sahip olduğu açıktır (TCMB,

2003). Bu durum faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkide literatürde bir görüş birliği sağlanamamasına neden olmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu, dışa açık bir ekonomide, yurtiçi faiz oranlarındaki bir artış, sermaye girişinin artmasına yol açarak ulusal paranın değerini artırmakta ve sonuçta döviz kurunun düşmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte faizin para talebinin belirleyicilerinden biri olması, faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin pozitif olmasına imkan vermektedir. Dolayısıyla ilk etkide faiz oranlarındaki artış, döviz kurunu düşürücü etkide bulunurken ikinci etkide ise artırıcı etkiye sahip olmaktadır. Nitekim yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarında söz konusu bu etki açıkça görülebilmektedir. Çalışmalarda faiz oranındaki artışın döviz kurunu artırdığı ve bunun aksine faiz oranındaki artışın döviz kurunu düşürdüğü şeklinde farklı ampirik bulgular elde edilmiştir³³.

Bununla birlikte faiz oranı ile döviz kuru arasındaki söz konusu karmaşık etkileşimde literatürde ilişkinin yönü konusunda da bir görüş birliği bulunmamaktadır. Literatürde faiz oranından döviz kuruna doğru nedensellik ilişkisinin bulunduğu çalışmaların yanı sıra döviz kurundan faiz oranına doğru nedenselliğin tespit edildiği çalışmalar da mevcuttur³⁴. Buna ilaveten söz konusu değişkenler arasında çift yönlü nedenselliğin varlığını raporlayan çalışmalar da mevcuttur³⁵.

Bahsi geçen söz konusu durumlar, faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin ve buna bağlı olarak ekonomide oluşan etkilerin analiz sürecini zorlaştırmaktadır. Bununla birlikte söz konusu ilişkinin niteliğini ortaya koymak uygulanacak iktisat politikalarının etkinliği açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda söz konusu ilişkinin niteliğinin ortaya konulması uygulanacak para politikaları amaçları ile kullanılacak para politikası araçlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır.

2.3.4.3.2. Döviz Kuru Aktarım Kanalları

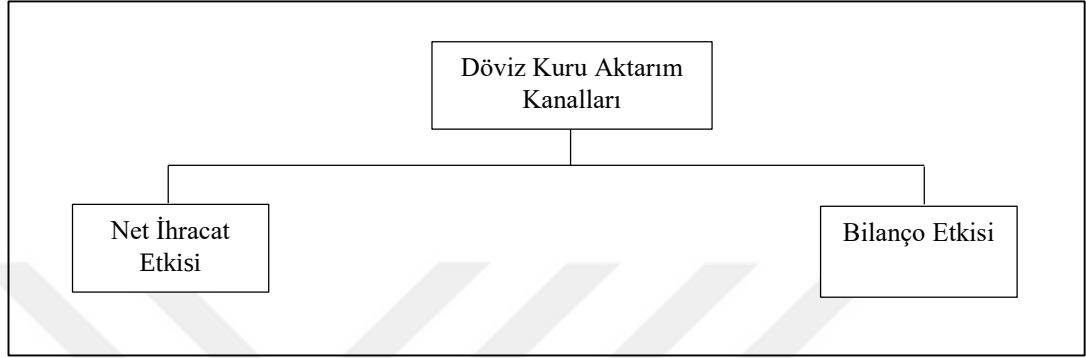
Yukarıda bahsedildiği gibi, para politikası kararları döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler ise net ihracat ve bilanço etkisi

³³ Faiz oranındaki artışın döviz kurunu arttırdığı Bredin ve O'reilly (2004) ve Berument (2007) faiz oranındaki artışın döviz kurunu düşürdüğü Fair (1982) ve Bjornland (2008) çalışmalara bakılabilir.

³⁴ Faiz oranından döviz kuruna doğru nedensellik ilişkisinin tespit edildiği Karahan ve Çolak (2017) ve Şentürk ve Dücan (2014) döviz kurundan faiz oranına nedensellik ilişkisinin tespit edildiği Gül vd., (2007) Demirgil & Karaca (2017) çalışmalara bakılabilir.

³⁵ Çift yönlü nedensellik ilişkisinin tespit edildiği Sarı (2018) ve Sekmen ve Ravanoğlu (2017) çalışmalara bakılabilir.

üzerinden reel ekonomik değişkenleri etkilemektedir. Özellikle de esnek döviz kuru rejimi altında ve sermaye hareketlerinin faiz esnekliğinin yüksek olduğu bir ortamda uygulanan para politikasının döviz kuru ve bu yolla reel ekonomik değişkenleri etkileme gücü artmaktadır.



Şekil 1.4. Döviz Kuru Aktarım Kanalları

Kaynak: Birgül Cambazoğlu, H. Simay Karaalp, “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 19, Sayı 2, 2012.

Şekil 1.4.’ten de görüldüğü üzere, döviz kuru reel ekonomik değişkenleri iki farklı kanal üzerinden etkilemektedir. İlk olarak esnek döviz kuru rejimi altında döviz kuru değişimleri net ihracatı etkileyerek reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. Net ihracat etkisinde genişletici bir para politikası uygulaması, yurtiçi reel faiz oranlarını düşürerek ulusal para cinsinden mevduat tutmanın alternatif maliyetini artırmaktadır. Yabancı para cinsinden mevduat tutmayı daha cazip hale getiren bu süreç, dövize olan talebi artırarak ulusal paranın değer kaybetmesine ve döviz kurunun yükselmesine yol açmaktadır. Döviz kurundaki bu artış, yurtiçinde üretilen malları yabancı mallara göre daha ucuz hale getireceğinden net ihracat miktarını yükselterek toplam hasılayı artırmaktadır. Söz konusu artışın etki gücü, nominal kurlardaki bu değişikliğin reel döviz kuruna yansımaları oranında olmaktadır (TCMB, 2014: 7). Daraltıcı bir para politikası ise tam tersi etkilerle çalışarak döviz kurunun düşmesine ve bu yolla net ihracatın azalarak toplam hasılanın düşmesine yol açmaktadır. Bununla birlikte, döviz kuru değişimleri girdi maliyetlerini değiştirerek enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Özellikle de ithal girdiye bağımlılığın yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru değişimlerinin enflasyon üzerindeki etkisi daha büyük olmaktadır.

Döviz kuru değışikliklerinin toplam talep üzerindeki bir diğeri önemli etkisi, hanehalkı ve firmaların bilançolarını etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Özellikle de gelişmekte olan ülkelerde hanehalkı ve firmaların borçlarının önemli bir kısmının döviz cinsinden oluşması bilanço etkisinin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini artırmaktadır. Genişletici bir para politikası uygulaması, döviz kurunu artırarak hanehalkı ve firmaların borç yükümlülüğünün artmasına zemin hazırlamaktadır. Söz konusu bu durum hanehalkı ve firmaların borç-varlık oranını etkileyerek net servetlerinin azalmasına ve bu yolla asimetrik bilgidan kaynaklanan sorunların artmasına neden olmaktadır. Kredi bulma olanaklarını azaltan bu durum yatırım harcamalarını azaltarak toplam hasılayı düşürmektedir (Mishkin, 2001: 7-8). Dolayısıyla döviz kuru değışmeleri bilanço etkisiyle harcama ve borçlanma davranışları üzerinde önemli değışikliklere yol açmaktadır.

Uygulanan döviz kuru rejimleri ile ekonominin dışa açıklık derecesi döviz kuru aktarım kanalının etkinliği üzerinde etkilidir. Esnek döviz kuru rejimi altında para politikasının döviz kuru aracılığıyla reel ekonomik değışkenler üzerindeki etkisi artarken, sabit döviz kuru rejiminde para politikasının etkinliği önemli ölçüde azalmaktadır. Bununla birlikte ekonominin dışa açıklık derecesinin artması döviz kuru kanalının etkinliğini artırmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASINDA VARLIK FİYATLARININ ROLÜ

Bir önceki bölümde para politikasının parasal aktarım mekanizmaları aracılığıyla reel ekonomik değişkenler üzerinde kısa dönemli etkilere sahip olduğu ifade edilmişti. Çalışmanın bu bölümünde ise, merkez bankalarının politika oluşturma sürecine varlık fiyatlarını dahil edip etmemesi gerektiğine ilişkin teorik tartışmalara ve ampirik literatüre yer verilmektedir. Bununla birlikte söz konusu teorik tartışmaların ötesinde tarihsel süreçte varlık fiyat balonlarından kaynaklanan krizler ekseninde, para politikası ve varlık fiyatları ilişkisine yönelik genel değerlendirmelerde bulunulmuştur.

1. PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI İLİŞKİSİNE YÖNELİK TEORİK TARTIŞMALAR

Varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarında sistematik bir role sahip olup olmaması gerektiğine ilişkin tartışma 1980’lerin Japon varlık fiyat balonu ve 1990’ların ABD borsa balonu tecrübesiyle tartışılmış olup 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte yeniden gündeme gelmiştir. 2008 Küresel Finansal Krizinden önce Federal Reserve (FED)’in krizden önce bol likidite ve düşük faiz oranlarını kapsayan genişletici para politikası konut sektörüne yönelik denetimsiz ve yüksek kredi politikasının oluşumuna zemin hazırlamıştır. FED’in 2001-2005 döneminde uyguladığı söz konusu politika sonucunda 2003-2006 döneminde konut fiyat balonları oluşmaya başlamıştır. Söz konusu süreç 2006 yılında konut fiyat balonun patlamasıyla tersine dönmüştür. Bu durum FED’in kriz öncesinde izlediği para politikası nedeniyle eleştirilmesine yol açarak krizin oluşumunda merkezi bir rolü olduğuna ilişkin görüşlerin artmasına neden olmuştur (Taylor, 2007; Shiller, 2008; Bernanke, 2009; Holt, 2009).

2008 Küresel Finansal Krizinden önce bol likidite ve düşük faiz oranlarını kapsayan genişletici para politikasının konut fiyat balonlarının oluşumunda önemli bir makroekonomik güç olarak ortaya çıkması ve konut fiyatlarındaki söz konusu değişikliklerin makroekonomik görünümle birlikte finansal istikrarsızlığa yol açması merkez bankalarının finansal istikrarı sağlaması açısından “varlık fiyatlarını dikkate alması” gerektiği fikrini yeniden gündeme getirmiştir. Ancak merkez bankalarının para politikası araçlarını varlık piyasalarında finansal istikrara katkıda bulunmak için kullanıp kullanmaması gerektiği konusunda tartışmalar mevcuttur.

Literatürde para politikasının varlık fiyat hareketlerine cevap verip vermemesi gerektiğine ilişkin çeşitli argümanlar bulunmaktadır. Söz konusu argümanlar, para politikasının varlık fiyat hareketlerine ne ölçüde yanıt vermesi gerektiğine ilişkindir. Geleneksel merkez bankacılığı yaklaşımına göre, varlık fiyat hareketleri para politikasını yalnızca enflasyonist baskı oluşturduğu durumda etkilemelidir. Dolayısıyla geleneksel merkez bankacılığı yaklaşımında, para politikasının varlık fiyat hareketlerine ek bir yanıt olmamalıdır. Bu bakımdan varlık fiyat balonlarının para politikasının doğrudan bir hedefi olmadığı ifade edilmektedir (Bernanke ve Gertler 1999). Merkez bankaları doğrudan finansal istikrarı sağlama amacıyla olmadıkları için para politikasının düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine ulaşmaya odaklanması gerektiği savunulmaktadır. Merkez bankalarının bir balonun oluşum sürecinde tamamen pasif olması gerektiği ve yalnızca varlık fiyat balonunun patlamasından sonra makroekonomik erimeyi önlemek için sisteme likidite enjekte etmesi gerektiği üzerinde durulmaktadır (Bernanke ve Gertler 1999, Mishkin 2001, Gilchrist ve Leahy 2002, Eichengreen vd., 2011). Bu görüş altında, düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine ulaşan merkez bankalarının varlık fiyat balonlarının oluşumunu engellediği ve fiyat istikrarının finansal istikrara katkıda bulunduğu belirtilmektedir (Bordo ve Wheelock 1998, Bernanke ve Gertler 1999, 2001; Claudio ve Lowe, 2002 Özatay, 2012: 53).

Para politikasının varlık fiyat hareketlerine doğrudan cevap vermemesi gerektiğine ilişkin yaklaşım bir takım teorik gerekçelerle temellendirilmiştir. Söz konusu gerekçelerden ilki varlık fiyat hareketlerinin yorumlanmasının zor olmasıdır. Örneğin Shiller (2000) 1980'lerde ve 1990'larda artan hisse senedi fiyatlarının, ekonomik temellere dayanmayan spekülasyon bir balon olduğunu savunurken, Pástor ve Veronesi (2006), aksine bunun spekülasyon bir balon olmadığını iddia etmektedirler. Böyle bir durumda ise varlık fiyatlarının para politikası için resmi bir rehber olamayacak kadar belirsiz olduğu ifade edilmektedir (Kennedy vd. 1998: 4). Para politikasının varlık fiyat hareketlerine doğrudan cevap vermemesi gerektiğine ilişkin ifade edilen ikinci gerekçe, merkez bankalarının varlık fiyat balonlarını kesin olarak belirlemesinin zor olduğu hususudur. Böyle bir durumda merkez bankalarının yanlış tanımlanmış balonlara vereceği herhangi bir tepkisi düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme sürecini engelleyebilmektedir (Mishkin, 2008). Bir diğer gerekçe, merkez bankalarının piyasalar

üzerinde karşılaştırmalı bir üstünlüğünün olmamasıdır. Söz konusu husus, merkez bankalarının bir varlığın temel değeri üzerine güvenilir sonuçlara ulaşmasını engellemektedir. Bir diğer ifadeyle, söz konusu varlık fiyat hareketinin varlığın temel değeri ile ilişki olup olmadığını belirleyememektedir. Bu durum para politikası araçlarının varlık fiyat balonlarını özellikle de spekülasyon balonları önlemede yetersiz kalmasına yol açmaktadır (Sing ve Pattanaik, 2012: 168). Son olarak varlık fiyatlarının toplam talebi etkileyen diğer değişkenlerden farklı olmadığı belirtilmiştir. Dolayısıyla merkez bankaları söz konusu varlık fiyat hareketlerinin toplam talep üzerindeki etkileri nedeniyle toplam talep seviyesini yöneterek düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine ulaşmalıdır (Aklan ve Çınar, 2015: 29).

Özetle, tüm bu teorik gerekçeler altında merkez bankalarının varlık fiyat hareketlerine doğrudan cevap vermemesi gerektiği ifade edilmiştir. Merkez bankalarının olası bir balonu ortadan kaldırmak için uyguladığı bir politika, politika araçlarının yetersiz olması nedeniyle düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerinden sapmaya yol açacaktır. Nitekim enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankaları nominal faiz oranlarını kullanarak enflasyon oranı ve üretim düzeyini etkileyebilmektedir. Böyle bir durumda artan varlık fiyatlarını kontrol altına almayı amaçlayan bir faiz oranı hareketi toplam talebin azalmasına yol açarak üretim düzeyinin potansiyel seviyesinin altında kalmasına ve enflasyon oranının hedeflenen değerinden sapmasına neden olacaktır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankaları bir enflasyon hedefi belirledikleri ve bunu ilan ettiklerinde, bu hedefi sınırlar içerisinde tutmaya yönelik politikalar uygulamaktadırlar. Enflasyona ilişkin söz konusu hedef, merkez bankalarının fiyat istikrarına ilişkin taahhütleri olduğundan ilgili enflasyon hedefi iktisadi birimlerin enflasyona ilişkin beklentilerinin çarpılmasında önemli rol oynamaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejimi altında varlık fiyatlarını kontrol altına almayı amaçlayan bir faiz oranı hareketi para politikasının etkinliğini azaltarak enflasyon beklentilerinde istikrarsızlığa yol açabilir (Gregorio, 2010: 145). Ayrıca merkez bankaları varlık fiyatlarındaki değişimlerin ne kadarının balon ne kadarının balon olmadığını bilemediklerinden ve merkez bankalarının varlığın temel değeri üzerine güvenilir sonuçlara ulaşmada karşılaştırmalı bir üstünlükleri olmadığından dolayı balonun varlığı ile ilgili bir belirsizlik söz konusu olmaktadır. Böyle bir durumda para politikasıyla varlık

fiyatlarına müdahale etmek, kaynak tahsisinde varlık fiyatlarının rolünü engelleyebilmektedir (Singh ve Pattanaik, 2012: 171). Çünkü varlıkların kaynak tahsisi üzerinde etkili olduğu ve temel değerindeki sapmaların kaynak tahsisi üzerinde istenmeyen etkilere yol açabileceği belirtilmiştir (Genberg, 2001: 23). Dolayısıyla merkez bankaları, varlık fiyatlarına ancak para politikasının temel hedefleri olan büyüme ve enflasyon üzerindeki etkileri kadar cevap vermelidir (Kohn, 2008).

2008 krizinin ekonomilere maliyetinin çok yüksek olması ve krizle birlikte fiyat istikrarının daima finansal istikrarı garanti etmeyeceğinin anlaşılmasıyla birlikte finansal istikrarsızlık, para politikası stratejisinin oluşturulmasında merkezi bir sorun haline gelmiştir (Furlanetto, 2011:98). Bu dönemden sonra merkez bankalarının görev ve sorumlulukları ile yetki ve uygulamaları tartışma konusu olmuştur. Küresel finansal krizin ortaya çıkmasının ana nedeni olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının finansal istikrarı göz ardı etmeleri gösterilmiştir. Örneğin FED, 2003-2007 arasında uyguladığı para politikası ile enflasyonu düşük seviyelerde tutmasına rağmen borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının yüksek seviyede artmasına yol açarak finansal istikrarın bozulmasına sebebiyet vermiştir (Başçı, 2010). Kriz öncesi dönemde merkez bankalarının düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine odaklanarak varlık fiyat balonlarını göz ardı ettiği belirtilmektedir (Gali, 2011). Bu bağlamda krizden çıkarılması gereken en önemli sonuç merkez bankalarının finansal sistemde oluşan riskleri ve varlık fiyat balonlarını göz önüne almasıdır (Kara, 2012: 10).

Geleneksel yaklaşımın ötesine geçen bu bakış açısı merkez bankalarının varlık fiyat hareketlerine sistematik olarak cevap vermesi gerektiğini savunmuştur (Kent ve Lowe 1997, Smets 1997, Cecchetti vd. 2000, Bordo ve Jeanne 2002, Borio ve Lowe 2002a, Roubini 2006, Semmler ve Zhang 2007, Akram ve Eitrheim 2008). Bu yaklaşıma göre, enflasyonu belirli bir hedef seviyesinde dengelemeyi amaçlayan bir merkez bankası enflasyon hedefine ulaşmak için para politikası araçlarını sadece düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine göre değil aynı zamanda varlık fiyatlarına göre de ayarlayarak başarı sağlayabilir. Bu bağlamda merkez bankaları balon oluşması halinde tüm varlık fiyatlarına tepki vermelidir (Cecchetti vd. 2000: 59). Bu görüş altında varlık fiyatlarının para politikası kararlarında yönlendirici sinyaller verebileceği belirtilmektedir. Nitekim varlık fiyatlarının enflasyonun önemli bir göstergesi olduğu

ifade edilmektedir. Bu bakımından varlık fiyatları para politikasının uygulanması için önemli göstergelerdir. Schinasi (1994), Goodhart ve Hofmann (2000, 2001) ve Christoffersen ve Schinasi (2003) varlık fiyatları ile TÜFE arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve özellikle de konut fiyatlarının enflasyonun öngörülmesinde önemli bir belirleyici araç olduğunu iddia etmektedirler. Bu nedenle varlık fiyatları politika eylemlerinin uygunluğu ve etkinliğini değerlendirmek için yararlı olabilirler (Smets, 1997:10).

Geleneksel yaklaşımın ötesine geçen bu bakış açısına göre, varlık fiyat istikrarı merkez bankaları için önemli bir hedef olmalıdır. Ancak bu durum merkez bankalarının varlık fiyatlarını doğrudan hedeflemesi veya varlık balonlarını patlatmaya çalışması gerektiği anlamına gelmemektedir. Merkez bankaları böyle bir durumda varlık fiyatlarındaki aşırı artışlara karşı faiz oranlarını ayarlayarak tepki vermelidir. Merkez bankasının bu tutumu, düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine katkıda bulunacaktır (Cecchetti vd. 2000: 35). Bu anlayış uyarınca fiyat istikrarını sağlamakla mükellef olan merkez bankalarının aşırı kredi genişlemesi veya varlık fiyatlarında ani bir artış olması halinde sıkı para politikası uygulayarak finansal istikrara katkıda bulunabileceği düşünülmektedir.

Bunlara ilaveten, merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki tüm değişikliklere aynı şekilde cevap vermemesinin gerekli olduğu savunulmaktadır. Varlık fiyatlarına uygun tepkinin balonun altında yatan şoka bağlı olması nedeniyle politika tepkilerinin gerçekleştirilmesinde belirli bir kuralın izlenmesinin gerekli olduğu belirtilmektedir (Genberg, 2001). Bu bağlamda sonuç olarak üretimi ve enflasyonu dengelemek isteyen bir merkez bankası mutlaka varlık fiyat balonlarını dikkate almalı ve varlık fiyatlarında oluşabilecek balonları önleyerek finansal kırılganlığı azaltmaya katkıda bulunmalıdır. Böylelikle merkez bankalarının sisteme proaktif politikalarla dâhil olması gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan bu sonuç ikna edici olmakla birlikte uygulamada bazı zorluklar vardır. Öncelikle merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki artışın yanlış beklentilere dayanıp dayanmadığını, finansal ve makroekonomik görünüm için tehdit oluşturup oluşturmadığını belirlemesi zordur. Bununla birlikte para politikası aktarım mekanizmasındaki gecikmelerin varlığı uygun politikanın belirlenmesini zorlaştırmaktadır (Bean, 2004).

2008 krizinin ardından kriz öncesi yaklaşımın uygunluğuna ilişkin gerekçeler de önemini korurken, bu durum para politikasının varlık fiyat hareketlerine daha duyarlı hale getirilmesinin gerekliliğini ortaya çıkar mıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankaları faiz oranlarını belirlerken varlık fiyatlarını da içerecek şekilde ayarlamaları gerekmektedir. Politika oluşturma sürecine varlık fiyatlarının da dâhil edilmesi istikrarlı büyüme hedefine katkı sağlayarak varlık fiyatlarında meydana gelen keskin artışların engellenmesini sağlamaktadır.

Bu sonuç doğrultusunda merkez bankaları fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da ana hedef olarak görmeye başlamış ve finansal istikrarı korumak modern merkez bankacılığının temel fonksiyonu haline gelmiştir. Ancak finansal sistemin istikrarını sağlamak için yalnızca olumlu bir makroekonomik ortam sağlamak kendi başına yeterli olmayıp aynı zamanda finansal kurumların da sağamlılığını korumak gereklidir. Bu nedenle de finansal istikrar üzerinde yalnızca merkez bankası değil düzenleyici ve denetleyici otoritelerin de etkisi büyüktür. Dolayısıyla kriz sonrası süreçte finansal istikrar, fiyat istikrarı ile birlikte merkez bankalarının ana hedefi de olsa merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak için fiyat istikrarı üzerinde olduğu gibi aynı etki gücüne sahip olmadığı not edilmelidir (Shiratsuka, 2001). Ayrıca varlık fiyat balonlarını hedefleyen doğrudan başarılı bir araç bulunmadığı için merkez bankaları bir balonu sıkıştırarak makroekonomik istikrarsızlık yaratabilir ve güvenirliliğini bozabilir. Bu bağlamda merkez bankalarının finansal istikrar üzerinde etkili olabilmesi için varlık fiyatlarının para politikası araçlarına nasıl tepki vereceği konusunda güvenilir tahminlerde bulunması önemlidir.

2. PARA POLİTİKASI VE VARLIK FİYATLARI İLİşKİSİNE YÖNELİK AMPİRİK LİTERATÜR

Para politikası ve varlık fiyatları ilişkisini ele alan çalışmalar, araştırma kapsamında ele alınan ülkeler, çalışmada kullanılan değişkenler ve analiz yöntemi gibi çeşitli açılardan sınıflandırılabilir. Çalışmaların kapsadığı ülkeler bakımından, tek bir ülkeyi ele alan çalışmaların yanında birden fazla ülkenin ele alındığı çalışmalar da mevcuttur. Metodolojik bakış açısına göre ise, literatürde vektör otoregresif modellerin (VAR) yoğunlukta olduğu görülmektedir. İlgili literatürün bu yöntemlerin hakimiyeti altında olması, VAR modellerinin işel-dışsal değişken ayrımı yapmaksızın analize

imkan tanınmasından kaynaklanmaktadır (Sims,1980). Çünkü ele alınan değişkenler bakımından, varlık fiyatları para politikası kararlarından etkilenirken, para politikası da varlık fiyatlarından etkilenebilmektedir. Bu nedenle içsel-dışsal değişken seçiminde sorunlar ortaya çıkmaktadır.

Para politikası kararları dışında makroekonomik görünüm ve risk tercihlerindeki değişiklikler gibi bazı faktörler aynı anda hem politika kararlarını hem de varlık fiyatlarını etkileyebilmektedir. Bu nedenle varlık fiyatlarının politika kararlarına tepkisinin ölçülmesinde olay çalışması³⁶ yöntemi de kullanılmaktadır. Olay çalışması yönteminde varlık fiyatları para politikası açıklamalarından hemen sonra karşılaştırılıp, ortaya çıkan değişiklikler parasal sürprizlerle ilişkilendirilmektedir. Olay çalışması yöntemine alternatif olarak Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) yöntemi³⁷ de kullanılmaktadır. GMM yöntemi ise olay çalışması yöntemine göre daha zayıf varsayımlar gerektirdiğinden daha güvenilir sonuçlar vermesi bakımından önemlidir.

Çalışmalarda kullanılan değişkenler incelendiğinde, çoğunlukla iki farklı para politikası değişkeni üzerindeki ilişkilerin ele alındığı görülmektedir. İlk olarak para politikası değişkeni olarak toplam likidite kullanılmakta ve toplam likiditenin varlık fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmaktadır (Aoki vd. 2002, Jarocinski ve Smets 2008, Koivu 2010, Darıcı 2018). İkinci olarak para politikası değişkeni olarak faiz oranı kullanılmakta ve faiz oranı kararlarının varlık fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmaktadır (Tsatsaronis ve Zhu 2004, Rigobon ve Sack 2004, Özdemir ve Otluoğlu 2015, Kolcu ve Yamak 2018). Faiz oranı kararları tümüyle para otoritelerinin kontrolünde olduğu için ikinci durumda para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkisine doğrudan odaklanılmaktadır. Bu nedenle literatürde para politikası değişkeni olarak faiz oranı değişkenini kullanan çalışmalara daha sık rastlamak mümkündür.

Varlık fiyatları göstergesi bakımından ise konut fiyat endeksi, hisse senedi fiyat endeksleri, döviz kuru, tahvil-bono faizleri gibi çeşitli değişkenlerin kullanıldığı görülmektedir. Bununla birlikte para politikası varlık fiyat ilişkisi ele alınırken, para

³⁶ Detaylı bilgi için olay çalışması yaklaşımını kullanan Gürkaynak vd. (2005)

³⁷ Detaylı bilgi için Rigobon ve Sack (2004).

politikasındaki değişikliklerin varlık fiyat balonlarına neden olup olmadığını araştıran çalışmalar da bulunmaktadır.

2.1. Para Politikası ve Hisse Senedi Fiyatları İlişisine Yönelik Ampirik Literatür

Para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ele alan ampirik çalışmaların bulguları, para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde en azından kısa dönemli etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Daraltıcı bir para politikası hisse senedi fiyatlarını düşürmekte, genişletici bir para politikası ise hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır. Dolayısıyla para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. Ancak para politikasının hisse senedi fiyatlarını hangi kanallar aracılığıyla etkilediğine yönelik literatürde bir görüş birliği bulunmamaktadır. Para politikası dışında hisse senedi fiyatına etki eden makroekonomik ve işletme içi faktörlerin para politikası ile yakından etkileşim içinde olması söz konusu ilişkinin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğine yönelik ilişkinin anlaşılmasını zorlaştırmaktadır.

ABD ekonomisinde para politikası ve hisse senedi fiyatları ilişkisini inceleyen çalışmalardan Thorbecke (1997), FED'in para politikasının hisse senedi getirileri üzerinde önemli etkilere sahip olduğunu ve daraltıcı bir para politikasının hisse senedi getirilerinde düşüşe yol açtığını tespit etmiştir. Ayrıca çalışmada söz konusu etkinin küçük ölçekli işletmeler için daha güçlü olduğu ifade edilmiştir. Yine ABD için yapılmış bir başka çalışmada Rigobon ve Sack (2003), hisse senedi getirilerinin para politikası kararlarından etkilendiği sonucuna varmıştır. Bununla birlikte söz konusu çalışmada hisse senedi getirilerinin para politikası değişikliklerine tepkisinin ters yönlü olduğu ifade edilmiştir. Aynı çalışma Rigobon ve Sack (2004) tarafından alternatif bir yöntem kullanılarak tekrarlanmıştır. Çalışma sonucunda daraltıcı bir para politikasının hisse senedi fiyatlarında düşmeye yol açtığı tespit edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuç, kısa vadeli faizlerin piyasa faizleri üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. ABD ve Kanada için yapılmış bir diğer çalışmada Li vd. (2010), daraltıcı bir para politikasının hisse senedi fiyatlarında azalmaya yol açtığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca çalışmada daraltıcı bir para politikasına ABD hisse senedi fiyatlarının Kanada hisse senedi fiyatlarına göre verdiği tepkinin nispeten daha büyük olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte ABD'de para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin daha kalıcı olduğu raporlanmıştır. Para politikasının boğa ve ayı piyasa koşullarına göre

hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini araştıran Jansen ve Tsai (2010) negatif parasal şokların hisse senedi fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskılar yarattığını ve ayrıca birçok sektör için bir ayı piyasasında sürpriz para politikası eylem etkisinin boğa piyasasındaki sürpriz politika etkisinden önemli ölçüde büyük olduğunu ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte fiyatların düşme eğiliminde olduğu dönemlerde hisse senedi getirilerinin para politikası değişikliklerine daha duyarlı olduğunu göstermişlerdir. ABD için yapılmış bir diğer çalışmada Bjørnlanda ve Jacobsen (2012) benzer sonuçları raporlayarak daraltıcı bir para politikasının hisse senedi fiyatlarını anında düşürdüğünü tespit etmiştir. Ayrıca çalışmada para politikası konut fiyatları kanalının hisse senedi fiyatları kanalına göre daha etkin olduğu sonucuna varılmıştır. Blot vd. (2018) ise çalışmalarında genişletici bir para politikasının hisse senedi fiyat balonlarına yol açma riski taşıdığını ortaya koymuştur.

Çin ekonomisinde para politikası ve hisse senedi fiyatları ilişkisini ampirik olarak inceleyen çalışmalara bakıldığında Laurenceson ve Hui (2010), para politikasının varlık fiyatları üzerinde özellikle de hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu tespit etmiştir. Yine Çin ekonomisi için yapılmış bir diğer çalışmada Koivu (2010), para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde önemli etkilere sahip olduğunu vurgulamıştır. Çalışmada, genişletici bir para politikasının hisse senedi fiyatlarında artışa yol açtığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte çalışmada hisse senedi fiyatlarına ek olarak genişletici bir para politikasının konut fiyatlarında artışa yol açtığı raporlanmıştır. Aktarım mekanizması çerçevesinde, söz konusu etkilerin hane halkı tüketimini artırıcı yönde etki yaptığı ancak bu etkinin oldukça zayıf olduğu sonucuna varılmıştır. Yao vd. (2013), para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde hemen hemen hiçbir etkisinin bulunmadığını ortaya koymuşlardır. Bu duruma Çin’li yatırımcıların irrasyonel ya da spekülatif davranışlarının neden olduğunu ifade etmişlerdir.

Avrupa ekonomisinde para politikası ve hisse senedi fiyatları ilişkisini ampirik olarak inceleyen çalışmalara bakıldığında Bohl vd. (2008), Avrupa Merkez Bankası’nın beklenmedik faiz oranı kararlarının hisse senedi fiyatları üzerinde önemli etkileri olduğunu tespit etmişlerdir. Faiz oranındaki düşüşün hisse senedi fiyatlarını artırdığını ve söz konusu etkinin faiz artırımını gerçekleştirdiği gün hemen ortaya çıktığını raporlamışlardır. Sousa (2010), para politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde önemli etkilere sahip

olduğunu ortaya koymuştur. Çalışmanın sonucunda para politikası daralmasından sonra hem finansal varlık fiyatlarının önemli ölçüde düştüğü görülmüştür. Ayrıca para politikası etkilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin kısa süreli olduğu tespit edilmiştir. Euro bölgesi için yapılmış bir diğer çalışmada Stoica ve Diaconasu (2012) para politikası ile hisse senedi fiyatları arasındaki uzun vadeli ilişkinin yalnızca Hollanda, Fransa, Finlandiya ve İtalya için geçerli olduğunu tespit etmiştir. Söz konusu ülkelerde hisse senedi fiyatlarının para politikasına verdiği tepkinin güçlü ve negatif olduğu belirtilmiştir.

Türkiye ekonomisinde para politikası ve hisse senedi fiyatları ilişkisini ampirik olarak inceleyen çalışmalara bakıldığında Duran vd. (2010), politika faizindeki artışın hisse senedi fiyatlarında düşmeye yol açtığını tespit etmişlerdir. Çalışmanın bulguları sektörel bazda ele alındığında ise politika faizlerindeki artıştan en çok etkilenen sektörün mali sektör olduğu, en az etkilenen sektörün ise bilişim sektörü olduğu ifade edilmiştir. Türkiye için yapılmış bir diğer çalışmada benzer sonuçları raporlayan Şahin (2011), politika faizindeki artışın hisse senedi fiyatlarında düşmeye yol açtığını ifade etmiştir. Çalışmanın bulguları şirket bazında değerlendirildiğinde para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin farklılık gösterdiği ve sonuçların homojen olmadığı belirtilmiştir. Bununla birlikte hisse senedi fiyatlarının para politikasının beklenen kısmına duyarsız olduğu sonucuna varılmıştır. Türkiye için para politikası kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin araştırıldığı bir diğer çalışmada Özdemir ve Otluoğlu (2015), para politikası şoklarının hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Bununla birlikte söz konusu etkilerin gecikmeli olarak ortaya çıktığını ve etkinin kalıcı olduğunu ifade etmişlerdir. Para politikasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini iki farklı yöntemle analiz eden Gökalp (2016), her iki yöntemle de hem yön olarak hem de büyüklük olarak benzer sonuçlara ulaşmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, faiz koridorunun üst sınırında meydana gelen artış hisse senedi fiyatlarını düşürmekte, alt sınırında meydana gelen azalış ise artırmaktadır. Çalışmanın bulguları sektörel bazda değerlendirildiğinde para politikası kararlarından en çok etkilenen sektörün mali sektör olduğu en az etkilenen sektörün teknoloji sektörü olduğu görülmüştür.

2.2. Para Politikası ve Devlet İç Borçlanma Senetleri Faizleri İlişkisine Yönelik Ampirik Literatür

Para politikasının devlet iç borçlanma senetleri faizleri üzerindeki etkisini ele alan ampirik çalışmaların bulguları, para politikası ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte geleneksel aktarım mekanizmasına göre, daraltıcı bir para politikası mevcut kısa vadeli faiz oranının ve beklentilerin değişmesi suretiyle gelecek dönem kısa vadeli faiz oranının yükselmesine yol açmaktadır. Bu durum tüm vadelerde DİBS faizlerinin de yükseleceği anlamı taşımaktadır. Bu bakımdan daraltıcı bir para politikası DİBS faizlerini artırmakta, genişletici bir para politikası ise DİBS faizlerini düşürmektedir. Diğer bir ifadeyle, daraltıcı bir para politikası faiz oranlarını artırarak bono ve tahvillerin getirilerinin artmasına, genişletici bir para politikası ise aynı etkilerle azalmasına yol açmaktadır. İlgili bu çıkarım nedeniyle para politikasının DİBS faizleri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. Ancak bazı çalışmalarda daraltıcı para politikasının kısa vadeli faiz oranlarında artışa yol açtığı bununla birlikte uzun vadeli faiz oranlarını azalttığı şeklinde bulgular elde edilmiştir. Para politikasının söz konusu etkisi, düşük enflasyon beklentisi ile ilişkilendirilmiştir.

Cook ve Hahn (1989), ABD ekonomisi için yapmış oldukları çalışmalarında para politikasının tahvil ve bono faiz oranları üzerindeki etkisinin tüm vadelerde anlamlı ve aynı yönlü olduğunu ifade etmişlerdir. Bununla birlikte vade arttıkça para politikasına verilen tepkinin büyüklüğünün azaldığını tespit etmişlerdir. ABD ekonomisi için benzer sonuçları raporlayan Roley ve Sellon (1995), daraltıcı bir para politikasının 30 yıllık tahvil faizini artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Ancak söz konusu etkinin anlamlı olmadığını raporlamışlardır. ABD ekonomisi için yapılmış bir diğer çalışmada Edelberg ve Marshall (1996), para politikasının tahvil faizleri üzerindeki etkisinin net olmadığını ancak kısa vadeli faizler üzerinde etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Mehra (1996), para politikasının uzun dönem faizler üzerinde etkili olduğuna ilişkin kanıtlar elde etmiştir. Para politikası ile 10 yıllık hazine bonusu faizlerinin birlikte hareket ettiğini ortaya koyarak söz konusu ilişkiye enflasyonun yol açtığını ifade etmiştir. Ellingsen ve Soderstrom (2001) ise para politikasının tahvil ve bono faizleri üzerindeki etkisinin politika değişikliğinin piyasa katılımcıları tarafından nasıl algılandığına bağlı olarak değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmiştir. Politika değişikliğinin piyasa katılımcıları tarafından yeni bir bilgi girişi ile

ilişkilendirildiği durumda tüm vadelerdeki faizler politika faiz oranı ile aynı yönde hareket edeceğini ifade etmişlerdir. Ancak söz konusu politika değişikliğinin merkez bankasının politika önceliğindeki değişme ile ilişkilendirilmesi durumunda kısa ve uzun vadeli faizler ters yönlerde hareket edeceğini ortaya koymuşlardır. ABD ekonomisi için yapılmış bir diğer çalışmada Atesoğlu (2005), para politikasının uzun vadeli faiz oranları üzerinde etkili olduğunu ancak söz konusu etkinin çok önemli olmadığını ifade etmiştir.

Almanya ekonomisinde para politikası ile uzun vadeli faizler arasındaki ilişkiyi ele alan Peersman (2002), arz ve talep şokunun ardından kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının aynı yönde hareket ettiğini para politikası şokunun ardından her iki faizin de ters yönde hareket ettiğini tespit etmiştir. Zhang ve Huang (2017), Çin ekonomisinde para politikasının tahvil piyasası getirilerinde önemli etkileri olduğunu ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte para politikası değişkenlerinin tahvil piyasası getirilerindeki dalgalanmayı yönetmede etkili olduğunu raporlamışlardır. Ancak tahvil getirilerinin tüketim, yatırım, tüketici fiyat endeksi gibi değişkenler üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu sonucuna varmışlardır. Kısa vadeli tahvil getirilerinin uzun vadeli tahvillere göre reel ekonomi üzerindeki etkisinin daha önemli olduğunu ifade etmişlerdir. Tunus'ta yaşanan para politikası şoklarına karşı Hazine bonusu getirilerini inceleyen Mbarek vd. (2017), para politikasının kısa vadeli ve daha az ölçüde uzun vadeli hazine getirilerini etkileyebildiğini ancak orta vadeli getirileri etkileyemediğini tespit etmişlerdir.

Kuttner (2000) ise para politikası ile uzun vadeli faizler arasındaki ilişkinin para politikasının beklenen ve beklenmeyen kısma ayrılarak incelenmesinin daha sağlıklı sonuçlar doğuracağını ifade etmiştir. Çalışmada, tahvil faizlerinin beklenen para politikasına tepki vermediği ancak faiz oranındaki değişimin beklenmeyen kısmına verdiği tepkinin büyük ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla söz konusu çalışmada beklenmeyen politika eylemleri ile piyasa faiz oranları arasında güçlü ve sağlam bir ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur. Benzer sonuçları raporlayan Wu (2005), faiz oranındaki değişiminin piyasa katılımcıları tarafından beklenmesi halinde ilgili politika değişikliğinin uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisinin küçük olduğunu ifade etmiştir. Aynı yöntemi Türkiye ekonomisi için uygulayan çalışmalardan İnal (2006), DİBS faizlerinin faiz oranındaki değişimin beklenmeyen kısmına verdiği tepkinin anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte DİBS faizlerinin para politikasının

beklenen kısmına verdikleri tepkilerin küçük ve anlamlı olmadığı sonucuna varmıştır. Ayrıca DİBS vadeleri arttıkça para politikasının beklenmeyen kısmına verilen tepkinin azaldığını tespit etmiştir.

Benzer sonuçları raporlayan Aktaş vd. (2009), tahvil-bono faizlerinin para politikasının beklenen kısmına tepki vermediğini ve para politikasının sürpriz kısmından etkilendiklerini ortaya koymuşlardır. Söz konusu varlıkların vadeleri arttıkça para politikasının sürpriz kısmına verdikleri tepkinin azaldığını ifade etmişlerdir. Küçüksaraç (2016), para politikasının hazine bonusu ve kur takası faizleri üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Literatürle uyumlu olarak vade uzadıkça para politikası faiz oranlarının uzun vadeli faizler üzerindeki etkisinin azaldığını tespit etmiştir. Kuttner (2000)'in geliştirdiği yönteme alternatif olarak geliştirilen bir yöntemi kullanan Duran vd. (2012), çalışmalarında politika faizindeki artışların devlet tahvil getirilerinde artışa yol açtığını tespit etmiştir. Türkiye ekonomisi için yapılan bir diğer çalışmada Aklan ve Nargeleçekenler (2008), Nisan 2005- Şubat 2008 alt dönemi dışında uzun vadeli DİBS faizleri ile TCMB faiz kararları arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymuşlardır.

2.3. Para Politikası ve Gayrimenkul Fiyatları İlişkisine Yönelik Ampirik Literatür

Para politikası ve varlık fiyatları ilişkisine yönelik ampirik literatürün diğer bir grubu konut ve arazi fiyatlarını içeren gayrimenkul fiyatlarıdır. Arazi fiyatlarına ilişkin veri kısıtının bulunması nedeniyle literatürde gayrimenkul fiyatlarını temsilen konut fiyatları kullanılmaktadır. Para politikası konut fiyatları ilişkisini ele alan literatür özellikle de 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte araştırmacıların dikkatini çekmiştir. Bu nedenle ilgili literatür kapsamlı bir şekilde 2008 yılından itibaren oluşmaya başlamıştır. Türkiye’de ise konut fiyat endeksine ilişkin veriler 2010 yılından itibaren yayımlanmaya başlamıştır. Uzun dönemli bir fiyat endeks serisinin olmaması Türkiye ekonomisine yönelik çalışmaların daha sınırlı olmasına yol açmıştır.

Para politikasının konut fiyatları üzerindeki etkisini ele alan ampirik çalışmaların bulguları, para politikasının konut fiyatları üzerinde oldukça güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Genişletici bir para politikası konut fiyatlarının artmasına yol açarken daraltıcı bir para politikası konut fiyatlarını düşürmektedir. Dolayısıyla para politikasının konut fiyatları fiyatları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

ABD ekonomisinde para politikası ve konut fiyatları ilişkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında Jarocinski ve Smets (2008), para politikasının konut yatırımları ve konut fiyatları üzerinde önemli etkileri olduğunu ortaya koymuştur. 2002-2004 döneminde deflasyon riskini ortadan kaldırmak için uygulanan genişletici para politikasının konut fiyat balonunda etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Gupta ve Kabundi (2009), ABD'nin dokuz bölgesi için yapmış oldukları çalışmalarında konut fiyatlarının pozitif para politikası şokuna olumsuz tepki verdiğini ancak para politikası şoklarına farklı bölgelerin farklı hassasiyet taşıdıklarını tespit etmişlerdir. McDonald ve Stockes (2013a), ABD ekonomisi için şehirler bazında yaptıkları çalışmalarında düşük faiz politikasının konut balonunun önemli bir nedeni olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca 10 şehir verisi için oluşturulan modelden elde ettikleri sonuçlarda federal fon oranındaki olumlu bir şokun konut fiyatları üzerindeki olumsuz etkiye sahip olduğunu göstermişlerdir. Çalışmanın sonuçları ABD merkez bankasının düşük faiz politikasının konut fiyat balonunun bir nedeni olduğunu göstermesi bakımından önemlidir. Yaptıkları bir diğer çalışmalarında McDonald ve Stockes (2013b), FED faiz oranlarında meydana gelen olumlu bir şokun konut fiyatlarını negatif yönde etkilediğini ifade etmişlerdir. Ayrıca mortgage faizlerinde meydana gelen olumlu bir şokun konut fiyatlarını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ancak mortgage faizlerinde meydana değişmelerin konut fiyatları üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı bulunmamıştır. Tan ve Wu (2014) çalışmalarında ABD ve Çin ekonomisinde pozitif bir faiz oranı şokunun konut fiyatlarında azalmaya neden olduğu, pozitif bir para büyüme şokunun ise konut fiyatlarında artışa yol açtığı sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte konut fiyatlarının faiz şoklarına verdiği tepkinin ABD'de Çin'den daha büyük ve kalıcı olduğunu ifade etmişlerdir. Buna karşılık konut fiyatlarının para büyüme şoklarına verdiği tepki Çin'de ABD'ye göre daha kalıcı bulunmuştur. Ayrıca çalışmaya göre ABD'de faiz oranı etkili bir para politikası olmasına rağmen Çin'deki konut fiyatlarındaki aşırı artışı azaltmak için hem faiz oranına hem de niceliksel önlemlere ihtiyaç duyulmaktadır. Çin ekonomisi için yapılan bir diğer çalışmada, Koivu (2010), genişletici bir para politikasının hem konut hem de hisse senedi fiyatlarında artışa yol açtığını tespit etmiştir. Ayrıca konut ve hisse senedi fiyatlarındaki artışın hane halkı tüketimini artırdığını ancak söz konusu etkinin oldukça zayıf olduğu sonucuna varmıştır. Xu ve Chen (2012) genişletici para politikasının konut fiyatlarındaki büyümeyi hızlandırma eğiliminde olduğunu, daraltıcı bir para

politikasının ise konut fiyatlarındaki büyümeyi yavaşlatma eğiliminde olduğunu ortaya koymuşlardır. Chen vd. (2019), çalışmalarında daraltıcı bir para politikasının Çin'deki konut fiyatlarının artış hızının düşmesine yol açtığını ortaya koymuşlardır. Faiz oranındaki olumlu bir şokun konut fiyatlarını önemli ölçüde azalttığını ve söz konusu etkinin yaklaşık iki yıl sürdüğünü ifade etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlar bakımından kısa vadeli faiz oranının konut fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olan bir para politikası değişkeni olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca çalışmada para politikasını temsilen kullanılan bir diğer değişken olan para arzının konut fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varmışlardır.

Avrupa ülkeleri için para politikası ve konut fiyatları ilişkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında Iacoviello and Minetti (2003), parasal bir daralmanın Finlandiya, İsviçre ve Birleşik Krallık ekonomilerinde konut fiyatlarını önemli ölçüde azalttığı ve konut piyasalarının para politikasının aktarılmasında kilit bir rol oynadığını ifade etmişlerdir. Elbourne (2008), İngiltere ekonomisinde kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen pozitif bir şokun konut fiyatlarında azalmaya yol açtığını tespit etmiştir. Bjørnland ve Jacobsen (2010), Norveç, İsveç ve İngiltere ekonomilerinde para politikası şoklarının konut fiyatları üzerinde önemli etkilere sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Ele alınan ülkelerde konut fiyatlarının para politikası şoklarına verdiği tepkinin hızlı ve şiddetli olduğu görülmüştür. Sousa (2010), para politikası daralmasından sonra konut fiyatlarının önemli ölçüde düştüğünü tespit etmiştir. Bununla birlikte para politikası daralmasından sonra konut fiyat değişikliklerinin çok yavaş gerçekleştiğini tespit etmiştir. Nocera ve Roma (2017), yedi Avrupa ekonomisi (Belçika, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Hollanda ve İspanya) için para politikasının konut fiyatları üzerinde güçlü ve kalıcı bir etkiye sahip olduğunu raporlamışlardır. Ayrıca çalışmalarında konut fiyatlarının parasal aktarımda önemli bir rolü olduğunu ortaya koymuşlardır.

Türkiye ekonomisi için para politikası ve konut fiyatları ilişkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında Çoşkun vd. (2017), konut fiyat endeksleri ile konut kira, inşaat maliyeti ve reel ipotek faiz oranı arasında uzun vadeli bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte ele alınan dönemde konut fiyatlarında bazı aşırı değerlendirme vakaları gerçekleştiğini ancak konut fiyat balonunun olmadığını tespit etmişlerdir. Darıcı (2018), genişletici bir para politikasının konut fiyatlarını arttırdığını

tespit etmiştir. Türkiye için yapılmış bir diğer çalışmada Kolcu ve Yamak (2018), konut fiyatları ile gelir ve konut kredisi faiz oranı arasında uzun dönem ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Konut kredisi faizlerinin uzun dönemde konut fiyatları üzerinde etkisiz kısa dönemde ise negatif etki yarattığını tespit etmişlerdir. Ayrıca uzun dönemde gelirin konut fiyatları üzerinde pozitif etki yarattığını raporlamışlardır. İslamoğlu ve Buluş (2018), mortgage piyasası ile para politikasının konut fiyatları üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında konut fiyatları ile mortgage faiz oranları arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Kurdukları ikinci modelde, kısa vadeli faiz oranlarının mortgage faiz oranları üzerinde pozitif bir etki yarattığını raporlamışlardır. Bayır (2019), para politikasının konut fiyatları üzerinde etkisi olmadığını ifade ederek konut fiyatlarının yalnızca kendi gecikmeli değerlerine tepki verdiğini tespit etmiştir. Benzer sonuçları Çin ekonomisi için raporlayan Yao vd. (2013), para politikasının konut fiyatları üzerinde hemen hemen hiçbir etkisinin bulunmadığını ortaya koymuşlardır. Bu duruma Çin’li yatırımcıların irrasyonel ya da spekülasyon davranışlarının neden olduğunu ifade etmiştir.

2.4. Para Politikası ve Döviz Kuru İlişisine Yönelik Ampirik Literatür

Para politikası ve döviz kuru ilişkisinin çok yönlü ve karmaşık bir niteliğe sahip olması söz konusu ilişkinin açıklanmasında literatürde bir görüş birliği sağlanamamasına yol açmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu dışa açık bir ekonomide daraltıcı bir para politikası, yurtiçi faiz oranlarının artmasına yol açarak sermaye girişini teşvik etmektedir. Bu durum ulusal paranın değerini artırarak döviz kurunun düşmesine yol açmaktadır. Ancak Keynes (1936)’in likidite tercih teorisinde faiz oranının para talebinin belirleyicilerinden biri olduğu ifade edilmekte ve faiz oranı ile para talebi arasındaki negatif ilişki üzerinde durulmaktadır. Söz konusu değişkenler arasındaki negatif ilişki faiz oranı ile döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişkinin sağlanmasına imkan vermektedir.

Yapılan ampirik çalışmalarda da söz konusu etkiler açıkça görülebilmektedir. Nitekim Büyükkın vd. (2008), Türkiye ekonomisi için yapmış oldukları çalışmalarında daraltıcı bir para politikasının döviz kurunda düşmeye yol açtığını göstermişlerdir. Aralarında Türkiye’nin de bulunduğu 72 ülke ekonomisini ele alan Hnatkovska vd (2016), gelişmekte olan ülkelerde benzer sonuçları ortaya koyarak döviz kuru ile faiz oranı arasındaki negatif ilişkiye dikkat çekmiştir. Buna karşılık Kearns ve Manners

(2005), Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda ve İngiltere ekonomilerinde beklenmeyen bir daraltıcı para politikasının döviz kurunda değerlenmeye yol açtığını ifade etmişlerdir. Benzer sonuçları Türkiye ekonomisi için raporlayan Agenor vd. (1997), Gümüş (2002), Akçağlayan (2008), Sensoy ve Sobacı (2014), ilgili değişkenler arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğunu ortaya koymuşlardır. Aynı şekilde Hnatkovska vd (2016), çoğu gelişmiş ülkede daraltıcı bir para politikasının döviz kurunda artışa yol açtığını tespit etmişlerdir. Andrieş vd. (2017) ise Romanya ekonomisinde uzun dönemde faiz oranları ile döviz kuru arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur. Bağcı (2019), Türkiye’de politika faiz oranında ortaya çıkan %1’lik şokun ABD dolar kuru üzerinde negatif, Euro kuru üzerinde pozitif etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca şokların döviz kuru üzerindeki etkisinin kalıcı olduğunu tespit etmiştir. Bununla birlikte değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu ortaya koymuştur.

Bazı çalışmalarda ise söz konusu değişkenler arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Türkiye ekonomisi için yapılmış çalışmalardan Karaca (2005), faiz oranı ile döviz kuru arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur. Analizi yalnızca dalgalı kur dönemini ele alarak tekrarladığında, döviz kuru ile faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı, pozitif yönlü fakat zayıf bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Kayhan vd. (2013), BRIC-T (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Türkiye) ekonomileri için yapmış oldukları çalışmalarında faiz oranının yalnızca Çin’de döviz kurunu etkilediği sonucuna varmışlardır. Saraç ve Karagöz (2016), faiz oranları ile döviz kuru arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varmışlardır. Sarı (2018), ele alınan dönemde döviz kurları ile faiz oranları arasında uzun dönemde bir ilişkinin olmadığını raporlamıştır.

Bununla birlikte faiz oranı döviz kuru ilişkisini ele alan literatürün sıklıkla kriz dönemlerini kapsayan çalışmalardan oluştuğunu söylemek mümkündür. Söz konusu çalışmalarda krizler çerçevesinde yüksek faiz politikasının döviz kurunda istikrar sağlamak için etkin bir araç olup olmadığı araştırılmaktadır. Nitekim genel kabulde teorik olarak yurtiçi faiz oranlarının artırılarak sermaye çıkışının önlenmesinin krizin olumsuz etkilerini azalttığı ifade edilmektedir. Ampirik sonuçlar ele alındığında Goldfajn ve Baig (1998), Asya krizi sırasında seçili beş Asya ekonomisinde (Kore, Endonezya, Malezya, Tayland ve Filipinler) yüksek faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin varlığını ortaya

koymuşlardır. Ancak söz konusu ilişkinin önemsiz olduğunu ifade etmişlerdir. Aynı ülke ekonomilerini ele alan Kim ve Ratti (2006), üç asya ekonomisinde (Tayland, Filipinler ve Kore) faiz oranlarındaki artışın döviz kurunda artışa yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır. Yüksek faiz oranlarına eşlik eden döviz kuru artışının firmaları bilanço yapılarını olumsuz etkileyerek krizin derinleşmesine katkı yaptığını ifade etmişlerdir. Asya ekonomilerinin ele alındığı bir diğer çalışmada Chow ve Kim (2004), kriz dönemi boyunca faiz oranı ile döviz kuru arasında bir ilişki olmadığını ortaya koyarak döviz kurunda istikrar sağlamak için politika faiz oranının etkin bir araç olmadığını ifade etmişlerdir. Benzer şekilde Asya ekonomilerini ele alan Dekle vd. (2002), kriz süreci ve sonrasında faiz oranındaki artışın döviz kuru üzerindeki etkisinin zayıf olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak kısa dönemde faiz oranındaki artışın yerli paranın değer kaybını önlediğini ifade etmişlerdir. Asya krizi döneminde Güney Kore, Filipinler, Tayland ve Malezya ekonomilerinde faiz oranı döviz kuru ilişkisini araştıran Brailsford vd. (2006), Güney Kore, Filipinler, Tayland ekonomilerinde faiz oranının döviz kuru üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Faiz politikasının döviz kurunda istikrar sağlamak için kullanılmadığı Malezya ekonomisinde ilgili değişkenler arasında bir ilişki olmadığı sonucu elde edilmiştir. Gümüş (2002), Türkiye ekonomisinde 1994 krizi döneminde faiz oranı ile döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur. Faiz oranlarındaki artışın döviz kurunu yükselttiğini ortaya koyarak kriz dönemlerinde yüksek faiz politikasının yerli paranın değerini korumak için yeterli olmadığını göstermiştir. Isiksal vd. (2018), Türkiye ekonomisi için yapmış oldukları çalışmalarında para arzı ve kısa vadeli faiz oranlarının küresel kriz öncesi ve sonrası dönemde döviz kurları üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu göstermişlerdir. Bununla birlikte Merkez bankasının döviz kurlarını küresel krizden sonraki dönemde krizden önceki döneme göre daha fazla etkilediğini ifade etmişlerdir.

3. FİNANSAL İSTİKRAR VE VARLIK FİYATLARI

Son otuz yıllık dönemde finansal piyasaların hızlı bir şekilde serbestleşmesi ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda rekabetin artması varlık fiyat hareketlerinin ekonomik dalgalanmalara yol açan temel unsurlar haline gelmesine yol açmıştır (Borio, 2006: 3408). Özellikle de bilgi ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerle finansal küreselleşme, küreselleşmenin en hızlı yayıldığı alan haline gelmiştir. Bu bağlamda

makro ekonomik politikaların belirlenmesinde finansal piyasalardaki gelişmeler önemli bir rol oynamaktadır. Bu durum ekonomilerin mevcut işleyişinde değişiklikler meydana getirerek merkez bankalarının söz konusu rollerini daha önemli hale getirmiştir. Dolayısıyla merkez bankaları para politikası stratejisinin belirlenmesinde kullanılan geleneksel yaklaşımı terk ederek finansal sektördeki gelişmeleri yakından takip etmelidir. Bu bakımdan merkez bankalarına büyük sorumluluklar düşmektedir.

Küresel finansal kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi stratejisiyle fiyat istikrarını sağlamanın finansal istikrar için yeterli olduğu savunulmuştur. Bu çerçevede, uzun yıllar yüksek kronik enflasyon tecrübesini yaşayan tüm gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun düşürülmesi ve istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikası stratejileri uygulanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu düşürmedeki başarısına ek olarak, küresel çapta yaşanan gelişmelerle³⁸ birlikte pek çok ülke yüksek enflasyon oranlarının kontrol altına alınmasıyla fiyat istikrarı hedefine ulaşmıştır (Borio ve Filardo, 2007). Özellikle de gelişmiş ülkelerin neredeyse tamamı fiyat istikrarı hedefine ulaşsa da bu durum dünya ekonomileri için finansal istikrarsızlık tehlikesini ortadan kaldırmak için yeterli olmamıştır. Düşük ve istikrarlı fiyat düzeyinin sağlanması noktasında başarılı olan enflasyon hedeflemesi stratejisi, finansal dengesizliklerin giderilmesi noktasında aynı etkiyi gösterememiştir. Düşük ve istikrarlı fiyat düzeylerinde yaşanan finansal krizlerle birlikte, fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmadığı anlaşılmıştır (Crockett, 2003: 1). Çünkü enflasyon hedeflemesi rejimi altında para politikası uygulayanların temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında yaptıkları artışlar finansal kırılganlıklara neden olabilmektedir. Nitekim 1970'lerin başında İngiltere'de yaşanan bankacılık krizi ile 1980'lerin ortasında ABD'de de ortaya çıkan tasarruf ve kredi krizleri bu durumu örnekler niteliktedir (Borio and White, 2004: 13).

Enflasyonu kontrol amacıyla kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler finansal sistemde direk etkisi bulunan varlık fiyatlarını etkilemektedir. Nitekim kısa

³⁸ Çin, Hindistan ve Doğu Avrupa ülkelerinin küresel piyasa ekonomisine dahil olmaları emek arzında ciddi bir artışa neden olmuştur. Bu süreçte gelişmiş ülkeler, teknolojik gelişmelerle iletişim ve taşımacılık sektörlerinde yaşanan ilerlemelere bağlı olarak üretimlerinin bir kısmını emek maliyetinin düşük olduğu ülkelere yönlendirebilmiştir. Bu durum enflasyonun küresel çapta düşük ve istikrarlı olmasına katkı sağlamıştır (Öğüt ve Şahin, 2012:7).

vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler bankacılık sistemi kredi büyüklüklerini ve bu kredilere karşılık olarak alınan ipoteklerin değerini değiştirmektedir. Ayrıca kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişikliklerin piyasa faiz oranını etkilemesi bankacılık sisteminin likiditesini, aktif kompozisyonunu ve buna bağlı olarak vade uyumunu/uyumsuzluğunu da etkileyecektir (Özcan, 2006: 25-26). Bununla birlikte merkez bankalarının enflasyonu kontrol altında tutma konusundaki başarısı, gelecekle ilgili iyimser beklentilere yol açmak suretiyle ekonomik birimlerde sahte güven duygusu oluşturarak tüketim ve kredilerde aşırı bir artışa neden olabilmektedir. Böyle bir durumda özellikle de reel varlık fiyatlarındaki artış, aşırı kredi genişlemesine neden olabilmektedir. Aşırı kredi genişlemesiyle yanlış alınan kredi kararları varlık değerlenmelerine ve finansal sistemde kırılganlığa neden olabilmektedir (Issing, 2003: 19). Ayrıca para politikasının yüksek bir kredibiliteye sahip olması ekonomik birimlerin geleceğe yönelik belirsizliklerini azaltabilir. Belirsizliklerdeki bu azalış finansal piyasalarda borç alma verme işlemlerini genişleterek varlık fiyatlarının artmasına neden olabilmektedir (Borio and Lowe, 2002b: 21).

Tüm bu durumlar göz önüne alındığında enflasyon hedeflemesi rejiminin varlık fiyatları ve buna bağlı olarak finansal istikrar üzerindeki etkisi, varlık fiyatlarındaki aşırı hareketlerin düşük fiyat düzeylerine bağlı olarak gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır. Yani varlık fiyatlarındaki balonların en önemli nedenlerinden biri düşük ve istikrarlı fiyat düzeyidir. Bu durum fiyat istikrarının finansal istikrarsızlığı tetikleyebildiğini ortaya koymakla birlikte düşük enflasyon oranları ile birlikte gözlenen aşırı varlık hareketlerinin gündeme gelmesine neden olmuştur. Srejber (2002), fiyat istikrarı amacıyla birlikte birçok ülkede varlık fiyatlarında aşırı artış olduğunu ortaya koymaktadır. Bean (2003), fiyat istikrarı ve istikrarlı büyümenin finansal piyasalarda yükselmeye eğilimli beklentilerin gelişmesine yol açabileceğini ve merkez bankasının finansal istikrarsızlığı artırabileceğini göstermektedir. Borio (2005) ise pek çok ülkede fiyat istikrarı ile birlikte aşırı varlık hareketlerinin ortaya çıkmasının tesadüfi olmadığını ancak enflasyonist etkinin cari üretim fiyatı yerine varlık fiyatlarında kendini göstermeye başladığını ortaya koymaktadır. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesiyle fiyat istikrarını sağlayanın finansal istikrarın sağlanması açısından yeterli olmadığı görülmüştür.

Bu bağlamda finansal istikrarsızlığın dar anlamda, varlık fiyatlarında meydana gelen aşırı oynaklık ve balonlardan kaynakladığı ve bu durumun makroekonomik istikrar için tehdit oluşturduğu biliniyorsa, merkez bankalarının uyguladıkları politikalarla varlık fiyatlarına müdahale etmesi ya da varlık fiyatlarındaki gelişmeleri göz önünde bulundurması gerekmektedir. Merkez bankalarının küresel krizde merkezi bir rol oynadığı ve ciddi dengesizliklerin birikmesine izin verdiği de hesaba katıldığında, rüzgâra karşı eğilme politikasını (lean against the wind) ³⁹ önerenlerin, faiz oranı politikası kural işlevinde doğrudan varlık fiyatlarına yer verdikleri görülmektedir. Bu politika ile makroekonomik istikrarsızlık kaynağının ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları, finansal istikrardan genel olarak sorumlu tutulduğundan, varlık fiyatlarını izlemeli ve balonların ortaya çıkmasını önlemeye çalışmalıdır (Wadhvani, 2008: 25-26). Nitekim küresel krizden önce bile rüzgâra karşı eğilme politikasını öneren ve merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına açıkça yanıt vermesi gerektiğini savunan bir bakış açısı vardı (Borio ve Lowe, 2002a; Cecchetti vd, 2000; Detken ve Smets, 2004; Roubini, 2006).

Bu çerçevede, özellikle de gelişmekte olan ülkeler açısından varlık fiyat hareketleri ve bu bağlamda merkez bankalarının sorumluluğu ayrıca önem arz etmektedir. Çünkü gelişmiş ülke merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek beklentileri yönlendirebilmektedir. Bu şekilde varlık fiyat balonlarını kontrol etmeleri daha kolay olmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye girişleri özellikle de portföy yatırımları finansal kırılganlık riskini artırmaktadır. Örneğin, FED' in 2007'de başlayan küresel kriz öncesinde uyguladığı düşük faiz politikası gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranı farklılıklarının artmasına ve ilave kazanç elde etmek isteyen yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini arttırmalarına neden olmuştur. Bu sürede gelişmekte olan ülkelerdeki artan büyüme oranları da yabancı sermaye girişlerini artırmıştır. Artan yabancı sermaye girişlerinin yoğun ve kısa vadeli olması kontrolsüz kredi genişlemesine, yerel paranın değerlenmesine, cari açığın

³⁹ Rüzgâra karşı eğilme stratejisi, varlık fiyatlarından kaynaklanan konjonktürel dalgalanmaları azaltmak amacıyla, merkez bankalarının varlık fiyatlarına tepki vermesini önermektedir. Bu doğrultuda merkez bankalarının aşırı varlık fiyat artışlarına gösterdikleri tepkiler, sınırlı ancak ters yönde olmalıdır. Yani varlık fiyatlarındaki artış karşısında, politika faiz oranını az miktarda artırarak varlık fiyatlarındaki aşırı artışın enflasyon ve üretim üzerindeki etkilerini azaltmaktadır. Sonuç olarak pro-aktif politikalarla merkez bankaları enflasyon ve üretim hacmindeki dalgalanmaları azaltmaktadır (Svensson, 2011: 3).

artmasına ve faiz oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Bu durum varlık fiyatlarında artışa neden olmaktadır. Ayrıca küresel likidite bolluğu finansal varlıkların fiyatlarını artırırken gelişmekte olan ülkelerin borçları üzerindeki risk priminin de azalmasına yol açmaktadır. Bu durum banka ve firmaların dış finansman kullanma yönünde cesaretlenmelerine neden olabilmektedir. Bankaların likidite bolluğu ile kredi hacmini artırmaları ekonomik büyüme üzerinde ilk olarak olumlu bir görüntü çizse de fiyat istikrarı hedefiyle uyumlu bir görüntü ortaya koymamaktadır. Öte yandan sermaye girişlerinde kesinti olması da finansal istikrar açısından risk unsurudur. Sermaye çıkışı kurda ve faiz oranlarında artışa neden olacağı için varlıkların değerini hızlı bir şekilde düşürecektir. Bu durum finansal sistemde oluşan risklerin artmasına ve ilave olarak kur riskinin oluşmasına sebep olabilmektedir.

Dikkat çeken bir diğer husus ise gelişmiş ülkelerdeki finansal risklerin bankacılık sektöründen daha çok gölge bankacılık faaliyeti⁴⁰ yürüten serbest fonlar ve borsa yatırım fonları üzerinde yoğunlaşmasıdır. Yüksek kaldıraca sahip ve vade uyumsuzluğuna maruz kalan bu yapılar finansal sektörde oluşabilecek sorunların reel kesim üzerindeki etkilerinin daha belirgin olabileceğine işaret etmektedir (TCBM, 2014: 7). Bu durum, finansal piyasaların kırılganlığını artırarak, finansal sistemde oluşan risklerin artmasına yol açabilmektedir. Ayrıca gölge bankacılık faaliyeti olası varlık balonlarını önlemede faiz politikasının etkisini azaltmaktadır (Doruk, 2014: 171). Nitekim gölge bankacılık faaliyetinde yaşanan gelişmeler, son küresel finans krizine doğru giden süreci hızlandırmıştır. Bu durum merkez bankalarının krizden çıkış için uygulamaya koydukları geleneksel para politikalarının etkinsizleşmesine neden olmuştur. Sonuçta yalnızca fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankası enflasyonist baskılarla mücadele etmek için geleneksel faiz politikasıyla fiyat istikrarı hedefine ulaşabilecektir. Aktarım mekanizmasının sorunsuz işlediği varsayımı altında, politika faizinde yapılan artışlar kredi faizlerinin yükselmesine yol açarak kredi genişlemesinin azalmasına ve talep kaynaklı enflasyonist baskının düşüş göstermesine yardımcı olacaktır. Ayrıca politika faizindeki artış, ikinci el tahvil piyasasındaki faiz oranlarını artırmak suretiyle yabancı

⁴⁰ Geleneksel bankacılık sistemi ile yakın ilişki içerisinde bilanço dışı işlemlerden oluşan ve geleneksel bankacılık sistemine yasal arbitraj, vergi arbitrajı, ilave fonlama avantajları gibi imkânları sunan bankacılık sistemidir. Gölge Bankacılık faaliyeti, finansal piyasaların yapısının yasal düzenlemeler ile değişmesine bağlı olarak bankalar için kar marjında kısıtların oluşması ve rekabet avantajının azalması nedeniyle oluşmuştur (Doruk, 2014).

sermaye girişini teşvik etmektedir. Böyle bir durumda artan yabancı sermaye girişleri, yerel paranın değerlenmesine yol açarak döviz kurunun düşmesine neden olmaktadır. Döviz kurunda yaşanan bu düşüş ithalatın tüketimdeki payına ve ithal girdilerin üretim içindeki payına bağlı olarak enflasyonu düşürücü yönde etki yapacaktır. Ancak yerel paranın değerlenmesinin varlık fiyatlarını ve cari açığı artırdığına yönelik etki hesaba katıldığında faiz politikasının finansal istikrar hedefiyle çeliştiği ortaya çıkmaktadır. Bu nedenlerle merkez bankaları politika araçlarını çeşitlendirme yoluna giderek zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru gibi araçları politika setlerine dâhil etmişlerdir.

Gelenen noktada, rüzgâra karşı eğilme politikası çatısı altında, merkez bankalarının finansal istikrarı sağlayabilmeleri için enflasyon ve çıktı açığına verdikleri tepkilerin yanı sıra varlık fiyat balonlarına da tepki vermesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Şayet merkez bankaları varlık fiyatlarında görülen sapmalara sistematik bir şekilde tepki vermez ise varlık fiyatlarındaki balon patladığında faiz oranının olması gerektiğinden daha fazla düşürülmesi gerekecek ve faiz oranının denge düzeyine çıkarılmasında geç kalınabilecektir. Merkez bankaları bu şekilde finansal istikrarsızlıklarla mücadele etmedikleri takdirde ahlaki tehlike sorunu ortaya çıkarak yeni finansal krizlerin oluşmasına zemin hazırlayacaktır (Cuaresma ve Gnan, 2008: 81). Nitekim rüzgâra karşı eğilme politikasının etkinliğini araştıran bazı çalışmalarda para politikasındaki çok küçük değişikliklerin dahi finansal istikrarı sağlayıcı etki gösterdiği kanıtlanmıştır. Ancak bu tür bir politikanın finansal istikrar üzerinde etkili olabilmesi ve merkez bankalarının öngördükleri etkileri yaratabilmeleri için mevcut politikaları ve uzun dönemli politika uygulamaları hakkında kamuoyunu net bir şekilde bilgilendirmeleri gerekmektedir. Böyle bir durumda finansal piyasaların merkez bankası faaliyetlerini anlamaları sağlanarak para politikasının etkinliği artacaktır (Broaddus, 2002: 161).

3.1. Finansal İstikrarı Sağlamada Varlık Fiyatlarının Rolü

Varlık fiyatları cari üretim fiyatları ile kıyaslandığında nispeten daha oynaktır. Doğal olarak politika yapıcılarının bu tür oynaklıkların genel olarak ekonomik ve finansal istikrarı olumsuz yönde etkileme potansiyeli bulunduğundan, varlık fiyatlarına odaklanması gerekmektedir. Bu nedenle de varlık fiyatlarının genel olarak finansal istikrarı sağlamadaki para politikası ile reel ekonomi arasında kurduğu köprü üzerinde durmak önem arz etmektedir.

Bernanke ve Gertler (2001), çalışmalarında varlık fiyatlarında oluşabilecek balonların servet etkisi üzerinden tüketimi, sermaye etkisi üzerinden yatırım harcamalarını etkilediğini söylemişlerdir. Nitekim merkez bankaları uzunca bir süre varlık fiyat balonlarının toplam harcamaları etkilemek suretiyle enflasyon üzerindeki etkisi açısından dikkate alınması gerektiğini savunmuşlardır (Issing, 2011: 5). Bu etkiler varlık fiyat balonlarının finansal istikrarı etkileme noktasındaki dolaylı etkileridir.

Varlık fiyat balonlarının ilk etkisi hanehalkı geliri üzerinde olmaktadır. Ekonomik birimler varlık fiyatlarının bu şekilde artması sonucu tüketim harcamalarını artırma eğilimine girerler. Söz konusu artış ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir görüntü ortaya çıkaracaktır. Bu olumlu tablo, ekonomik birimlerin risk alma potansiyelini artırarak ilerleyen dönemlerde kredi piyasasında sıkışıklıklara ve ekonomik sıkıntıya neden olmaktadır. Bu durum finansal kesimin zayıflamasına ve varlık yükümlülük dengesinin bozulmasına neden olarak ciddi ekonomik etkiler doğurabilecek şekilde fiyatların azalmasına neden olmaktadır. Diğer bir durum varlık fiyatlarının sermaye etkisi üzerinden yatırım harcamalarını etkilediği süreçtir. Varlık fiyatlarındaki bu artışlar yatırım kararlarında dengesizliklere yol açmak suretiyle kaynaklarının verimsiz dağılmasına neden olmaktadır. Özellikle de hisse senedi piyasasında görülen bu artışlar, şirketlerle ilgili geleceğe yönelik iyimser beklentilerin artmasına ve daha fazla yatırım yapılmasına neden olmaktadır. Bu durum diğer sektörlerde finansman bulma imkânını zorlaştırmaktadır. Böyle bir durumda firma iflasları artma eğilimine girer ve bankacılık sisteminin zayıflamasına neden olur. Tüm bu etkiler bankacılık ve döviz kuru krizine neden olabilmektedir. ABD’ de yaşanan internet balonu bu durumu örnekler niteliktedir (Özcan, 2006: 77-78). Yani varlık fiyat balonları sadece tüketim ve yatırım kararları için değil aynı zamanda kaynak tahsis kararlarına da zarar vermektedir. Balon patladığında oluşan ekonomik kırılganlık bir finans krizini artırma eğilimindedir. Süreç sonunda varlık fiyat balonunun patlayacağı ve varlık fiyatlarının temel değerine düşeceği yönündeki beklentiler ile merkez bankasının resesif politikaları balonun çöküşünü destekleyebilir. Aşırı risk alma sürecinin getirdiği bu süreç sonucunda varlık fiyatları düşebilir ve ekonomik birimlerin bilançoları olumsuz yönde etkilenebilir. Yukarıda da belirtildiği gibi ilk süreçte ekonomik birimlerin risk algılarını yanlış yönlendirmesi varlık fiyat balonunu tetiklerken son süreçte beklentiler ve politika uygulamaları varlık fiyat balonun çöküşünü

tetikleyebilir. Varlık fiyatlarındaki bu keskin düşüşler, sermaye maliyetlerindeki artışlarla yatırımların azalmasına ve tüketim seviyesinin durgun hale gelmesine neden olacaktır (Mishkin, 2007). Tüm bu süreçler, ekonominin kırılganlığını artırmakta ve finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir.

Varlık fiyat balonlarının finansal sistem üzerinde yaratacağı doğrudan etki, varlıkların bankacılık sektörünün ana teminat kaynağı olmasından kaynaklanmaktadır. Bu varlık fiyatlarındaki balonların yalnızca toplam harcamalar yoluyla finansal sistem üzerinde potansiyel etkilerinin olmasının yanı sıra doğrudan finansal sistemin sağlığını da etkileyebileceği anlamına gelir. Varlık fiyatlarının sürekli arttığı dönemlerde yükselen teminat değerine bağlı olarak kullanılan kredi miktarı da artış göstermektedir. Bu süreç sonunda varlık fiyatlarındaki azalma, şayet kurumlar nispeten yüksek kredi değerlendirme oranına sahip krediler yapmış ise temel teminatın kredi değerine uymasında sorunlar yaşanabilir. Kredi kullananların borçlarını ödeyemez duruma gelmesiyle finansal sistemde önemli riskler oluşur.

3.2.Varlık Fiyatlarından Finansal Krizlere Aktarım

İktisat terminolojisinde finansal krizlere ilişkin çeşitli tanımlamalar bulunmaktadır. Mishkin (1996), finansal krizleri asimetrik bilgi teorisi üzerine temellendirmiştir. Bu bakımdan yaptığı tanımlamada finansal krizleri, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının aşırı artışına bağlı olarak finansal piyasaların fonları en verimli yatırım alanlarında değerlendirememesi olarak ifade etmiştir. Finansal piyasaların etkinliğini kaybetmesine yol açan söz konusu durumun finansal piyasalarda doğrusal olmayan bir bozulmaya yol açtığını belirtmiştir. Bir diğer tanımlamaya göre, finansal krizler bir mal ve hizmetin üretim faktöründe veya finans piyasalarındaki fiyatlarda meydana gelen şiddetli dalgalanmalardır. Bir başka tanımlaya göre, finansal krizler önceden tahmin edilemeyen bir zamanda ortaya çıkan bazı gelişmelerin mikro düzeyde firmaları, makro düzeyde ekonominin genelini etkilemesi ve söz konusu etkilerin küresel düzeyde yayılma etkisinin bulunması şeklinde ifade edilmektedir. Söz konusu şokların ise fiyatlarda rasyonel olmayan değişimlere yol açması ve ekonomik dalgalanmalara neden olması söz konusudur (Turgut, 2006: 35).

Söz konusu tanımlamaların ötesinde, her bir krizin dinamiğinin farklı olması ve krizlerin yapısında zamanla gözlenen değişimler nedeniyle krizin kesin bir tanımını

yapmak mümkün değildir. Ancak krizlerin sahip olduğu temel unsurlar genellenebilmektedir. Krizler; belirsizlik, bulaşma etkisi, değişken süre, fırsat yaratma gibi temel unsurlara sahiptirler. Belirsizlik unsuruna göre, krizleri önceden tahmin etmek mümkün değildir. Bulaşma etkisi unsuruna göre, bir sektörde ortaya çıkan bir kriz ekonominin geneline yansımakta, ekonominin genelinde ortaya çıkan kriz ise küresel etkilere sahip olabilmektedir. Değişken süre, krizlerin süresinin net olmaması durumunu ifade etmektedir. Fırsat yaratma unsuru ise, krizlerin hem güçlü hem de zayıf unsurlar içerdiğini ortaya koymaktadır. Krizler ekonomik birimler için tehdit olduğu kadar fırsat taşıma eğilimindedir. Kriz dönemlerinde özel veya tüzel kişilerden ellerinde likidite bulunanlar, varlık fiyatlarını gerçek değerlerinin altında elde etmiş olurlar.

1990’lardan sonra görülen finansal krizlerin ortak noktaları olmasına rağmen, her biri çok farklı koşullarda ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla yukarıda belirtildiği gibi, her bir krizin dinamiği birbirinden farklıdır. Bu farklılık her bir kriz sonrasında krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik teori ve modellerin geliştirilmesine neden olmuştur.

Geliştirilen teori ve modeller krizleri açıklama noktasında açıklayıcılık gücü bulunan değişkenlerin farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, birinci nesil kriz modelleri olarak adlandırılan kuram, Latin Amerika ülkelerindeki krizleri açıklamak amacıyla oluşturulmuştur. Bu model, finansal krizleri döviz kuru ile ilişkilendirmiştir (Krugman, 1979). Bu modelin temelinde, hükümetlerin bütçe açıklarını kapatmak için para basmasının para arzını artırarak sabit döviz kuru politikasını bozacağı düşüncesi yatmaktadır. Bununla birlikte yatırımcıların sermayelerini ülkeden çıkarmak istemeleriyle dövize olan talep artacak ve artan döviz talebi merkez bankalarının döviz rezervlerinin azalmasıyla sonuçlanacaktır. Bu durum spekülasyon hareketleri artırarak krizin oluşmasına zemin hazırlayacaktır. Ancak bu model, 1990’lardaki Avrupa para sisteminde görülen krizleri açıklamada yetersiz kalmıştır. Bu durum ikinci nesil kriz modellerinin geliştirilmesine neden olmuştur.

İkinci nesil kriz modellerinin odak noktası, ekonominin temel göstergelerinde olumsuzluk olmadığı halde, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliğine ilişkin aniden ortaya çıkan olumsuz beklentilere dayandırılmaktadır (Obstfeld, 1984: 189). Bu modelde her ne kadar iktisadi ajanlar kendi davranışlarının iktisat politikaları üzerine bir etkisinin olmadığını varsayımını yapsa da oluşan beklentiler iktisadi politika kararlarını

etkilemektedir. Sabit döviz kuru altında, eğer iktisadi ajanlar merkez bankalarının herhangi bir olumsuz durumda kuru dalgalanmaya bırakacaklarını yönünde bir beklenti oluşturmuşsa kuru sabit tutmanın maliyeti artacaktır. Paranın devalüe edileceği yönünde oluşan bu beklentiye karşın para birimi korunmak isteniyorsa faiz oranlarını artırma zorunluluğu ortaya çıkacaktır. Bu durum hükümetin nakit dengesinin bozulmasına, üretim ve istihdamda azalmaya neden olacaktır. Para otoritesi kuru sabit tutma ile değiştirme arasında tercih yapma zorunluluğu içerisine girdiğinde, paritenin değiştirileceği yönünde beklentisi olan spekülâtörler, kısa vadede pozisyon alarak devalüasyonun derinleşmesine neden olacaklardır. Böyle bir durumda hükümet, sabit döviz kuru politikasından vazgeçerek krize neden olacaktır. Sonuç olarak iktisadi ajanlar tarafından oluşturulan beklentiler, bir krizin nedeni olup olmama noktasında önemli bir rol oynamaktadır (Pasenti and Tille, 2000: 3).

Güney Doğu Asya krizini açıklamada ikinci nesil kriz modellerinin yetersiz kalması, bankacılık ve finans sektörünün önemine vurgu yapan üçüncü nesil kriz modellerinin geliştirilmesine neden olmuştur. Bu kriz modeli, Krugman'ın (1998) ahlaki risk yaklaşımına ve Sachs'ın (1998) finansal atak yaklaşımına dayanmaktadır. Krugman, banka zararlarına devlet garantisi verilmesinin ahlaki risk sorununa yol açtığını ifade etmektedir. Devlet garantisi verilmesiyle bankaların riskli projeleri kredilendirme davranışının yaygınlaşmasının finansal aktif fiyatlarının yükselterek finansal sistemin aşırı şişmesine yol açtığını ifade etmektedir. Finansal balon olarak nitelendirilen bu aşırı şişme sonucu balonun patlamasıyla finansal aktiflerin fiyatlarında hızlı bir düşme yaşanacaktır. Finansal varlık fiyatlarındaki bu düşme toplam banka kredileri için de geri dönen kredilerin oranının azalmasına bağlı olarak ödeme sisteminin bozulmasına ve bankacılık krizlerine neden olacaktır. Sachs'ın (1998) finansal atak yaklaşımı, bankaların yükümlülük vadesinin aktif vadesinden kısa olmasının bankalara yönelik atak hareketinin temelini oluşturduğu görüşüne dayanmaktadır. Bankaların fon kaynakları ile fonların kullanım alanlarının farklı para biriminden oluşması vade ve kur riskinin birlikte oluşmasına neden olmaktadır. Bu durum likidite probleminin kaynağını oluşturmaktadır. Ülkenin temel ekonomik göstergelerinde olumsuzluk olmasa dahi krizin nedeni olmaktadır (Sachs ve Radalet, 1998). Nitekim Güneydoğu Asya Krizinin oluşumuna temel makroekonomik göstergelerdeki bozulma değil, likidite problemi neden olmuştur.

Geleneksel kriz modellerinin ötesinde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerde dışsal faktörlerin belirleyici olduğuna vurgu yapan modellerde geliştirilmiştir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin belirleyicileri sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik gelişmeler, yatırımların küreselleşmesi ve sermaye piyasalarının bütünleşmesidir (Yay, 2001:1241).

Tüm bu kriz modellerinden hareketle, krizlere neden olan faktörlerin ortaya konması amacıyla çalışmalar yapılmıştır. İlgili literatür incelendiğinde Mishkin (2001), çalışmasında finansal sektör bilançolarındaki bozulma, faiz oranları ile belirsizlikteki artışların ve varlık fiyatlarındaki değişimlerin finansal krizlere neden olduğunu ortaya koymuştur. Borio ve Lowe (2002b), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kredi genişlemesi, varlık fiyat balonları ve döviz kurundaki artışın krizlerin temel sebepleri olduğunu ortaya koymuşlardır. Caprio ve Honohan (2008) çalışmalarında, Meksika Krizi, Asya Krizi ve Küresel Finansal Krize neden olan faktörler arasında kredi genişlemesinin önemine dikkat çekmişlerdir. Rose ve Spiegel (2009) çalışmalarında varlık fiyat balonlarının ve yüksek cari açığın krizden etkilenme olasılığını artırdığını ortaya koymuşlardır. Schularick ve Taylor (2009) çalışmalarında 14 gelişmiş ülke için krizin nedenlerini açıklamaya çalışmışlardır. Aşırı kredi genişlemesinin parasal göstergelere göre finansal kriz olasılığını artırdığını ortaya koymuşlardır. Claessens vd. (2010a), aşırı kredi genişlemesi, yüksek kaldıraç oranları ve varlık fiyat balonları ile birlikte yüksek cari işlemler açığının krizin etkilerini artıran faktörler olduğunu ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte yaptıkları bir diğer çalışmalarında Claessens vd. (2010b), aşırı kredi genişlemesinin kriz olasılığını artırdığını ortaya koymuşlardır. Verick ve İslam (2010), çalışmalarında 2007 yılında küresel finansal krizin ortaya çıkmasının ardında, para politikasında gevşeklik, küresel dengesizlikler ve gevşek finansal düzenlemeler gibi bir dizi karmaşık ve birbirine bağlı faktör olduğunu vurgulamaktadırlar.

Oluşturulan teorik kriz modelleri ile birlikte ele alınan teorik ve ampirik çalışmaların bulguları ve 1990 sonrası dönemde çok sayıda ülkede yaşanan finansal kriz tecrübesi değerlendirildiğinde, finansal krizlerin ortak özelliğini saptama noktasında bir çıkarım yapmak mümkündür. Bu bağlamda tüm bu argümanlar birlikte değerlendirildiğinde, para veya bankacılık sisteminde yaşanan ani bir güven kaybı, varlık fiyat balonları, sürdürülemez makroekonomik dengesizlikler ve dış finansman akımında

yaşanan bozulma krizlerin tetikleyici unsurları olabilmektedir. Ancak bu unsurların varlığı krizin vuku bulacağı anlamına gelmemektedir. Bu noktada uygulanan makroekonomik politikalarla finansal sistemin sağlamlığı önem kazanmaktadır.

3.3. Finansal Krizlerin Oluşumu: Varlık Fiyat Balonlarının Oluşma ve Patlama Safhaları

Finansal krizlerin oluşuma geçmeden önce, finansal piyasadaki aktörler hakkında bilgi vermek konunun detaylandırılabilmesi noktasında yol gösterici nitelikte olacaktır. Finansal aktörler; piyasada aynı yönde hareket etme eğiliminde olan, piyasa hakkında tam ve mükemmel bilgiye sahip öncü aktörler ile birlikte hareket etme eğilimi olmayan eksik bilgiye sahip, piyasa hakkında kavrayışları zayıf olan takipçi aktörlerden oluşmaktadır. Piyasadaki öncü aktörler, piyasa hakkında bilgi oluştururken daha gelişmiş teknikleri kullanmaktadır. Bu durum tecrübe ve bilgi birikimleri ile birleşince piyasada meydana gelen ve gelecekte gelmesi muhtemel durumlara karşı daha doğru kararlar alıp daha hızlı intibak etmelerini sağlamaktadır. Takipçi aktörlerde bu durumdan dolayı öncü aktörleri takip ve taklit etme eğilimindedir. Her iki grubunda amacı sermaye kazancı elde etmektir (Samur, 2011: 131).

Finansal krizlerin oluşumu genel olarak; balon aşaması, patlama aşaması, dibin görülmesi ve yüzeye çıkış aşamalarından oluşmaktadır. Balon aşaması, varlık fiyatının cari (temel) fiyatının üzerine çıkmaya başladığı süreçtir. Bu aşamada varlıkların fiyatlarında hızlı ve devamlı olarak artış görülmektedir. Çünkü piyasaya hakim öncü aktörler, fiyatlarında artış görülmeye başlayan varlıkları satın almaya başlamıştır. Varlık fiyatları yükseldikçe takipçi aktörler, fiyatların daha da artacağı yönünde iyimser beklenti oluştururlar. Fiyatlardaki bu artışın varlığın temel değerindeki artıştan kaynaklandığını düşünmeleri takipçi aktörlerin piyasaya girmesine ve balonun daha da büyümesine neden olmaktadır. Bu noktada varlığın fiyatı yükseldikçe, varlığa dayalı türev araçlar ortaya çıkmaktadır. Bu süreçte büyük karlar ve büyük kazançlar elde edilmeye başlanır. Bu sürecin sonlarına doğru balon oluşur. Balon oluşuktan sonra, öncü aktörler ellerindeki varlıkları son potansiyel alıcı gruba satmaya başlar. Öncü aktörler ellerindeki varlıkları bu gruba sattıktan sonra fiyatlarda artış durur. Bu durumda yatırımcı güveni ve ekonomik beklentilerin bozulmasıyla takipçi aktörlerde panik ortamı oluşmaya başlar. Fiyatların daha artmayacağı yönündeki endişeleri, takipçi aktörlerin varlıkları satmalarına neden

olmaktadır. Varlıkları hızlıca piyasa sürmeleri sonucunda panik ortamı şiddetlenir ve balonun patlamasına neden olur. Balonun patlamasıyla varlık fiyatları temel değerinin altında seyreder. Varlık fiyatlardaki bu ciddi düşüş, negatif beklentileri artırarak temel varlıklara dayalı türev ürünlerinde fiyatlarında düşmeye neden olur. Varlıkları ve bunlara dayalı menkul kıymetleri ellerinde tutan takipçi aktörlerden büyük çoğunluğu zarar etmeye başlar. Beklentilerin bozulduğu bu durumda şirketler talep düşüşlerine paralel olarak üretimlerini azaltırlar ve işsizlik oranları artış görülmeye başlanır. Artık varlık fiyatları düşebileceği noktaya kadar düşmüştür ve buna bağlı olarak piyasalarda volatilité azalmıştır. Dolayısıyla üçüncü aşama olan dibin görülmesi aşaması gerçekleşmiştir. Bu noktada likidite sağlama amacıyla olan piyasa katılımcıları çok düşük fiyatlardan varlıklarını satma isteğinde olsalar bile piyasada alıcı bulamazlar ve iflaslar artar. İflasların artması işsizliğin ciddi boyutlarda artmasına neden olur. İşsizliğin artması, tasarrufları azaltarak bankacılık kesiminin mevduat toplamasında sorunlara neden olur. İşsizliğin azalması ile hanehalkı gelirinin azalması ise kredi dönüşlerini olumsuz etkiler. Finansal kesimin likidite sorunu yaşamasına neden olan bu durum ödemeler sisteminin bozulmasına yol açar. Yatırımcı ve hanehalkının mevcut sisteme güvenlerinde azalma görülür ve kriz ortamı oluşur. Bu noktada, krizlerin fırsat yaratma unsuru devreye girmektedir. Elleri likit varlık bulunduranlar, varlıkları temel değerinin çok altında alarak gelir transferine yol açarlar. Gelirin alt gruptan üst grupta transferiyle gelir dağılımı adaletsizliğine neden olur. Politika yapıcılar makroekonomik göstergeler ve finansal sistemdeki bu bozulmaya gidermek adına para ve maliye politikalarına başvurur. Piyasalara likidite sağlanır, iflasın eşiğinde olan kurumlar kurtarılmaya çalışılır, batan şirketler kamulaştırılır. Bu durum dipten yükselmeye işaret eden yüze çıkış aşamasının başlamasına yol açmaktadır. Düzenleyici ve denetleyici otoriteler ile politika yapıcılar, agresif ve daha fazla kazanma hırsları olan aktörlerin ve kurtarılabileceklerini düşünerek aşırı risk alan kurumların yanlış davranışlarını ek vergi olarak veya kayıtlı para yaratmak suretiyle gidermeye çalışır. Bu aşamada makroekonomik göstergelerde iyileşme görülmektedir.

Varlık fiyat balonları, finansal sistemin işleyişinin bozulmasına ve finansal sistemin etkinliğini azalmasına yol açmaktadır (Mishkin, 2008). Balon aynı zamanda reel ekonomi üzerinde de istenmeyen sonuçlara yol açarak reel sektörün kırılganlığını artırır

(Dillén and Sellin, 2003). Sonuç olarak varlık fiyat balonlarının finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde önemli bulunmaktadır. Burada merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama görevi ve varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarında sistematik bir role sahip olup olmaması konusu gündeme gelmektedir. Merkez bankaları finansal sistemin likidite sorunu yaşamasına neden olan ve ödemeler sisteminde bozulmaya yol açan dip aşamasında veya bu aşamaya gelmeden önce finansal sisteme müdahale ederek etkilerin derinleşmesine izin vermemelidir. Bu konu detaylı olarak bölüm 4’te ele alınacaktır.

3.3.1. Lale Çılgınlığı (1634-1637)

Lale çılgınlığı veya lale krizi, 1634-1637 yılları arasında Hollanda’da meydana gelmiştir. Tarihteki finansal balon kaynaklı ilk kriz olması bakımından önem arz etmektedir. Hollanda’nın lale ile tanışması Türkiye’den Avusturya’ya gönderilen lalelerin, 16.yy ortalarında Batı Avrupa’ya yayılması ile mümkün olmuştur. Bu dönemde lalenin zenginliğin göstergesi gibi görülmesinde mozaik adı verilen çiçeğin taç yapraklarında farklı renk şeritlerine veya alev görünümüne sebep olmasının etkisi olmuştur (Garber, 1989: 537).

Lale, zenginliğin göstergesi gibi görüldüğünden laleye olan talepte ciddi bir artış yaşanmıştır. Söz konusu talep artışına bağlı olarak lale ticaretinin karlı hale gelmesi lale ticareti yapanlarının sayısının artmasına yol açmıştır. Nitekim 1634 yılına gelindiğinde profesyonel olmayan kişiler tarafından da lale ticaretinin yapılması ticaret hacminin genişlemesine neden olmuştur (Garber, 1990). Bununla birlikte laleden elde edilebilecek arpacık sayının sınırlı olması da lale arzının kısıtlı olmasına ve yüksek fiyatlara ulaşmasında etkili olmuştur (Oran, 2011: 157). Ancak ana dayanağının, spekülasyon mekanizması olduğunu söylemek mümkündür (Flood ve Garber, 1980: 749). Ocak 1637’de lale fiyatlarında zirve yaşanarak lale fiyatlarının Hollanda’nın en güzel ev fiyatıyla eşdeğer olduğu belirtilmiştir (Dash, 1999). Ancak Şubat 1637’de lale fiyatlarında sert bir düşüş meydana gelmiştir. Bu düşüşün ardından lale soğanı fiyatları bir daha Ocak 1637 seviyesine ulaşamamıştır (Garber, 1990: 39). Lale balonun patlamasıyla büyük bir finansal kriz meydana gelmiş, pek çok yatırımcı iflas etmiştir. Söz konusu durum nedeniyle Hollanda ekonomisi çok uzun bir süre durgunluk yaşamıştır.

Sonuç olarak lale balonu, irrasyonel yatırımcı davranışı, hızlı fiyat artışı ve çöküşü ile buna bağlı ekonomik kriz gibi unsurları anlama noktasında modern ekonomi teorisi açısından çok önemli bir örnektir.

3.3.2. Mississippi ve Güney Denizi Balonları (1720)

Mississippi ve Güney Denizi balonları oluşumları itibarıyla çok benzer balonlardır. Bu nedenle aynı başlık altında ele alınmıştır. Mississippi Balonu Fransa’da kurulan şirketlerin hisselerine yönelik spekülasyon hareketlere bağlı olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İngiltere’de de Güney Denizi şirketi hisselerine yönelik spekülasyon saldırıları olmuştur.

Fransa’nın bozulan vergi sistemi ve birikmiş borçlarına çözüm üretebilmek amacıyla İskoç John Law tarafından merkez bankası kurulması fikri gündeme getirilmiştir. John Law, paranın yalnızca ödeme aracı olduğuna ve ulusların zenginliğinin sanayi ve ticarete bağlı olduğu fikrini taşımaktadır. Nitekim Law, kâğıt para basma yetkisinin yanı sıra hisse senedi ve tahvil çıkarma ile mevduat toplama yetkisine sahip bir banka kurma izni almıştır (Akıncı vd. 2014: 724). Ayrıca bankacılıktaki başarıları dolayısıyla Mississippi Nehri vadisindeki ticareti canlandırma amacıyla kendisine ticaret üzerinde tekel hakkı veren bir şirket kurulma izni de verilmiştir. Ek olarak, Doğu Hindistan, Çin, Afrika kökenli şirketleri bünyesi altında toplayarak bir kuruluş kurmuştur. Bu kuruluş üzerinden yatırımcılara kısa vadeli krediler verilerek ticaretin geliştirilmesi amaçlanmıştır. Law, kraliyetin verdiği güvence ile düşük faizli hisse senetlerini halka arz etmiştir (Spotton, 1997: 180-181). Kraliyet desteği ile Law’ın sistemine güven, hisse senedi fiyatlarında 1719 yılının sonlarına doğru balon oluşumuna zemin hazırlamıştır. Ancak 1720 yılında hisse senedi balonu çökmeye başlamıştır. Balonun patlamasında bankanın halka arz ettiği hisse senetlerinin karşılığının altınla desteklenememesinin etkisi büyüktür. Bunun üzerine Law, aşırı değerlenen hisse senetlerini %50 oranında devalüe etmeye karar vermiştir. Ancak bu durum banka tarafından çıkarılan kâğıt paraya olan güveni zedeleyerek hisse senedi fiyatlarında ciddi azalma görülmesine neden olmuştur (Garber, 1990 ve Marietta, 1996). Panik halindeki satışlar hızlı bir şekilde devam etmiş ve Mississippi Balonu patlamıştır. Balonun patlamasıyla büyük bir finansal kriz meydana gelmiş, pek çok yatırımcı iflas etmiştir.

Güney Denizi balonunun başlangıç noktası tıpkı Mississippi Balonu'nda olduğu gibi hükümet borçlarıdır. İngiltere hükümeti'nin 18. yy'ın ilk çeyreğinde artan borçlarını finanse etme çabası, Güney Denizi şirketiyle anlaşma yapmasını zorunlu kılmıştır. İngiltere hükümeti borçlarını finanse etmek amacıyla Güney Denizi şirketiyle bir anlaşma yapmıştır. Bu anlaşmaya göre, şirket hükümetin borçlarını %6 faiz oranı ile finanse edecek karşılığında Güney Amerika bölgelerinde bulunan kolonilerle sınırsız ticaret hakkı elde edecektir. Güney Denizi şirketi, yapılan ticaretle bol miktarda altın ve gümüş kaynaklarına erişebileceği düşüncesiyle anlaşmayı kabul etmiştir. Şirket bu amaç doğrultusunda hisse senetlerini halka arz etmeye başlamıştır. Şirketin ticaretteki monopol gücü, aşırı kar beklentisi içerisinde olan yatırımcıların şirket hisselerine olan taleplerini artırmıştır. Şirketin artan başarısı ve hükümet borçlarını kapatmadaki gücü, şirket yöneticilerinin tecrübesiz bir kadrodan oluştuğunun bilinmesine rağmen hisselerine olan talebin daha da artmasına neden olmuştur (Temin ve Voth, 2003: 7-8). Şirketin hisseleri hızlı bir şekilde değer kazanmaya devam etmiş ve artan talep karşısında şirket yöneticileri hisse artırımına devam etmiştir. Bununla birlikte spekülasyon amaçlı hisse alımlarında da artış olmuştur. Öyle ki yerel yatırımcılarla beraber şirketin hisseleri Avrupalı tacirler tarafından da satın alınmaya devam etmiştir (Malkiel, 2007). Ancak şirketin karlarına oranla hisselerinin aşırı değerlendirildiğinin farkında olan şirket yöneticileri hisselerini satmaya başlamıştır. (Heffernan, 2005: 414). Şirket yöneticilerinin hisselerini sattıklarını duyan yatırımcılar da hisselerini satmaya başlamıştır. Panik ortamı Avrupalı tacirlerin de piyasayı terk etmesine yol açarak balonun çöküş sürecini hızlandırmıştır. Oluşan bu kriz birçok kişinin varlığını kaybetmesine neden olmuştur.

3.3.3. ABD Emlak ile Borsa Balonu ve Büyük Buhran (1921-1929)

I. Dünya Savaşı ile Avrupa'nın pek çok ülkesi tahrip olmuştur. Dünya altın rezervinin önemli bir kısmını elinde bulunduran ABD, dünyanın en etkin gücü olarak savaş sonrası ekonomilerini canlandırmak isteyen Avrupa ülkelerine kredi sağlamıştır. Bununla birlikte savaş sonrası dönemde üretimleri düşen Avrupa ülkelerine kıyasla, ABD'de Henry Ford'un seri üretim anlayışı ile birlikte üretim kapasitesi artmaya başlamıştır. Seri üretimi yapılan araba ve beyaz eşyaya olan talebin yüksekliği ile savaş öncesi dönemde orduya destek olması amacıyla çıkartılan Liberty Bonds tahvillerine yönelik talep artışı finansal ve reel anlamda ülkenin refahına katkı sağlamıştır.

Nitekim 1920’li yılların başlangıcında ABD ekonomisi sağlam bir görüntü ortaya koymaktadır. 1920-1929 dönemleri arasında ekonomik gelişme yıllık %3, işsizlik oranı ise yıllık %3.7 düzeylerindedir (Wisman, 2014: 374). Ele alınan dönemdeki üretim ve istihdam oranları, dönemin mevcut durumu da göz önünde bulundurulduğunda güçlü bir ekonomiye işaret etmektedir (Galbraith, 2013: 16). Bu durum, çeşitli şirket hisselerine olan talepleri artırmıştır. Ayrıca hisse senedi alımlarının kredi genişlemesi ile desteklenmesi kredi hacmini artırarak hisse senedi alımını teşvik etmiştir. Öyle ki 1920-1929 döneminde 50 milyon hisse senedinin piyasaya sürüldüğü iddia edilmektedir (Lange, 2007: 1).

Finansal ve reel piyasalarda oluşan bu olumlu konjonktür, hisse senetlerine yönelik spekülasyon işlemleri hızlandırarak tarım ve sanayi sektörlerinde ürün fazlalıklarına neden olmuştur. Teknolojik gelişmelere bağlı olarak artan üretim kapasitesi, arz fazlalığına yol açmıştır. Arz fazlalığı başlangıçta ürünlerin Avrupa ülkelerine ihracıyla giderilmeye çalışılmıştır. Ancak savaş sonrası dönemde ekonomilerini toparlamaya başlayan Avrupa ülkelerinin kendilerine yeterli duruma gelmesi ile Amerikan mallarına olan taleplerinde azalma görülmüştür. Bu durum ABD’nin üretim kapasitesinin azalmasına yol açmıştır. Diğer taraftan, Amerikan yatırımcıları Liberty Bonds ile hisse senedi alımlarına devam ederek refahlarını artırmayı amaçlamışlardır. Nitekim 1920’li yılların sonuna doğru borsa hacmi, yabancı yatırımcıların da katkısıyla maksimum seviyeye ulaşmıştır (Sauert, 2010: 5-9). Hisse senedi piyasasına yönelik spekülasyon saldırıların etkisiyle Dow Jones endeksinin değeri iki yıllık bir zaman dilimi içerisinde iki kat değer kazanmıştır. Artan borsa hacmi ile hisse senedi piyasasındaki bu gelişmeleri yakından takip etmek amacıyla İngiltere Bakanı Philip Snowden Amerika’yı ziyaret etmiştir. Yatırım davranışlarını inceleyen Snowden, borsanın spekülasyon balon içinde olduğunu ifade etmiştir. Snowden’in bu açıklaması İngiliz yatırımcılarının hisse senetlerini satmaya başlamalarına neden olmuştur. (Akıncı vd. 2014: 731). Piyasalarda panik ortamının oluşmasıyla Amerikan yatırımcılar da hisse senedi fiyatları dip seviyeye ulaşmadan hisselerini satmaya başlamışlardır. Bu panik ve güvensizlik ortamında büyük çöküşün henüz gerçekleşmediği Kara Perşembe olarak adlandırılan 24 Ekim 1929’da 12.894.500 hisse senedi el değiştirerek büyük bir satış dalgası gerçekleşmiştir. Bu satım işlemi alım fiyatlarının çok altında gerçekleşmiştir. Piyasaya duyulan güvenin tamamen

kaybolmasıyla 29 Ekimde rekor satım faaliyeti olmuş ve hisse senedi balonu patlamıştır (Galbraith, 2013: 114).

Diğer taraftan, ABD'nin Florida eyaletinde iklimin daha ılımlı olması, verimli arazilerinin bulunması, ulaşım imkânlarının kolaylığı gibi nedenlerle gayrimenkul talebinde ciddi artış olmuştur. Bu durum gayrimenkullere yönelik spekülasyon saldırılarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Elde edilen aşırı karlar, emlak sektörüne yapılan yatırımların artmasına ve balonun şişmesine neden olmuştur. Bu durum emlak sektörüne yapılan yatırımların artmasına neden olmuştur. Ortaya çıkan bu spekülasyon çılgınlığı demiryolu şirketlerinin gıda ve ilk yardım malzemeleri dışındaki ürünleri Florida'ya taşımak istememeleri ve Florida eyaletinde yaşanan kasırga derinden sarsmıştır. Kasırgaya bağlı olarak eyaletin boşaltılmasıyla toprak fiyatlarında ciddi azalma meydana gelmiştir. Evine kaybeden insanlar bankalara borçlarını ödeyemez duruma gelmiş, evini kaybetmeyenler de evlerini çok düşük fiyatlardan satmak durumunda kalmıştır. Tüm bu gelişmeler gayrimenkul balonunun patlamasına neden olmuştur (Derbyshire, 2013: 31-34).

Borsa ve gayrimenkul sektöründe yaşanan bu gelişmeler 1929 Buhranına neden olmuştur. Borsa ve gayrimenkulde yaşanan bu çöküş, başta ABD ekonomisini ve sonrasında tüm dünya ekonomilerini etkisi altına almıştır. Kriz sonrası dört yıllık dönemde ABD'nin GSYİH yaklaşık %30 daralmış, arz fazlalığına bağlı olarak fiyatlar genel seviyesinde %25 oranında düşüş yaşanmıştır. İşsizlik oranı kriz öncesi döneme göre yaklaşık yedi kat artarak %25 düzeylerinde gerçekleşmiştir. Ek olarak dokuz binden fazla banka iflas etmiştir (Eigner ve Umlauf, 2015:3). ABD' de yaşanan bu gelişmelerin etkisiyle, dünya ekonomilerinin büyüme oranlarında ciddi düşüş görülmüş, işsizlik oranları artmıştır. Kriz sonrası dönemde ABD'nin korumacı politikalar izleyerek ithalata sınırlandırma getirmesi dünya ticaretini olumsuz etkilemiştir (Işık ve Duman, 2012: 243-248).

Krizin küresel etkilerinden ziyade krizin oluşumunda merkez bankasının rolüne vurgu yapmak gereklidir. Kriz öncesi dönemde ve kriz yılında Merkez bankası sıkı para politikası nedeniyle eleştirilmiştir. Büyük buhranın buhran öncesinde uygulanan yanlış para politikaları ile ilişkili olduğunu ve buhranın oluşumunda para arzındaki daralmanın büyük etkisi olduğu ifade edilmiştir. Özellikle de kriz yılında borsada oluşan balonun

önüne geçme amacıyla uygulanan daraltıcı para politikasının olması gerekenden daha sıkı olduğu ve krizin etkilerini derinleştirdiğine vurgu yapılmıştır (Friedman ve Schwartz, 1963 ve Hamilton, 1987). Nitekim özellikle de kriz döneminde artan faiz oranlarına bağlı olarak yatırımlarda meydana gelen düşme ekonominin durgunluğa sürüklenmesine yol açmıştır. Bununla birlikte merkez bankası ve politikacılar tarafından yapılan açıklamaların krizin oluşumunda etkili olduğu da ifade edilmektedir. Merkez bankası ve politikacılar tarafından hisse senedi fiyatlarında balon oluştuğuna yönelik yapılan açıklamalar yatırımcıları uzun dönemde etkileyerek kriz döneminde toplu satışların olmasına yol açmıştır (Cecchetti, 1992). Para politikasının krizin oluşumunda söz konusu etkileri merkez bankalarının finansal kesim üzerindeki denetim ve düzenlemelerinin artmasına yol açmıştır (Paya, 2013: 511).

3.3.4. Japon Hisse Senedi ve Emlak Piyasası Balonu (1980-1991)

Japonya, 1950'lerin başından itibaren devlet eliyle kalkınma stratejisi benimsemiştir. Bu doğrultuda, devlet müdahalesi ile sanayi sektörü desteklenerek, özel sermayenin yetersiz olduğu alanlar kara geçene kadar devlet eliyle yönetilmiştir. Japon imalat sanayi, batılı üretim tekniklerinin de etkisiyle hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Sanayinin başlangıçta korunarak geliştirilmesi ve etkin üretim tekniklerinin kullanılması Japon sanayi sektörünün uluslararası rekabet gücünü artırmıştır. Batılı ürünlerin taklit edilmesi ve geliştirilerek nispeten daha ucuz fiyatlardan ihraç edilmesi ekonominin sürekli ve hızlı bir biçimde büyümesine sebep olmuştur. Yenin düşük değerli olmasının da etkisiyle ihraç gelirleri sürekli olarak artmıştır (Colombo, 2007). Ek olarak sanayinin ihraç odaklı yapısı ve uygulanan iktisat politikalarının uluslararası düzeyde sağladığı güven Japonya'ya olan yatırımların artmasına neden olmuştur. Bu durum ekonomik büyüme sürecine katkı sağlamıştır (Harris, 2003: 570).

Ancak bu sürekli ve hızlı büyüme süreci birtakım sorunları da beraberinde getirmiştir. 1980'lerin başından itibaren Japon otomotiv sektörü ABD'ye karşı gönüllü ihracat sınırlaması uygulamaktaydı. Gönüllü ihracat sınırlamasının ABD ile yapılan dış ticaret fazlasına çözüm getirememesi ABD yönetimini endişelendirmiştir. Soruna çözüm üretmek amacıyla iki ülke arasında 1985 yılında ABD'nin baskısıyla Plaza Anlaşması yapılmıştır. Anlaşma doğrultusunda, yenin değeri dolara karşı artırılarak ABD'nin Japonya karşısındaki dış ticaret açığı çözümlenmeye çalışılmıştır. Yenin dolara karşı

değerinin artırılmasıyla, Japon ekonomisinde hisse senedi ve emlak piyasasından kaynaklı bir balon oluşmuş ve yenin değer kazanmasıyla görece bir refah dönemine ulaşılmıştır. Nitekim bu dönemde Japonya en yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır. Balonun oluşum sürecinde aşırı değerli yenin ülke ekonomisine olan olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla faiz indirimine gidilmiştir. Bu dönemden sonra hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarında önemli bir şekilde artış görülmüştür (Akkemik, 2011: 173).

Oluşan varlık fiyat balonundan Japon finans sisteminin de sorumlu olduğunu söylemek mümkündür. Ödemeler bilançosunun fazlalığına bağlı olarak, para ve kredi hacminin artırılması ve dış piyasalara borç verilmesi bankacılık sektörünün mali yapısını bozulmasında etkili olmuştur. Özellikle bazı bankaların istenilen ölçüde ve sorgusuzca kredi kullandırması varlık fiyatlarını artırmıştır. Çünkü kullanılan kredilerin büyük bir kısmı varlık piyasalarında spekülasyon amacıyla kullanılmıştır. Ayrıca bu durum ekonomide kaynakların etkin kullanılamama sorununa neden olmuştur (Rubino, 2003: 35-36).

Bankalar dışında uzman kredi şirketleri tarafından da gayrimenkul alımı için kredi sağlanmaktaydı. Krediler başlangıçta olduğu gibi imalat sektörünü geliştirmek için değil, hisse senedi ve gayrimenkul alımları için değerlendirilmekteydi (Akkemik, 2011: 174). Nitekim Nikkei 225 endeksi, 1980 yılındaki seviyesine göre 1989'da yaklaşık dört kat değer kazanmıştır. Bununla birlikte gayrimenkul fiyatları 1985 yılındaki seviyesine göre 1990'da dört kat artarak en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Değeri artan varlıkların oluşturduğu balon, 1991 yılı itibariyle patlamıştır. Balonun patlama ve oluşum sürecini anlamak için Japon Merkez Bankasının uyguladığı politikaları üç döneme ayırmak faydalı olacaktır. İlk olarak 1985-1987 döneminde, Plaza Anlaşmasının ekonomide oluşturduğu durgunluktan çıkmak için genişletici para politikası uygulamasına geçilmiştir. Bu bağlamda iskonto oranları beş kez art arda düşürülmüştür. 1987-1989 dönemine gelindiğinde genişletici para politikasının etkisiyle ekonomi canlanmaya başlamış, para arzı önemli ölçüde artmış ve varlık fiyatları yükselmiştir. Japon Merkez Bankası para arzındaki bu artışların ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceği düşüncesiyle para politikasında daha dikkatli bir tutum içerisinde olmaya karar vermiştir. Ancak bu süreçte New York Borsasında yaşanan düşüş daraltıcı para politikası uygulamasını askıya almasına neden olmuştur. 1989 sonrası dönemde Japon Merkez

Bankası sıkı para politikası izlemeye başlamıştır. Para politikası uygulamasındaki bu değişiklik varlık fiyatlarının düşmesine neden olmuştur (Çokaklı, 2002: 7-9). Bu durum bankaların mali yapılarını zayıflatarak pek çok bankanın iflasına yol açmış ve ekonomiyi büyük bir durgunluğa sürüklemiştir.

3.3.5. İnternet Balonu (1995-2000)

ABD’de hisse senetleri, organize hisse senedi borsalarında işlem görmektedir. Uygulamaya göre, genç şirketlerin hisseleri öncelikle tezgâh üstü piyasalarda, sonrasında ise New York Hisse senedi borsasında işlem görmektedir. Firmaların çoğu borsaya kaydolmaları halinde hisse senedi fiyatlarının yükseleceği inancındadırlar. Bu nedenle de borsaya kaydolmanın maliyetlerini kabul etmektedirler. 1990’lı yıllarda internet ve teknoloji sektöründe yaşanan gelişmelere paralel olarak bu sektörlerde ait bazı çok başarılı firmalar, New York borsasına kayıt olmayıp hisse senetlerini tezgâh üstü piyasalarda elektronik yöntemle alıp satmayı tercih etmişlerdir. İnternet üzerinden gerçekleştirilen hisse senedi faaliyetleri dolayısıyla 1990’da NASDAQ’ da işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri New York Borsası’nın yaklaşık %11 düzeyinde iken, bu oran 1995’de %19’a, 2000’de ise %42’ye ulaşmıştır. Ancak internet teknolojisine yatırım yapanların getiri bazında bekledikleri geri dönüşü sağlayamamaları nedeniyle 2000 yılında oluşan bu spekülâtif balon patlamıştır. Nitekim NASDAQ hisse senetleri fiyatlarındaki düşüş %80’e ulaşmıştır (Kindleberger ve Aliber, 2012: 9-11).

İnternet teknolojisine ait hisse senetlerinde balon oluşmasının nedenlerinden biri, başlangıçta elde edilen yüksek oranlı karların yatırımcıların kar güdülerini harekete geçirerek gelecekle ilgili iyimser beklenti oluşturmalarıdır. Yatırımcıların, piyasanın yükseleceği beklentisi içerisinde olmaları fiyatların yükselmesine neden olmuştur. Diğer bir neden ise, FED’ in uyguladığı düşük faiz politikasıdır. Bu politika yatırımcıların daha düşük maliyetle sermaye elde etmelerini sağlayarak yatırımları artırmıştır (Wollscheid,2012: 4). Tüm bu koşullar altında yatırımcıların irrasyonel davranışları, hisse senedi fiyatlarını yükselterek spekülâtif hareketleri artırmıştır. Ancak 2000’li yılların başlangıcında FED’ in piyasa faiz oranları üst üste artırmasıyla hisse senetleri değer kaybetmeye başlamıştır. Oluşan panik ortamı büyük çaplı hisse senedi satışlarını beraberinde getirmiş ve balonun patlamasına neden olmuştur.

3.3.6. Emlak Balonu (2003-2007) ve Küresel Kriz (2007-2010)

FED' in 2001 resesyonunun etkilerini azaltmak için uyguladığı düşük faiz politikası ile Japonya'nın 1990'lardan bu yana deflasyonist süreçten çıkmak için uyguladığı düşük faiz politikası küresel çapta likidite bolluğuna neden olmuştur. Uygulanan politikalar sonucunda, faiz oranlarındaki azalmaya bağlı olarak finansal kurumların borçlanma maliyetleri azalmıştır. Bu durum finansal kurumların fon fazlasına sahip olmalarına neden olmuştur. Finansal kurumlar likidite fazlalarını başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredilere yöneltmişlerdir. Karlarını daha da yükseltmek isteyen finansal kurumlar, kredilerin geri dönüşünde sorunlar yaşayabilecekleri, sabit bir geliri olmayan veya düşük gelirli tüketicileri (sub-prime), ipotekli konut kredileri (mortgage) ile borçlandırma yarışına girmişlerdir.

Bununla birlikte finansal kurumlar, konut kredilerine olan talebi artırmak için mortgage kredilerini çeşitlendirmişlerdir. Bu durum tüketicilerin mortgage ürünlerine yönelik taleplerini artırmalarını sağlamıştır. Tüm bu hususlar, konut fiyatlarının hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki artış oranı, 1990-2000 döneminde ortalama olarak %2-4 düzeyinde kalmıştır. Buna karşın artış oranı, 2000-2003 döneminde %7-9 aralığında, 2004-2005 döneminde ise %12-18 aralığında gerçekleşmiştir (Bernanke, 2010). Ek olarak, konut kredisi kullananlardan alınan senetlerin menkul kıymetleştirilmesi ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin miktarında ciddi bir artış yaşanmıştır. 2005-2007 dönemi için varlığa dayalı menkul kıymetlerin değeri 1,6 trilyon dolardan 2 trilyon dolara yükselmiştir. Bu durum ele alınan dönemde, finansal kurumların varlığa dayalı menkul kıymet ihracına yönlendiğini göstermektedir (Eraslan ve Bayraktar, 2012: 45). Söz konusu menkul kıymetleştirme süreci birçok ülkenin finans sistemine girerek bu menkul değerlerin de küreselleşmesine neden olmuştur (Çamoğlu vd., 2010: 78).

FED, 2004 yılının ikinci çeyreğinde enflasyonla mücadele etmek için faiz artırımına gitmiştir. Faiz oranlarının artırılmasıyla aşırı yükselen konut fiyatları hızlı bir şekilde düşmeye başlamıştır. Faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak başta değişken faizli konut kredileri olmak üzere, tüm kredilerin geri dönüşlerinde sıkıntılar yaşanmaya başlanmıştır. Buna paralel olarak, konut fiyatlarının düşmesi konut kredisi kullananların konutlarını satıp borçlarını ödeme imkânını ortadan kaldırmıştır. Oluşan bu batık

kredilere ek olarak konut değerlerinin ipotek değerinin altına düşmesiyle finansal kurumlar büyük zararlara uğramıştır. Zarara uğrayan finansal kurumların varlığa dayalı menkul kıymetleri de içeren yükümlülüklerini yerine getirememesi krizin finansal piyasalarda hızlı bir şekilde yayılmasına neden olmuştur. Finansal sistemde yaşanan bu sorunlar kısa sürede reel sektörü etkisi altına almıştır (Schwarcz, 2008: 2-9). Özetle, artan likidite bolluğuna bağlı olarak kredi hacminin genişlemesi konut balonlarının oluşmasına yol açmıştır. Ardından FED' in 2004 yılında faizleri artırması batık kredilere neden olmuştur. Finansal kurumların verdikleri kredilerin karşılığında gayrimenkulü ipotekleştirmesi ise krizin derinleşmesine katkı sağlamıştır. Ayrıca menkul kıymetleştirme sürecinin hız kazanması, riskin başkalarına devrini hızlandırmış ve toksit kâğıtların küresel çapta işlem görmesine neden olmuştur. Bu durum krizin küresel çapta ortaya çıkardığı riskleri artırmıştır (Afşar, 2011: 150-151).

Küresel kriz, ilk olarak 2007 yılında ABD finans piyasalarında ortaya çıkmıştır. ABD'nin en büyük finans kuruluşları iflas etmiş ve küresel finansal kurumlar çok büyük zararlara uğramışlardır. Finansal kurumların bilançolarında ortaya çıkan kayıpların boyutu krizin etkilerini göstermesi bakımından önemlidir. Finansal kurumlar %20,9-%99,9 oranları arasında kayba uğramıştır. Ortaya çıkan bu zararların etkilerini ortadan kaldırmak için hükümet tarafından; sübvansiyon desteği, doğrudan kaynak aktarma, iflas korumasına alma ve kamulaştırma gibi kurtarma paketleri uygulanmıştır (Eraslan ve Bayraktar, 2012: 49). Bununla birlikte, tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz, dünya ekonomilerinde resesyon yaşanmasına neden olmuştur. Dünya üretim hacmi, 2008 yılında bir önceki yıla göre, %2,8 artış göstermiştir. Ancak bu oran 2002-2008 dönemleri arasındaki en düşük artış oranıdır. 2009 yılına gelindiğinde küresel krizin üretim hacmi üzerindeki etkisi daha çarpıcıdır. Dünya üretim hacmi, 2009 yılı içerisinde -%0,6 küçülmüştür. Buna paralel olarak büyüme oranlarında da önemli derecede azalma meydana gelmiştir. Dünya'da 2007 yılı itibariyle %4,1 ile 2002-2009 dönemi içerisinde en yüksek düzeye ulaşan büyüme oranı, 2008 ve 2009 yıllarında sırasıyla %1,6 ile -%2,0'a gerilemiştir. Ayrıca dünya ticaret hacmi de önemli derecede daralmıştır. Dünya ticaret hacmi 2007 yılında %7,4 oranında artış göstermiştir. Buna karşılık 2008 ve 2009 yıllarında sırasıyla %2,9 ile -%11 daralma göstermiştir (IMF, 2008). Tüm bu sonuçlar krizin iktisadi aktivitelerde önemli daralmalara yol açtığını göstermektedir.

4. VARLIK FİYATLARINDA GÖRÜLEN BALONLAR AÇISINDAN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Yukarıda tarihsel süreç içerisinde görülen, temelini yoğun spekülatif eylemlerin oluşturduğu varlık fiyat balonlarına değinilmiştir. Örnekler bağlamında görüldüğü üzere, balonlar iktisadi işleme konu olan tüm varlıklar için söz konusu olabilmektedir. Her ne kadar balona neden olan metalar farklılık gösterse de tüm varlık fiyat balonlarının ortak özelliği başlangıçta söz konusu varlık üzerinden yüksek kar elde etme arzusudur. Bu bağlamda, yatırımcılar başlangıçta karlılık düzeyinin yüksek olduğu varlıklara yatırımlarını yönlendirmekte, fiyatların sürekli artacağı beklentisi altında talep artışı beraberinde ilgili varlığın fiyatında balon oluşumuna neden olmaktadır. Varlığın temel değerinden aşırı uzaklaşarak oluşan bu yapay fiyatın farkında olan yatırımcıların ellerindeki varlığı satma süreci balonun patlamasına ve farklı alanlarda başlayan krizlerin reel sektöre yayılmasıyla süreç sonlanmaktadır.

Bu bağlamda lale krizinden 2008 küresel finansal krizine kadar ele alınan varlık fiyat balonları etkileri bakımından farklılık göstermektedir. 17. ve 18. yy' larda ortaya çıkan varlık fiyat balonları diğer ekonomileri etkilemekle beraber daha bölgesel niteliktedir. Bu süreçteki krizlerin etkilerinin daha bölgesel olmasında, ticari bağlantıların zayıflığı ve finansal sistemin yapısının daha net olmasının etkisi büyüktür. Bununla birlikte, 20. yy' dan sonra görülen varlık fiyat balonları özellikle de 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte finans piyasalarının krizlerdeki etki gücü ile birlikte rollerinde artış görülmesine neden olmuştur. Krizlerin uluslararası etki alanının artmasında, bilgi ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, hızlı liberalizasyon süreci ve uluslararası portföy yatırımlarının artışı etkili olmuştur. Bununla birlikte, 20. yy' da yaşanan krizlerde merkez bankalarının krizleri yönetmede daha etkin bir rol oynadığını söylemek mümkündür. Merkez bankaları ile denetleyici kurumlar anında ve etkin müdahalelerde bulunarak piyasada daha yoğun faaliyet göstermişlerdir. Ancak 2008 Küresel Finansal Krizinde merkez bankalarının ve denetim ve gözetim yapan kurumların kriz sürecini yönetmede zayıf kaldıklarını söylemek mümkündür. Kriz sürecinde uygulanan para politikalarının krizden çıkış noktasında beklenen etkiyi göstermemesi ise para politikalarına ve ana akım merkez bankacılığına yönelik eleştirilerin yoğunlaşmasına neden olmuştur. Geline bu noktada varlık fiyat balonları açısından para politikası üzerine genel bir değerlendirme yapmak önemlidir.

2008 Küresel Finansal krizinden önce oluşturulan para politikası çerçevesinde, merkez bankaları yalnızca fiyat istikrarını dikkate almışlardır. Bu kapsamda fiyat istikrarının aynı zamanda finansal istikrar için gerekli ve yeterli olduğu düşünülmektedir. Bernanke (2010) çalışmasında, merkez bankalarının varlık fiyat balonlarını kesin olarak belirlemesinin zor olduğuna ve varlık fiyat balonlarına müdahale etmemesi gerektiğine vurgu yapmıştır. Ayrıca varlık fiyatlarında oluşan balonlar ile para politikası arasında sistematik bir ilişki olmadığı için uygulanan para politikasının finansal piyasalar üzerinde etkili olmadığını savunmaktadır. Bununla birlikte, finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar yalnızca bilanço bozuklarına neden olduğu için bu süreçte yapısal bozukları gidermenin yeterli olduğu düşünülmektedir. Bu doğrultuda yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanan merkez bankaları reaktif para politikası uygulayarak bekleyip duruma göre tepki vermişlerdir. 2008 krizine kadar oluşturulan para politikası modeline ve Yeni Keynesyen temelli para politikası uygulamalarına son derece güvenilmekteydi. Ancak 2008 krizi daha önce ekonomik istikrarın sağlanması noktasında başarılı olan para politikası uygulamalarına ve ana akım merkez bankacılığına yönelik eleştirilerin artmasına yol açmıştır (Mishkin, 2010: 1).

Daha öncede bahsedildiği gibi küresel kriz öncesi FED' in uyguladığı para politikası Taylor kuralı üzerine inşa edilmiştir. Taylor kuralı üzerine temellendirilen para politikası uygulamasının FED' in olması gerektiğinden daha gevşek bir para politikası izlemesine yol açtığı ileri sürülmektedir (Bernanke, 2010: 4-8). Yukarı da FED' in 2001-2004 döneminde gevşek para politikası uygulamasının konut fiyat balonlarının ve 2004 yılının ikinci yarısından sonra enflasyonla mücadele etmek için faizleri yükseltmesinin konut fiyat balonunun patlamasının nedeni olduğuna detaylı olarak değinilmiştir. Burada vurgulanması gereken husus, 2008 krizinde FED' in sorumluluğudur. Kriz sırasında ve sonrasında ise merkez bankalarının krizi önlemek için geleneksel para politikası çerçevesinde faiz oranlarını düşürmesi, ekonomilerde iç talebi canlandırmada yetersiz kalmıştır. Bununla birlikte kriz öncesinde Yeni Keynesyen temelli para politikası çerçevesinde dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide etkin politikanın enflasyon hedeflemesi stratejisi olduğu düşünülmekteydi. Merkez bankaları bu doğrultuda faiz politikasını etkin bir şekilde kullanmaktaydı. Ancak küresel finansal kriz faiz politikasının tek başına fiyat ve finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmadığını

ortaya koymuştur. Çünkü kriz dönemlerinde artan enflasyon oranları enflasyon beklentilerini artırırken, bir yandan da varlığa dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan olumsuzlar reel sektöre yayılmaktadır. Yani merkez bankaları ekonomide durgunluk ve fiyat artışları ikileminde kalmaktadır. Bu durumda merkez bankalarının enflasyonu kontrol altına almaları için faiz oranlarını artırması gerekirken, ekonomik durgunluğun önüne geçmesi için ise faiz oranlarını düşürmesi gerekmektedir. Dolayısıyla büyüme-enflasyon ikileminde faiz politikası yetersiz bir politika aracıdır. Ayrıca kriz dönemlerinde enflasyon oranları artarken büyüme oranları düşüyorsa, yani ters yönlü bir hareket söz konusu ise faiz oranlarının nasıl kullanılması gerektiği belli değildir.

Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisi, finansal istikrar üzerinde önemli etkilere sahip belirleyicilerin gözden kaçırılmasına neden olmaktadır (Buitter, 2008). Uygulanan genişletici para politikasının varlık fiyatlarını artırmasıyla finansal ve reel sektörlerde istikrarsızlığa yol açması enflasyon hedeflemesi stratejisinin eleştirilmesine neden olmuştur. Tüm bu hususlar, krizin derinleşmesine ve merkez bankalarının krize müdahalesinin gecikmesine yol açmıştır. Bu durum yerleşik para politikasına olan inancın sarsılmasına sebep olmuştur.

Kriz döneminde tüm dünya merkez bankalarının faiz indirimlerine başvurusuyla kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra yaklaşması, merkez bankalarının para politikası aracılığıyla ekonomiyi etkileme gücünü sınırlandırmıştır. Nitekim para arzındaki artışlar faiz oranlarını daha fazla düşürememiş ve para talebinin faiz elastikiyeti sonsuz olarak gerçeklemiştir. Böyle bir durumda para politikası reel etkilere sahip değildir. Diğer bir ifadeyle para politikası etkinsizdir. Literatürde likidite tuzağı olarak adlandırılan bu durum 2008 krizi öncesinde uç bir örnek olarak düşünölmekteydi. Ancak 2008 krizi sürecinde likidite tuzağı ile karşılaşılması, likidite tuzağını makroekonomik tartışmaların merkezine yerleştirmiştir. Kriz sürecinde kısa vadeli faizlerin sıfırlanması, merkez bankası bilançolarının kriz sürecinde kullanılmasını zorunlu kılmıştır. Bu bağlamda merkez bankaları kurtarma operasyonları yoluyla sübvansiyon desteğı, doğrudan kaynak aktarma, iflas korumasına alma ve kamulaştırma gibi standart dışı politikalar uygulamaya koymuştur. Kurtarma operasyonları aracılığıyla krizin ortaya çıkardığı maliyetlerin kamuya aktarılması, finansal sisteme olan güveni zedeleyerek finansal sistemin istikrarının kurtarma operasyonları bağlamında hükümet desteklerine bağı olduğunu

ortaya koymaktadır. Ayrıca uygulamaya konan bu tür tedbirler, merkez bankalarının temel hedefi olan fiyat istikrarı hedefine yönelik güvenilirliğini de azaltmaktadır (Erdem ve İlğün, 2013: 305).

Bununla birlikte, 2008 krizinin fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmesiyle birlikte fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Arestis ve Karakitsos (2009) çalışmalarında yalnızca fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankasının varlık fiyat balonlarının neden olduğu konjonktürel dalgalanmaları ve bunun neden olacağı krizleri öngöremeyeceğini iddia etmektedirler. Bu durumun ayrıca enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini azalttığını ifade etmişlerdir. Kriz döneminde birçok ülke tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi varlık fiyatlarının göz ardı edilmesine neden olmuştur.

Küresel kriz sonrasında ise merkez bankalarının yalnızca enflasyon ve çıktı açığına değil aynı zamanda varlık fiyatlarına da odaklanması gerektiği ortaya çıkmıştır. Nitekim merkez bankalarının bu tutumunun enflasyon ve çıktıdaki değişiklikleri azaltarak enflasyon hedeflemesine katkı yapacağı ifade edilmektedir (Cecchetti vd. 2000: 35). Varlık fiyat balonlarının ve sonrasında görülen varlık fiyat çöküşlerinin finansal istikrar ile birlikte fiyat istikrarını bozabileceği vurgulanmıştır. Bu noktada merkez bankaları varlık fiyatlarındaki spekülasyon artışların önüne geçebilmek için para arzını yakından takip etmeli ve gerektiğinde faiz artırımlarına başvurmalıdır (Cecchetti, 2006). Yani merkez bankaları varlık fiyat balonlarının neden olduğu konjonktürel dalgalanmaları azaltmak amacıyla varlık fiyatlarını gözetmeli ve sınırlı ancak ters yönde tepki vermelidir. Temelde genişletici para politikasının varlık fiyat balonlarının ortaya çıkmasına katkıda bulunduğu ve daraltıcı politikaların bunları azaltabileceğini düşünen görüşün teorik temelleri rüzgara karşı eğilme politikası bağlamında ele alınmaktadır (Svensson, 2011: 3). Ancak konjonktürel dalgalanmalar reel ekonomi kaynaklıysa bu durumda merkez bankaları varlık fiyatlarına tepki vermemelidir. Böyle bir durumda merkez bankaları reaktif para politikası uygulamalıdır (Balmumcu, 2013: 40).

Minsky (2013), merkez bankalarının nihai borç verme işlemlerinin doğrudan ve dolaylı olarak, varlık fiyatlarına taban veya finansman koşullarına tavan getirerek belirli zararların oluşmasını önlediğini söylemektedir. Merkez bankaları son kredi mercii olarak, sistemde değer kaybeden varlıkları kendi risksiz ve likit varlıkları ile satın almakta ve bu

varlıkları tekrar değer kazanana kadar elinde bulundurmaktadır. Ancak bu işlem borçlanma ve borç vermenin önemli olduğu bir ekonomide var olan özel risklerin bazılarını toplumsallaştırmaktadır. Merkez bankaları bu uygulama ile finansal piyasalara ödeme taahhütlerinin yerine getirilmesi noktasında güvence sağlamaktadır⁴¹. Ayrıca Minsky, merkez bankalarının bu müdahalesinin doğru zamanda ve biçimde yapılmasını önermektedir. Kriz gerçekleşikten sonra sisteme yapılacak müdahalenin enflasyonist baskı dışında herhangi bir etkisinin olmayacağını ifade etmektedir. Bu nedenle merkez bankaları nihai borç verme işlemine en kötü senaryoda başvurmalıdır. Minsky nihai borç verme işleminin kapitalist sistemin yapısı ⁴²gereği kaçınılmaz olduğunu vurgulamakla birlikte, bu aşamaya gelmeden önce uygulanacak bir takım para politikaları ile genelde finansal istikrarı özelde ise varlık fiyat hareketlerini kontrol altında tutacak bir takım uygulamaların mevcut olduğunu belirtmektedir.

Merkez bankaları ile finansal istikrarın gözetilmesi noktasında sorumluluğu bulunan kurumlar, makroekonomik görünüm ile birlikte finansal piyasaların durumunu takip ederek oluşan risk ve oynaklıkları gözetmelidir. Yapılan değerlendirmeler sonucunda oluşan riskleri önlemeye yönelik önleme politikalarının kullanılması gerekmektedir. Bu bağlamda önleme politikaları, finansal istikrarsızlığın oluşma ihtimalini azaltan veya herhangi bir finansal istikrarsızlık ortaya çıktığında oluşan maliyetleri en aza indiren politikalarlardır. Bu bağlamda merkez bankaları, mevduat sigortası uygulamasına kısıtlamalar getirerek⁴³, finansal işlemlere yönelik sağlam bir altyapı ve üst yapı oluşturarak, varlıkları bakımından finansal kurumları risk derecelerine göre sınıflandırıp risk bazlı sermaye yeterliliği uygulamasına giderek, piyasa bazlı düzenlemeler yaparak ve bankalar ve diğer finansal kurumların etkin bir şekilde denetlenmesi ve düzenlenmesine yönelik uygulamalara başvurabilmektedir. Ancak istikrarsızlık unsur veya unsurları sisteme bulaşmaya başladıysa merkez bankalarının ket vurucu politikalarla başvurması gerekmektedir. Dolayısıyla ket vurucu politikalar, istikrarsızlığın şiddetini baskılayan ve ortadan kaldıran önlemleri içermektedir. Merkez bankalarının son kredi merci olarak sisteme likidite enjekte etmesi bu duruma örnektir.

⁴¹ Bu uygulamanın riskli finansal işlemleri teşvik etmesi ve bu durumun finansal kırılganlığı arttırdığı yönünde eleştiriler bulunmaktadır. Bu durum literatürde Minsky Paradoksu olarak adlandırılmaktadır.

⁴² Finansal piyasalar özü itibarıyla istikrarsızlık yaratma, istikrarsızlığı yayma ve tüm ekonomiyi etkileme eğilimindedir.

⁴³ Temelde mevduat sigortası uygulaması ahlaki tehlike yaratmaktadır.

Bu uygulama piyasada faaliyetlerin devam etmesi bakımından önemli bir uygulamadır. Ancak merkez bankalarının finansal sistem içerisinde önemli bir yeri bulunan hacim olarak büyük finansal kurumlar için daha acil çözüm üretmeleri yerinde olacaktır. Merkez bankalarının son olarak başvurduğu uygulama ise finansal kriz sonrası oluşan maliyetleri minimize etmeyi amaçlayan iyileştirici uygulamalardır. Bu doğrultuda merkez bankaları finansal sistem için riskli olan kurumları yeniden yapılandırma veya sağlıklı kurumlarla birleşmelerini sağlama gibi bir takım önlemlere başvurabilmektedir (Chant, 2003).

Sonuç olarak, küresel finansal kriz sonrasında merkez bankaları fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da ana hedef olarak görmeye başlamıştır. Finansal istikrarı korumak modern merkez bankacılığının temel fonksiyonu haline gelmiştir (Sinclair, 2000: 389). Bu amaçla merkez bankaları fiyat istikrarı sağlama amacına yönelik olarak politika faiz oranını kullanmakta ve finansal istikrarı sağlama ve sürdürme adına zorunlu rezerv oranı, kredi artışı üst limiti, döviz borçlanmasına sınır getirme gibi bir takım finansal ve para politikası araçlarını birlikte kullanmaktadırlar.

Genelde finansal istikrarı özelde ise varlık fiyat oynaklıklarının önüne geçmek için kamusal müdahale gerekli ve zorunludur. Çünkü varlık fiyat oynaklıkları para politikası aktarım mekanizmasında aksamalara, makroekonomik politika oluşturma ve uygulamada sorunlara, uygulanan politikalara yönelik güven tahsisinde olumsuzluklara neden olmaktadır. Bu nedenle merkez bankaları varlık fiyat oynaklıklarını takip etmeli ve gözetmelidir. Bununla birlikte finansal piyasalar özü itibarıyla istikrarsızlık yaratma eğiliminde olduğu için varlık fiyatlarında meydana gelen kısa dönemli dalgalanmalara merkez bankaları müdahale etmemelidir. Varlık fiyatlarında kısa dönemli dalgalanmalar sonucunda denge fiyatının oluşumunda piyasa sisteminin daha etkin olduğunu söylemek mümkündür (Darıcı, 2009: 53).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VARLIK FİYATLARI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Bir önceki bölümde varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarında sistematik bir role sahip olup olmaması gerektiğine ilişkin teorik tartışmalara yer verilerek varlık fiyatlarının finansal istikrara katkısından bahsedilmiştir. Bununla birlikte para politikası varlık fiyatları ilişkisini ele alan ampirik çalışmalara ve sonuçlarına değinilmiştir. Bu kısımda ise, 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında TCMB'nin politika oluşturma sürecinde varlık fiyatlarını göz önünde bulundurup bulundurmadığı ve para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkisi ekonometrik olarak araştırılmaktadır.

1. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE VARLIK FİYAT GELİŞMELERİ

2008 Küresel Finansal Krizinin ardından uygulanan ekonomi politikalarının temel amacı krizin etkilerini azaltmaya yöneliktir. Bu doğrultuda TCMB, 2008 Küresel Finansal Krizinin etkilerini sınırlandırmak amacıyla piyasalara yönelik likidite desteğini arttırmış, aynı zamanda faiz indirimine gitmiştir (Keskin, 2018: 168). TCMB politika faizini 2008 yılı Kasım ayı içerisinde 50 baz puan indirerek faiz indirim sürecini başlatmıştır. Takip eden dönemlerde politika faizlerini sırasıyla 125 ve 200 baz puan indirerek finansal sistemin ve kredi piyasasının işlerliğini korumayı amaçlamıştır (Yılmaz, 2009: 15).

2008 Küresel Finansal Krizinin ardından başta FED olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan genişletici para politikaları Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerini artırarak döviz kurunun düşmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmuştur. Cari açığın GSYH'ye oranının artması finansal istikrarı önemli ölçüde tehdit eder hale getirmiştir. Bu dönemde küresel ölçekte dış ticaretin daralmasına bağlı olarak uluslararası emtia fiyatlarında yaşanan azalma enflasyonun düşük seviyelerde seyretmesine yol açmıştır. Bu durum TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik endişelerini azaltmıştır (TCMB, 2010: 25). Böylece TCMB, 2008 Küresel Finansal Krizinin Türkiye ekonomisi üzerinde yaratacağı olumsuz etkileri sınırlandırmaya yönelik politika uygulama imkanı bulmuştur. Bu çerçevede TCMB, para politikasını finansal istikrarı da kapsayacak şekilde genişletmiştir. Finansal sistemdeki

riskleri azaltmaya yönelik yeni bir para politikası anlayışı benimsenmiştir. Bu amaç doğrultusunda TCMB, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak faiz koridoru, bir haftalık repo faizi, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi farklı politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. (TCMB, 2013: 12). TCMB, yeni politika araçlarını kullanarak fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına ulaşabilmek için kredi ve döviz kuru değişkenlerini ara değişken olarak belirlemiştir. Böylelikle TCMB'nin para politikası iletişimini krediler ve döviz kuru üzerinden sağladığı ifade edilebilir. Nihai amaçlara ulaşmada kredi ve döviz kuru değişkenlerinin kullanılması TCMB'nin para politikasını oluştururken varlık fiyatlarına doğrudan yer vermediği anlamına gelmektedir. Varlık fiyatlarına para politikası amaç fonksiyonunda doğrudan yer verilmemesi, varlık fiyatlarının yalnızca toplam talep ve maliyet unsurları ile ilişkileri bağlamında göz önünde bulundurulduğunu ifade etmektedir (Kara, 2012: 6-7).

2008 Küresel Finansal Krizini takiben, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan genişletici para politikaları küresel ölçekte likidite düzeyinin artmasına yol açmıştır. Artan likidite bolluğuna bağlı olarak TCMB'nin 2010 yılından politika faiz oranlarını önemli bir şekilde düşürdüğü ifade edilebilir. 2010 yılını takiben uygulanan genişletici para politikası 2011 yılından itibaren konut fiyatlarında önemli ölçüde artışa yol açmıştır. Bununla birlikte gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan genişletici para politikaları Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerini artırarak döviz kurunu düşürücü etki yapmıştır. Ayrıca politika faizindeki söz konusu azalma, hisse senedi fiyat endekslerini yükseltmiştir.

FED'in 2014 yılında miktarsal gevşeme politikasını sonlandırması ve 2015 yılında ilk faiz artırımını gerçekleştirmesi Türkiye'de finansal piyasalarda ve döviz kurunda oynaklığa neden olmuştur. FED'in daraltıcı para politikası uygulaması hem hazine bonusu hem de devlet tahvili satışlarını artırmıştır. TCMB, bu gelişmelerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini sınırlandırmak amacıyla 2016 yılının sonlarına doğru parasal sıkılaştırma yoluna gitmiştir. Bu çerçevede politika faizi 50 baz puan artırılmıştır (TCMB, 2016: 32). TCMB'nin daraltıcı para politikası uygulamasını takiben konut sektöründe birtakım olumsuzluklar yaşanmıştır. Döviz kurunda sert yükselişler yaşanmış ve hisse senedi fiyatlarında düşüş yaşanmıştır. 2019 yılının ortasından itibaren

TCMB'nin politika faiz oranını düşürmesi konut fiyatlarının, döviz kurunun yukarı yönlü bir eğilim içerisine girmesine yol açmıştır.

2. METODOLOJİ VE VERİ

Türkiye'de para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin sınanmasında literatürde en sık kullanılan ve çalışma amacına en uygun model olarak nitelendirilen VAR modeli kullanılmıştır. Ancak iktisadi ilişkilerin incelenmesinde standart VAR modellerine yöneltilen eleştiriler dikkate alınarak, çalışmada Sims (1986) ve Bernanke (1986) tarafından geliştirilen ve iktisat teorisi çerçevesinde belirlenen kısıtların kullanıldığı yapısal VAR (SVAR) modeli tercih edilmiştir. Çalışmada para politikası göstergesi olarak BİST bankalar arası gecelik repo faizi alınmıştır. Varlık fiyatlarını temsilen altın fiyatları, BİST100 endeksi, reel efektif döviz kuru, üç ay vadeli hazine bonosu faizi, on yıl vadeli devlet tahvili faizi ve konut fiyat endeksi serileri kullanılmıştır. Çalışmada ilgili değişkenler menkul kıymet fiyatları, gayrimenkul fiyatları ve döviz kurunu temsil edecek şekilde seçilmiştir. Çalışmanın dönemi tüm değişkenler için maksimum gözlem elde edilebilecek şekilde 2011:05-2018:05 olarak belirlenmiştir. İlgili dönem, herhangi bir finansal kriz içermemesi ve 2008 Küresel Finansal Krizi sonrası TCMB'nin politika duruşunu yansıtmaması açısından önemlidir.

2.1. Yapısal VAR Modeli (SVAR)

İktisadi değişkenlerin niteliği ve değişkenler arasındaki etkileşim ağı, iktisadi değişkenler arasındaki ilişkinin tek denklemliler yardımıyla ortaya konmasını güçleştirmektedir. Bu durum iktisadi ilişkilerin birden çok denklem yardımıyla; bir denklem sistemi çerçevesinde değerlendirilmesini mümkün kılan modellerin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Buna ilaveten iktisadi değişkenler arasındaki karmaşık ilişki ağı; söz konusu ilişkilerin analiz edilmesinde (tek denklemliler modeller veya çok denklemliler modeller ile) içsel-dışsal değişken ayrımını zorlaştırmaktadır. Söz konusu durumlar karşısında, Sims (1980) tarafından içsel-dışsal değişken ayrımını gerektirmeyen dolayısıyla belirlenme sorunu içermeyen (Gujarati ve Porter, 2009: 784-785) bir eşanlı denklem modeli olarak vektör otoregresif (vector autoregressive) (VAR) modeli geliştirilmiştir.

VAR modellerinde bütün değişkenlerin içsel olduğu kabul edilmektedir. Modele dahil edilen her bir değişken kendisinin ve modelde yer alan diğer değişkenlerin

gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır (Gujarati ve Porter, 2009: 784-785). VAR modelleri değişken kümesindeki her bir değişkenin hem kendisinin hem de kümedeki diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri üzerine regresyonlarından oluşan en küçük kareler sistemi olarak ifade edilebilir (Bernanke ve Gertler, 1995: 30).

VAR modelinin iktisadi araştırmalarda kullanılmasında bazı dezavantajlara sahip olduğu ifade edilmiştir. VAR modelinin kovaryans matrisinin değişken sıralamasına duyarlı Cholesky yöntemi kullanılarak ayrıştırılması, belirlenme kısıtlarının keyfi olarak konulması ve iktisadi teoriye bağlı olmak durumunda olmaması gibi özellikleri nedeniyle; sonuçların sıralamaya bağlı olarak değişiklikler göstermesi, iktisadi teoriyle çelişmesi ve yanıltıcı olması mümkündür (Brooks, 2008; Enders, 2014). Söz konusu dezavantaj veya eleştiriler karşısında Sims (1986) ve Bernanke (1986) tarafından SVAR modeli geliştirilmiştir. Takip eden kısımda VAR ve SVAR modelinin teorik altyapısı, yapısal modele konulacak kısıtların seçimi, etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması üzerinde durulmuştur.

y ve x gibi iki değişkendenden oluşan ve bir dönem gecikmeli VAR modelinin yapısal formu; y_t ve x_t değişkenlere ait durağan serileri, ε_{y_t} ve ε_{x_t} sırasıyla σ_y ve σ_x standart sapmaya sahip beyaz gürültülü hata terimlerini ifade etmek üzere aşağıdaki gibi ele alınabilir.

$$y_t = \beta_{10} - \beta_{12}x_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}x_{t-1} + \varepsilon_{y_t} \quad (3.1)$$

$$x_t = \beta_{20} - \beta_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}x_{t-1} + \varepsilon_{x_t} \quad (3.2)$$

3.1 ve 3.2 numaralı denklemlerden oluşan sistemde; β_{12} ve β_{21} sırasıyla x_t 'nin y_t 'ye ve y_t 'nin x_t 'ye eşanlı etkisini göstermektedir. ε_{y_t} ve ε_{x_t} değişkenleri ise y_t ve x_t üzerindeki şoklar olarak ifade edilebilir. β_{12} ve β_{21} katsayılarının sıfırdan farklı değerler alması, ε_{y_t} ve ε_{x_t} hata terimlerinin sırasıyla x_t ve y_t üzerinde dolaylı etkilere sahip olmasına sebebiyet verecektir. Bu durum hata terimlerinin bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olma varsayımının ihlali durumunu ortaya çıkaracaktır. Modelin ekonometrik kriterlere uygun bir biçimde tahmin edilebilmesi, yapısal denklemlerin indirgenmiş kalıp denklemlerine dönüştürölmesi gerekmektedir (Kutlar, 2009:345-348). Yukarıdaki denklem sistemindeki SVAR formu matris cebiri ile aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$\begin{bmatrix} 1 & \beta_{12} \\ \beta_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ x_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ x_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{x_t} \end{bmatrix} \quad (3.3)$$

ve $A = \begin{bmatrix} 1 & \beta_{12} \\ \beta_{21} & 1 \end{bmatrix}, v_t = \begin{bmatrix} y_t \\ x_t \end{bmatrix}, \Gamma_0 = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \end{bmatrix}, \Gamma_1 = \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix}$ ve $\varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{x_t} \end{bmatrix}$ olmak üzere;

denkleminin kapalı formu;

$$Av_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 v_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

biçimindedir. Denklemden eşitliğin her iki tarafı da A^{-1} ile çarpıldığında;

$$A^{-1}Av_t = A^{-1}\Gamma_0 + A^{-1}\Gamma_1 v_{t-1} + A^{-1}\varepsilon_t \quad (3.5)$$

$B = A^{-1}\Gamma_1, \Theta = A^{-1}\Gamma_0$ ve $e_t = A^{-1}\varepsilon_t$ olmak üzere VAR modeline ilişkin standart form;

$$v_t = \Theta + Bv_{t-1} + e_t \quad (3.6)$$

biçiminde yazılabilir.

Matris cebiri kullanılarak elde edilen VAR sisteminin standartlaştırılmış formu aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$y_t = \theta_1 + \alpha_{11}y_{t-1} + \alpha_{12}x_{t-1} + e_{1t} \quad (3.7)$$

$$x_t = \theta_2 + \alpha_{21}y_{t-1} + \alpha_{22}x_{t-1} + e_{2t} \quad (3.8)$$

Hata terimleri e_{1t} ve e_{2t} ; SVAR modelinde yer alan ε_{y_t} ve ε_{x_t} hata terimlerinin bir bileşiminden oluşmaktadır. Sıfır ortalama etrafında dağılan ve otokovaryansları sıfır sabit varyanslı serilerdir. Hata terimleri iki şokun bir bileşimi şeklinde aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$e_{1t} = (\varepsilon_{y_t} - \beta_{12}\varepsilon_{x_t})/(1 - \beta_{12}\beta_{21}) \quad (3.9)$$

$$e_{2t} = (\varepsilon_{x_t} - \beta_{21}\varepsilon_{y_t})/(1 - \beta_{12}\beta_{21}) \quad (3.10)$$

Hata terimleri e_{1t} ve e_{2t} otokovaryansları sıfıra eşit olan seriler olsalar da, β_{12} ve β_{21} katsayılarının sıfırdan farklı olması durumunda birbirleriyle korelasyon ilişkisi olacaktır. Hata terimleri arasındaki kovaryans;

$$E(e_{1t}, e_{2t}) = E \left[\frac{(\varepsilon_{y_t} - \beta_{12}\varepsilon_{x_t})(\varepsilon_{x_t} - \beta_{21}\varepsilon_{y_t})}{(1 - \beta_{12}\beta_{21})^2} \right] = -(\beta_{21}\sigma_y^2 + \beta_{12}\sigma_x^2)/(1 - \beta_{12}\beta_{21})^2 \quad (3.11)$$

şeklinde yazılabilir. Modelin hata varyans/kovaryans matrisi ve zamandan bağımsız olan matris elamanları için kapalı form aşağıdaki gibidir (Kutlar, 2009; Sevüktekin ve Çınar, 2017; Enders, 2014)

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \text{var}(e_{1t}) & \text{cov}(e_{1t}, e_{2t}) \\ \text{cov}(e_{1t}, e_{2t}) & \text{var}(e_{2t}) \end{bmatrix} \quad (3.12)$$

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 \end{bmatrix} \quad (3.13)$$

Denklem 3.13'te matriste σ_1^2 ve σ_2^2 sırasıyla y_t ve x_t değişkenlerinin varyansını, σ_{12} ve σ_{21} ise hata terimleri arasındaki kovaryansı ifade etmektedir. Hata terimleri arasındaki korelasyon, değişkenler arasındaki eşanlı ilişkiyi yansıtmaktadır.

Denklem (3.9) ve (3.10)'da ε_{y_t} ve ε_{x_t} beyaz gürültü süreçleri olduğundan, denklem (3.13)'te varyans-kovaryans matrisi gösterilen, e_{1t} ve e_{2t} sıfır ortalama etrafından sabit varyansla dağılan ve otokorelasyon içermeyen hata terimleridir. Denklem (3.5) ve (3.6) bağlamında değerlendirildiğinde A^{-1} matrisinin bilinmesi durumunda; $\Gamma_1 = AB$ ve $\varepsilon_t = Ae_t$ olacaktır. Bu noktada A matrisinin belirlenmesi veya A matrisi üzerine konulacak kısıtlar önem kazanmaktadır.

SVAR modeli, yinelemeli belirlenim yöntemi (Sims, 1980-1986), yinelemeli olmayan belirlenim yöntemi (Blanchard ve Perotti, 2002) ve uzun dönemli kısıtlara dayanan belirlenim yöntemi (Blanchard ve Quah, 1989) sınıflandırmalarında değerlendirilen kısıtlar ile tahmin edilebilir (Mutlugün, 2019; 128-129). Çalışmada para politikası varlık fiyatları ilişkisinin analizinde teori temelli ve yinelemeli belirlenim yöntemi kullanılacaktır. Dolayısıyla takip eden kısımda yinelemeli belirlenim yöntemi üzerinde durulacaktır.

Sims (1980), değişkenlerin bir denklem sistemi biçiminde ele alındığı VAR modellerinde, hata terimlerinde meydana gelen şokların dikeyleştirilmesinde yinelemeli sıralama yöntemini önermiştir. Söz konusu yöntemde eşanlı katsayı matrisinin alt üçgensel matris formunda olduğu kabul edilmekte ve varyans-kovaryans matrisinin ayrıştırılmasında Cholesky yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntemde değişkenlerin

sıralaması eşanlı ilişkilerin tespitinde önemlidir. Şöyle ki modelde sıralamada yer alan ilk değişken diğer bütün değişkenleri eşanlı olarak etkileyebilirken diğer değişkenlerden etkilenmemektedir. Aynı şekilde modelde ikinci sırada yer alan değişken birinci sırada yer alan değişkenden eşanlı etkilenirken, kendinden sonra gelen değişkenlerden etkilenmemektedir. Yapısal değişimler ve kalıntılar ilişkisi üç değişkenli ve bir gecikmeli aşağıdaki model yardımıyla incelenebilir.

$$\begin{bmatrix} 1 & \beta_{12} & \beta_{13} \\ \beta_{21} & 1 & \beta_{23} \\ \beta_{31} & \beta_{32} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ x_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} \\ \gamma_{31} & \gamma_{32} & \gamma_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ x_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{x_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} \quad (3.14)$$

Denklem (3.14) dikkat edilmesi gereken husus $\varepsilon_t = Ae_t$ olacak şekilde modelin sınırlandırılmasıdır. A eşanlı katsayı matrisinin alt üçgensel formda sınırlandırılmış şekli ile aşağıdaki eşitlik yazılabilir.

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{x_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ \beta_{21} & 1 & 0 \\ \beta_{31} & \beta_{32} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e_{y_t} \\ e_{x_t} \\ e_{z_t} \end{bmatrix} \quad (3.15)$$

Denklem (3.15)'ten hareketle hata terimleri;

$$e_{y_t} = \varepsilon_{y_t} \quad (3.16)$$

$$e_{x_t} = \varepsilon_{x_t} - \beta_{21}e_{y_t} \quad (3.17)$$

$$e_{z_t} = \varepsilon_{z_t} - \beta_{31}e_{y_t} - \beta_{32}e_{x_t} \quad (3.18)$$

olarak ifade edilebilir. Cholesky ayrıştırması adı verilen söz konusu ayrıştırmadan hareketle ε_{y_t} 'de meydana gelecek şoklar, x_t ve z_t değişkenlerinde eşanlı etki meydana getirdiği, ε_{x_t} 'ye verilen şokların ise yalnızca z_t değişkeninde eşanlı etki meydana getirdiği ifade edilebilir. Sims (1986), Bernanke (1986) hataların Cholesky ayrıştırması ile dikeyleştirilmesi yöntemine karşın, eşanlı etkiler matrisi üzerine iktisadi teoremin öngördüğü doğrultuda kısıtlar getirilmesini önermişlerdir. Üçgensel yapının olmadığı eşanlı kısıt matrisi üzerine, n matristeki değişken sayısı olmak üzere; $(n^2 - n)/2$ adet kısıt konulması, modelin belirlenme problemini çözmek için yeterlidir (Enders, 2014). A matrisinin diagonal elamanlarının özdeş olduğu bilindiğinden, matriste $(n^2 - n)$ adet

bilinmeyen elaman mevcuttur. Bununla birlikte n adet $var(\varepsilon_t)$ bulunmaktadır. Böylece toplam bilinmeyen değişken sayısı $(n^2 - n) + n = n^2$ olacaktır. Σ matrisi simetrik olduğundan, $(n^2 + n)/2$ elaman içermektedir. Belirlenme probleminin çözümü için sisteme bilinmeyen elemanlar ve bilinen elemanlar arasındaki fark kadar kısıt konulmalıdır.

Ekonometrik araştırmalarda VAR modellerine ilişkin katsayıların yorumlanması tercih edilen bir yöntem değildir. Bunun yerine tahmin edilen VAR modeline ilişkin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarının yorumlanması daha etkin sonuçlar elde edilebilmesini sağlamaktadır. Etki-tepki fonksiyonları VAR modelinde yer alan durağan içsel değişkenlerin hata terimlerinde meydana gelecek bir birimlik standart sapma şokuna, diğer değişkenlerin verecekleri tepkiyi göstermektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017: 510-515). Burada değişkenlerin ölçü birimlerinin farklılık göstereceği ve etki tepki fonksiyonlarının değerlendirilmesine imkan vermeyeceği gerçekliği göz önünde bulundurularak, birim şoklar yerine standart sapma şokları kullanılmaktadır. Varyans ayrıştırması ise bir değişkende meydana gelen değişimlerin ne kadarlık kısmının kendi şoklarından ve ne kadarlık kısmının ise diğer değişkenlerdeki şoklardan kaynaklandığını gösteren yöntemdir (Brooks, 2008: 290-292). Etki-tepki fonksiyonları ile şokların hangi değişkende meydana geldiğini ve bu şoklara değişkenlerin ne tepki vereceği tespit edilebilirken varyans ayrıştırmasıyla bir değişkendeki değişimin yüzde kaçının kendi, yüzde kaçınınsa diğer değişkenlerden kaynaklandığı tespit edilmeye çalışılır. Değişimin yüzde yüze yakını değişkenin kendi şokları tarafından açıklanıyorsa, ilgili değişken dışsal değişken olarak nitelendirilir (Özer ve Kutlu, 2019: 221).

2.2. Veri Seti

Çalışmada 2011:5-2018:5 dönemi ele alınmakta olup analizde aylık veriler kullanılmaktadır. Çalışmanın dönemi tüm değişkenler için maksimum gözlem elde edilebilecek şekilde belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan SVAR modeli 7 içsel değişkenden oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler; para politikası (PP), altın fiyatları (ALT) , borsa endeksi (BIST), devlet tahvili faizi (DTFO), konut fiyat endeksi (KFE), hazine bonusu faizi (HBFO) ve döviz kurudur (RER). Çalışmada para politikasını temsilen BIST bankalar arası para piyasası gecelik faiz oranı değişkeni kullanılmıştır. BIST bankalar arası para piyasası gecelik faiz oranı, finansal kuruluşların birbirine borç

alıp vermede kullandıkları faiz oranıdır. Borsa İstanbul repo-ters repo piyasasında yapılan gecelik işlemlerde geçerli olan faiz oranının seviyesi doğrudan TCMB'nin kontrolünde değildir. Ancak TCMB fonlama kompozisyonu ile etkileşimli olarak büyük ölçüde TCMB tarafından kontrol edebilmektedir. Bu nedenle BIST bankalar arası para piyasası Gecelik Faiz Oranı para politikası duruşunun önemli bir göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır (Binici vd., 2016: 13).

Çalışmada kullanılan bir diğer değişken altın fiyatlarıdır. Çalışmada altın fiyatlarını temsilen 1 ons altının USD cinsinden ağırlıklı ortalama fiyatı kullanılmıştır. 2008 Küresel Finansal Kriziyle finansal piyasalarda başlayan bozulma yatırımcıların güvenli liman olarak gördükleri altına yatırım yapmalarına yol açmıştır. Özellikle de Türkiye ekonomisinde sermaye piyasalarının yeterince gelişmemesi, yüksek enflasyona karşı korunma ihtiyacı ve vergisel avantajların da etkisiyle yatırımcılar tasarrufların büyük bölümünü altın, konut ve döviz gibi varlıklara yöneltmektedir. Nitekim Dünya Altın Konseyine göre, Türkiye son 10 yılda ortalama 181 ton ile küresel tüketici talebinin %6'sını oluşturmakta ve Türk hanelerinde yaklaşık 3.500 ton altın biriktirildiği tahmin edilmektedir. İlgili veriler, Türkiye'nin dünyanın en büyük dördüncü altın tüketicisi olduğunu göstermektedir (www.gold.org/). Bununla birlikte altın yatırımının hisse senedi yatırımı ile ikame ilişkisi içerisinde olması altın fiyatlarının modele dahil edilmesinde etkili olmuştur.

Çalışmada kullanılan bir diğer değişken BIST 100 endeksidir. BIST 100 endeksi, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin piyasa ve işlem hacmi bakımından en yüksek 100 hisse senedinden oluşmakta ve ilgili hisse senetlerinin performansını ölçmekte kullanılan bir göstergedir. Çalışmada BIST 100 endeksini temsilen, Kapanış Fiyatlarına Göre (Ocak 1986=1) BIST 100 Endeksi kullanılmıştır. Hisse senetleri parasal aktarım mekanizmasının varlık fiyatları kanalı içerisinde yer alan bir değişkendir. Bu nedenle para politikasına ilişkin kararların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi önemli bir hal almaktadır. Bununla birlikte Türkiye ekonomisinde hanehalkı varlıkları arasında hisse senetlerinin ağırlığının düşük olduğu ifade edilebilir. Ancak son yıllarda hanehalkı varlıkları içerisindeki payının genel olarak artış eğiliminde olduğunu söylemek mümkündür (Şahin, 2011: 27). Söz konusu artışta piyasa faizlerinin azalmasına bağlı olarak mevduata bağlı getirilerin azalmasının etkisi büyüktür.

Modele dahil edilen diğer değişkenler devlet tahvili faizi ile hazine bonusu faizidir. İlgili değişkenler risksiz varlık olarak ifade edilmektedir. Parasal aktarımın menkul kıymet fiyatları içerisinde yer alan DİBS ikincil piyasası, merkez bankası kararlarından etkin sonuç alınabilmesi ve piyasa katılımcılarının piyasa hakkında öngörü sağlayabilmeleri açısından son derece önemlidir. Modelde devlet tahvili faizini temsilen vade açısından uzun vadeli faiz oranına referans olan 10 yıl vadeli devlet tahvili faiz oranı kullanılmıştır. Modele dahil edilen bir diğer değişken hazine bonusu faizidir. Hazine bonusu faizi olarak kısa vadeli faiz oranına referans teşkil eden 3 ay vadeli hazine bonusu faizi kullanılmıştır. İlgili değişken ikinci el tahvil piyasasında vadesine 3 ay kalmış hazine bonolarına uygulanan ağırlıklı ortalama bileşik faiz oranlarını gösterecek şekilde düzenlenmiştir.

Çalışmada kullanılan beşinci değişken konut fiyat endeksidir. Konut fiyat endeksi (2017=100) konut fiyatlarını temsilen modele dahil edilmiştir. 2008 Küresel Finansal Krizinden önce FED'in bol likidite ve düşük faiz oranlarını kapsayan genişletici para politikası konut sektörüne yönelik denetimsiz ve yüksek kredi politikasının oluşumuna zemin hazırlamıştır. Bu durum FED'in uyguladığı genişletici para politikası ile eleştirilmesine yol açarak krizin oluşturan konut fiyat balonu arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bahsi geçen konut fiyat balonu tecrübesi konut fiyatlarının para politikası uygulamalarından önemli ölçüde etkilendiğini göstermiştir. Bu nedenle parasal aktarımın varlık fiyatları kanalında yer alan konut fiyatları modele dahil edilmiştir. Ayrıca özelde Türkiye ekonomisinde yatırımcıların geleneksel yapısı ve sosyal statü gibi nedenlerden dolayı konut, hanehalkı varlık portföyü içerisinde önemli bir yer tutmaktadır.

Modele dahil edilen son değişken döviz kuru. Döviz kuru modele Reel Efektif-TÜFE Bazlı (2003=100) olarak dahil edilmiştir. Parasal aktarımın varlık fiyatları kanalı içerisinde ele alınan döviz kuru, hanehalkı ve firmaların karlılığını doğrudan etkileyen bir değişkendir. Döviz kurunun hanehalkı ve firmaların bilançoları üzerindeki etkisi bilanço etkisi kanalıyla gerçekleşmektedir. Söz konusu sürecin işleyiş mekanizması ikinci bölümde detaylı bir şekilde ele alındığı için bu başlıkta ayrıca değinilmemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının tam olarak gelişmemesine bağlı olarak döviz kurunun para politikası kararlarından etkilenen ön önemli varlık olduğu ifade

edilmektedir (Kasapoğlu, 2007:1). Özellikle BİST gibi gelişmekte olan piyasalarda, döviz hisse senedine alternatif bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir. Belirsizliğin arttığı dönemlerde likiditesinin yüksek olması nedeniyle yatırımlar hisse senedinden dövize kaymaktadır (Ayvaz, 2006:3). Bununla birlikte Türkiye’de hane halkı enflasyon konusunda olumsuz tarihsel tecrübelerle sahiptir. Bu durum enflasyon riskinden korunmak için hanehalkı varlık portföyü içerisinde dövizin alternatif ve önemli bir yatırım aracı olmasına yol açmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler, değişkenleri temsilen kullanılan semboller ve değişkenlerin veri kaynağı Tablo 3.1’de gösterilmektedir.

Tablo 3.1. Değişkenler, Değişkenlerin Sembolleri ve Veri Kaynakları

Değişken	Sembol	Veri Kaynağı
BIST Bankalar arası para piyasası gecelik faiz oranı	PP	TCMB
Altın Fiyatları	ALT	TCMB
BIST 100 Endeksi	BIST	TCMB
10 Yıl Vadeli Devlet Tahvili Faiz Oranı	DTFO	investing.com
Konut Fiyat Endeksi	KFE	TCMB
3 Ay Vadeli Hazine Bonosu Faiz Oranı	HBFO	Borsa İstanbul
Reel Efektif Döviz Kuru	RER	TCMB

Tablo 3.1’den görüldüğü üzere, BIST Bankalar arası para piyasası gecelik faiz oranı, altın fiyatları, BIST 100 endeksi, Konut fiyat endeksi ve Reel efektif döviz kuru değişkenleri TCMB’den, 10 yıl vadeli devlet tahvili faiz oranı investing.com’ dan, 3 Ay vadeli hazine bonusu faiz oranı BİST’ten temin edilmiştir. Değişkenlerden BIST 100 endeksi, konut fiyat endeksi ve altın fiyatları değişkenleri logaritmik formda modele dahil edilmiştir. Değişkenlerde mevsimsellik ve takvim etkisi tespit edilmemiştir. Modele dahil edilen değişkenlere ilişkin zaman serisi grafikleri Ek 1’de gösterilmiştir.

3. MODEL

Para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin incelenmesinde SVAR modeli kullanılmıştır. SVAR modeli çerçevesinde, ilk olarak standart VAR modelinin (denklem (3.6)) tahmin edilmesi gerekmektedir. Tahmin edilen standart VAR modeli, kurulan modelin ekonometrik kriterlere göre test edilmesinde ve hata terimlerinin katsayılarının elde edilmesinde kullanılacaktır. Standart VAR modelinin tahmin edilmesi sürecini takiben Sims (1986) ve Bernanke (1986) tarafından önerildiği üzere iktisadi teori, beklentiler ve literatür doğrultusunda eşanlı ilişkileri gösteren A matrisine kısıtlar

konulmuş ve yapısal ayrıştırma ile etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma sonuçları elde edilmiştir.

Para politikası varlık fiyatları ilişkisinin analizinde yedi içsel değişken ile çalışılmıştır. Bunlar para politikası faiz oranı, altın fiyatları, reel efektif döviz kuru, hisse senedi fiyatları, konut fiyat endeksi, hazine bonusu faiz oranı ve devlet tahvili faiz oranıdır. Para politikası varlık fiyatları ilişkisine dair yedi değişkenin yer aldığı bir gecikmeli SVAR sistemi aşağıdaki biçimde gösterilebilir.

$$\begin{bmatrix} 1 & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} & \beta_{15} & \beta_{16} & \beta_{17} \\ \beta_{21} & 1 & \beta_{23} & \beta_{24} & \beta_{25} & \beta_{26} & \beta_{27} \\ \beta_{31} & \beta_{32} & 1 & \beta_{34} & \beta_{35} & \beta_{36} & \beta_{37} \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & 1 & \beta_{45} & \beta_{46} & \beta_{47} \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & \beta_{54} & 1 & \beta_{56} & \beta_{57} \\ \beta_{61} & \beta_{62} & \beta_{63} & \beta_{64} & \beta_{65} & 1 & \beta_{67} \\ \beta_{71} & \beta_{72} & \beta_{73} & \beta_{74} & \beta_{75} & \beta_{76} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} PP_t \\ ALT_t \\ RER_t \\ BIST_t \\ KFE_t \\ HBFO_t \\ DTFO_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \\ \beta_{40} \\ \beta_{50} \\ \beta_{60} \\ \beta_{70} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} & \gamma_{14} & \gamma_{15} & \gamma_{16} & \gamma_{17} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} & \gamma_{24} & \gamma_{25} & \gamma_{26} & \gamma_{27} \\ \gamma_{31} & \gamma_{32} & \gamma_{33} & \gamma_{34} & \gamma_{35} & \gamma_{36} & \gamma_{37} \\ \gamma_{41} & \gamma_{42} & \gamma_{43} & \gamma_{44} & \gamma_{45} & \gamma_{46} & \gamma_{47} \\ \gamma_{51} & \gamma_{52} & \gamma_{53} & \gamma_{54} & \gamma_{55} & \gamma_{56} & \gamma_{57} \\ \gamma_{61} & \gamma_{62} & \gamma_{63} & \gamma_{64} & \gamma_{65} & \gamma_{66} & \gamma_{67} \\ \gamma_{71} & \gamma_{72} & \gamma_{73} & \gamma_{74} & \gamma_{75} & \gamma_{76} & \gamma_{77} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} PP_{t-1} \\ ALT_{t-1} \\ RER_{t-1} \\ BIST_{t-1} \\ KFE_{t-1} \\ HBFO_{t-1} \\ DTFO_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{PP_t} \\ \varepsilon_{ALT_t} \\ \varepsilon_{RER_t} \\ \varepsilon_{BIST_t} \\ \varepsilon_{KFE_t} \\ \varepsilon_{HBFO_t} \\ \varepsilon_{DTFO_t} \end{bmatrix} \quad (3.19)$$

SVAR modelinde A matrisi eşanlı katsayılar matrisi olarak ele alınmak üzere; A matrisi üzerine getirilecek kısıtlar ile indirgenmiş VAR modeli en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilebilmektedir. Para politikası-varlık fiyatları ilişkisinin analiz edilmesi amacıyla kurulan SVAR modeli iki farklı spesifikasyonda konulan kısıtlar ile ele alınmıştır.

$\varepsilon_t = A\varepsilon_t$ eşitliği bağlamında kurulan modelde, eşanlı etki matrisine konulan kısıtlar aşağıdaki gibi iki farklı spesifikasyonda denklem (3.20) ve denklem (3.21)'de değerlendirilmiştir.

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_{PP_t} \\ \varepsilon_{ALT_t} \\ \varepsilon_{RER_t} \\ \varepsilon_{BIST_t} \\ \varepsilon_{KFE_t} \\ \varepsilon_{HBFO_t} \\ \varepsilon_{DTFO_t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{31} & \beta_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & 0 & 1 & 0 & 0 \\ \beta_{61} & \beta_{62} & \beta_{63} & \beta_{64} & 0 & 1 & 0 \\ \beta_{71} & \beta_{72} & \beta_{73} & \beta_{74} & 0 & \beta_{76} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{PP_t} \\ \varepsilon_{ALT_t} \\ \varepsilon_{RER_t} \\ \varepsilon_{BIST_t} \\ \varepsilon_{KFE_t} \\ \varepsilon_{HBFO_t} \\ \varepsilon_{DTFO_t} \end{bmatrix} \quad (3.20)$$

Denklem (3.20)'da gösterilen matrisin ilk satırı modeldeki ilk değişkenin, diğer değişken şoklarına verdiği eşanlı tepkiyi gösterirken, ilk sütun değişkende meydana gelen şokların diğer değişkenler üzerindeki eşanlı etkisini göstermektedir. Modelde para politikası varlık fiyatları ilişkisi analiz edilmeye çalışıldığından *ilk spesifikasyonda* para politikası değişkeni; *BIST bankalar arası gecelik faiz oranının, diğer bütün değişkenler üzerinde eşanlı etkisinin olduğu varsayılmıştır*. Temel politikalarından biri fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrarı desteklemek olan merkez bankalarının politika

faizine ilişkin kararlarının varlık fiyatları üzerinde eşanlı etkiye sahip olduğunu ifade eden ilgili kısıtın iktisadi teori ve beklentilerle uyumlu olduğu ifade edilebilir.

Eşanlı katsayı matrisine konulan bir diğer kısıt, altın fiyatlarının (ALT) uluslararası finansal konjoktüre duyarlı olduğu gerçekliğinden hareketle yalnızca para politikasından (PP) eşanlı olarak etkilendiğidir. Ekonomik rekabet gücünün düşük olduğu gelişmekte olan bir ekonomi olarak değerlendirilen Türkiye’de reel efektif döviz kurunun, ülke para biriminin uluslararası piyasalarda aldığı değerlere bağılı olarak değıştiğı öngörüsünden hareketle, reel efektif döviz kurunun (RER) yalnızca altın fiyatları (ALT) ve para politikasına (PP) eşanlı tepki verdiği varsayılmıştır. Türkiye’de altın yatırımının geleneksel boyutlu olması bir diğer ifadeyle altın yatırımında yerel ve kültürel tercihlerin etkili olması, organize piyasalarda işlem gören döviz fiyatlarının altın fiyatlarına geçişkenliğinin eşanlı olarak yorumlanamamasının hareket noktasıdır.

Modele konulan bir diğer kısıt, etkin piyasa hipotezi bağlamında hisse senedi fiyatlarının (BIST); para politikası (PP), altın fiyatları (ALT) ve reel efektif döviz kurunda (RER) meydana gelen şoklara eşanlı tepki verdiğiğidir. Konut fiyatlarına (KFE) ilişkin konulan kısıt, Türkiye’de konut-fınans bağıının zayıf olduğundan hareketle konut fiyatlarının para politikası (PP), altın fiyatları (ALT) ve reel efektif döviz kuruna (RER) eşanlı tepki verdiğiğidir. Bununla birlikte eşanlı katsayı matrisine konulan kısıtlarda hazine bonusu faiz oranının (HBFO); para politikası (PP), altın fiyatları (ALT), reel efektif döviz kuru (RER) ve hisse senedi fiyatlarına (BIST) eşanlı tepki verdiği varsayılmıştır. Söz konusu kısıt etkin piyasa hipotezi bağlamında modele dahil edilmiştir. Devlet tahvilinin (DTFO) ise en uzun vadeli yatırım aracı olarak konut fiyatı (KFE) dışındaki diğer tüm değışkenlerden eşanlı etkilendiğı varsayılmıştır. Eşanlı katsayı matrisine konulan tüm kısıtlar genel bir değeriendirmeye tabi tutulduğunda kısıtların iktisadi olarak mümkün olan eşanlı ilişkilerin modele dahil edilmesinden ziyade, iktisadi olarak açıklanması mümkün olmayan veya reddedilebilen eşanlı ilişkilerin sınırlandırılması açısından önemlidir.

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_{ALT_t} \\ \varepsilon_{RER_t} \\ \varepsilon_{BIST_t} \\ \varepsilon_{KFE_t} \\ \varepsilon_{HBFO_t} \\ \varepsilon_{DTFO_t} \\ \varepsilon_{PP_t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{31} & \beta_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{41} & \beta_{42} & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & 0 & 1 & 0 & 0 \\ \beta_{61} & \beta_{62} & \beta_{63} & 0 & \beta_{65} & 1 & 0 \\ \beta_{71} & \beta_{72} & \beta_{73} & \beta_{74} & \beta_{75} & \beta_{76} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e_{ALT_t} \\ e_{RER_t} \\ e_{BIST_t} \\ e_{KFE_t} \\ e_{HBFO_t} \\ e_{DTFO_t} \\ e_{PP_t} \end{bmatrix} \quad (3.21)$$

Para politikası varlık fiyatları ilişkisinin analizinde SVAR modelinde eşanlı katsayı matrisi üzerine konulan kısıtların bir diğer bileşimi denklem (3.21) de gösterilen ve ikinci spesifikasyon olarak adlandırdığımız alternatif modeldir. Modelde iktisadi teori ve beklentiler çerçevesinde *ilk modele konulan diğer tüm kısıtlar sabit kalmakla birlikte bütün değişkenlerin para politikası üzerine eşanlı etkileri serbest bırakılmıştır*. Bir diğer ifadeyle bu varsayım altında merkez bankasının varlık fiyatlarındaki değişikliklere anında tepki verdiği varsayılmıştır. Günümüz koşullarında merkez bankalarının verilere anında ulaştığı ve buna uygun politikalar oluşturduğu bu varsayım altında ifade edilmektedir.

4. BULGULAR

Zaman serileri kullanılarak yapılan analizlerde seriler için aranan en önemli özellik durağanlık koşulunu sağlamalarıdır. Serinin ortalamasının ve varyansının sistematik bir değişme göstermemesi veya serinin periyodik dalgalanmalardan arınmış olması olarak ifade edilen durağanlık koşulunun sağlanmaması, analiz sonuçlarının yanıltıcı olmasına sebebiyet vermektedir. Seriler seviye değerlerinde durağan olmamaları halinde farkları alınarak durağan hale getirilebilirler. Böylece sonuçların sahte regresyon içermesi probleminden sakınılabılır (MacKinnon, 1991: 1-17). Bu bağlamda serilerin durağanlık koşulunu sağlayıp sağlamadıkları, literatürde en sık kullanılan Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleriyle sınanmıştır (Tarı, 2006: 6).

Serilere ilişkin ADF birim kök testi sonuçları Tablo 3.2’de özetlenmiştir. Değişkenler için birim kök testleri serilerin düzey ve birinci fark değerleri için hem sabitli hem de sabitli ve trendli modeller tahmin edilerek gerçekleştirilmiştir. Serilerin birim kök içerdiği boş hipotezine karşın serilerin birim kök içermediği (serinin durağan olduğu) alternatif hipotezinin sınıandığı ADF birim kök testinden elde edilen bulgulara göre, para politikası göstergesi olarak modele dâhil edilen PP serisi ve varlık fiyatlarını temsilen modele alınan lnALT (Altın fiyatları), RER (Reel Efektif Döviz Kuru), lnBIST (BIST

100 endeksi), DTFO (Devlet Tahvili Faiz Oranı), lnKFE (Konut Fiyat Endeksi) ve HBFO (Hazine Bonosu Faiz Oranı) serilerinin birinci farklarında durağan olduklarına ($\text{prob}<0,05$ olduğundan serinin birim kök içerdiğini ifade eden H_0 hipotezi reddedilmiştir) karar verilmiştir.

Tablo 3.2. Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF test istatistiği (Düzey)		ADF test istatistiği (Birinci Fark)		Karar
	Sabitli	Sabitli & Trendli	Sabitli	Sabitli & Trendli	
PP	-1.818197 [0.3694]	-2.715258 [0.2334]	-6.364435 [0.0000]	-6.349196 [0.0000]	I(1)
lnALT	-1.590408 [0.4830]	-1.893600 [0.6489]	-7.298489 [0.0000]	-7.272613 [0.0000]	I(1)
RER	-0.306947 [0.9185]	-1.641523 [0.7680]	-7.286419 [0.0000]	-7.341813 [0.0000]	I(1)
lnBIST	-1.352364 [0.6017]	-2.674457 [0.2498]	-8.678930 [0.0000]	-8.626012 [0.0000]	I(1)
DTFO	-0.738852 [0.8305]	-1.970905 [0.6083]	-8.818317 [0.0000]	-8.994014 [0.0000]	I(1)
HBFO	-0.303200 [0.9190]	-1.522213 [0.8142]	-8.623034 [0.0000]	-8.757901 [0.0000]	I(1)
lnKFE	0.086901 [0.9629]	-2.071655 [0.5535]	-4.735945 [0.0002]	-4.713858 [0.0014]	I(1)
Kritik Değerler	%1	-3.510259	-4.071006	-3.511262	-4.072415
	%5	-2.896346	-3.464198	-2.896779	-3.464865
	%10	-2.585396	-3.158586	-2.585626	-3.158974

[] içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kritik değerler MacKinnon (1996)'dan elde edilmiştir.

Serilerde durağanlığın sınanmasında başvurulan bir diğer yöntem olan Phillips-Perron (PP) birim kök testi sonuçları Tablo 3.3'te özetlenmiştir. Serilerin düzey ve birinci fark değerleri için hem sabitli hem de sabitli ve trendli modeller tahmin edilerek gerçekleştirilmiştir. PP testinden elde edilen bulgulara göre para politikası göstergesi olarak modele dâhil edilen PP serisi ve varlık fiyatlarını temsilen modele alınan lnALT, RER, lnBIST, DTFO, lnKFE ve HBFO serileri için hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerle yapılan sınamada serilerin birim kök içerdiğini ifade eden H_0 hipotezi reddedilememektedir ($\text{prob}>0,05$). Serilerin birinci farkları alınarak hem sabitli hem de sabitli ve trendli modeller için yapılan tahminler neticesinde; PP, lnALT, RER, lnBIST, DTFO, lnKFE ve HBFO serileri için H_0 hipotezi reddedilmiştir ($\text{prob}<0,05$). Özetle PP birim kök testi sonuçları doğrultusunda serilerin birinci farklarında durağan olduklarına karar verilmiştir.

Tablo 3.3. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	PP test istatistiği (Düzey)		PP test istatistiği (Birinci Fark)		Karar
	Sabitli	Sabitli &Trendli	Sabitli	Sabitli &Trendli	
PP	-1.171222 [0.6836]	-2.179110 [0.4946]	-6.117108 [0.0000]	-6.093120 [0.0000]	I(1)
lnALT	-1.391622 0.5827	-1.687890 0.7481	-7.161080 [0.0000]	-7.097732 [0.0000]	I(1)
RER	-0.616878 [0.8603]	-2.062129 [0.5589]	-7.271032 [0.0000]	-7.427409 [0.0000]	I(1)
lnBIST	-1.349094 [0.6032]	-2.734103 [0.2260]	-8.740548 [0.0000]	-8.678286 [0.0000]	I(1)
HBFO	-0.364177 [0.9095]	-1.549110 [0.8044]	-8.640088 [0.0000]	-8.723746 [0.0000]	I(1)
DTFO	-0.785748 [0.8178]	-2.036583 [0.5728]	-8.806810 [0.0000]	-8.986272 [0.0000]	I(1)
lnKFE	-0.309976 [0.9776]	-2.050982 [0.5649]	-4.735945 [0.0002]	-4.713858 [0.0014]	I(1)
Kritik Değerler	%1	-3.510259	-4.071006	-3.511262	-4.072415
	%5	-2.896346	-3.464198	-2.896779	-3.464865
	%10	-2.585396	-3.158586	-2.585626	-3.158974

[] içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kritik değerler MacKinnon (1996)'dan elde edilmiştir.

Yapılan birim kök testleri neticesinde, modelde değerlendirilen değişkenlerin tamamının birinci farklarında durağan olduklarına karar verilmiştir. Para politikasının varlık fiyatları üzerine etkisinin analiz edilmesi amacıyla kurulan SVAR modelinde kullanılan para politikası göstergesi PP serisi ve varlık fiyatlarını temsilen modele alınan lnALT, RER, lnBIST, DTFO, lnKFE ve HBFO serileri birinci farkları alınarak modele dahil edilmiştir.

Para politikasının varlık fiyatları üzerine etkisinin analizinde kurulan model için gecikme uzunluğu Olabilirlik Oran Testi (LR), Son Öngörü Hatası (FPE), Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ) ölçütleri doğrultusunda belirlenmiştir. Tablo 3.4'te gecikme uzunluğu test sonuçları özetlenmiştir. Test sonuçlarına göre uygun gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmiştir.

Tablo 3.4. Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	228.5410	NA	6.93e-12	-5.830026	-5.615353*	-5.744232
1	302.1211	131.6696*	3.65e-12*	-6.476870	-4.759488	-5.790521*
2	326.3473	38.88955	7.23e-12	-5.824930	-2.604838	-4.538026
3	366.7963	57.48008	9.83e-12	-5.599903	-0.877101	-3.712443
4	408.5059	51.58813	1.40e-11	-5.408049	0.817463	-2.920033

5	447.9540	41.52432	2.42e-11	-5.156683	2.571538	-2.068112
6	495.5346	41.32008	4.06e-11	-5.119333	4.111598	-1.430206
7	558.4031	43.01525	6.15e-11	-5.484292	5.249349	-1.194610
8	684.8046	63.20077	2.90e-11	-7.521174*	4.715176	-2.630937

Çalışmada tahmin edilen modelin yapısal bir problem içerip içermediği test edilmiştir. Bu bağlamda ilk olarak modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığı LM (Lagrange Multiplier) otokorelasyon testi yardımıyla sınanmıştır. Tablo 3.5'te özetlenen test sonuçlarına göre; modelde otokorelasyon olduğunu ifade eden alternatif hipotezine karşı sınanan, modelde otokorelasyon probleminin olmadığı temel hipotezi 8 gecikmeye kadar reddedilememiştir (olasılık değeri > 0.05 olduğundan H_0 hipotezi reddedilemez). Bu bağlamda modelde otokorelasyon probleminin olmadığı ifade edilebilir.

Tablo 3.5. Otokorelasyon Testi Sonuçları

LM Otokorelasyon Testi		
Gecikme	LM istatistiği	Olasılık değeri
1	33.99302	0.9492
2	31.73831	0.9735
3	52.52912	0.3390
4	58.69849	0.1616
5	34.54336	0.9413
6	52.66823	0.3341
7	45.35559	0.6217
8	38.46440	0.8606

Modelde değişen varyans sorununun olup olmadığı White değişen varyans testi yardımıyla sınanmıştır. Hata terimi varyansının sabit olduğu temel hipotezi, hata terimi varyansının örneklem boyunca değiştiği alternatif hipotezine karşı sınanmıştır. Tablo 3.6'da özetlenen test sonuçlarına göre sabit varyans temel hipotezi %5 önem düzeyinde reddedilememektedir ($0.0900 > 0.05$ olduğundan H_0 hipotezi reddedilemez). Bu doğrultuda modelde değişen varyans probleminin olmadığı ifade edilebilir.

Tablo 3.6. White Değişen Varyans Testi

Ki-Kare	Serbestlik derecesi	Olasılık değeri
430.0427	392	0.0900

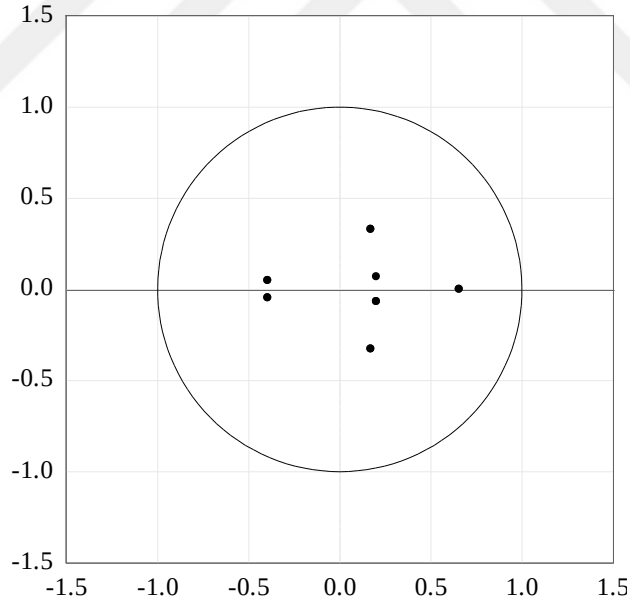
Tahmin edilen modelin kalıntılarının normal dağılıp dağılmadığı Jarque-Bera normallik sınaması yardımıyla sınanmıştır. Modelin kalıntılarının normal dağıldığı temel hipotezi, kalıntıların normal dağılmadığı alternatif hipotezine karşı test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 3.7'de özetlenmiştir. Buna göre kalıntıların normal dağıldığını ifade eden

H_0 hipotezi %5 önem düzeyinde reddedilememiştir ($0.3696 > 0.05$ olduğundan H_0 hipotezi reddedilemez). Modelin kalıntılarının normal dağılım gösterdiği ifade edilebilir.

Tablo 3.7. Normallik Testi Sonuçları

Denklem	Jarque-Bera	Serbestlik derecesi	Olasılık değeri
1	5.532037	2	0.0629
2	3.101468	2	0.2121
3	0.624366	2	0.7318
4	1.378599	2	0.5019
5	0.636246	2	0.7275
6	2.714880	2	0.2573
7	1.137907	2	0.5661
Model	15.137907	14	0.3696

Şekil 3.1’de tahmin edilen modele ilişkin AR karakteristik polinomunun ters kökleri görülmektedir. Modele ait AR karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisinde olduğu gözlemlenmiştir. Bu bağlamda modelin durağanlık açısından herhangi bir sorun içermediği ve kararlılık koşullarının sağlandığı ifade edilebilir.

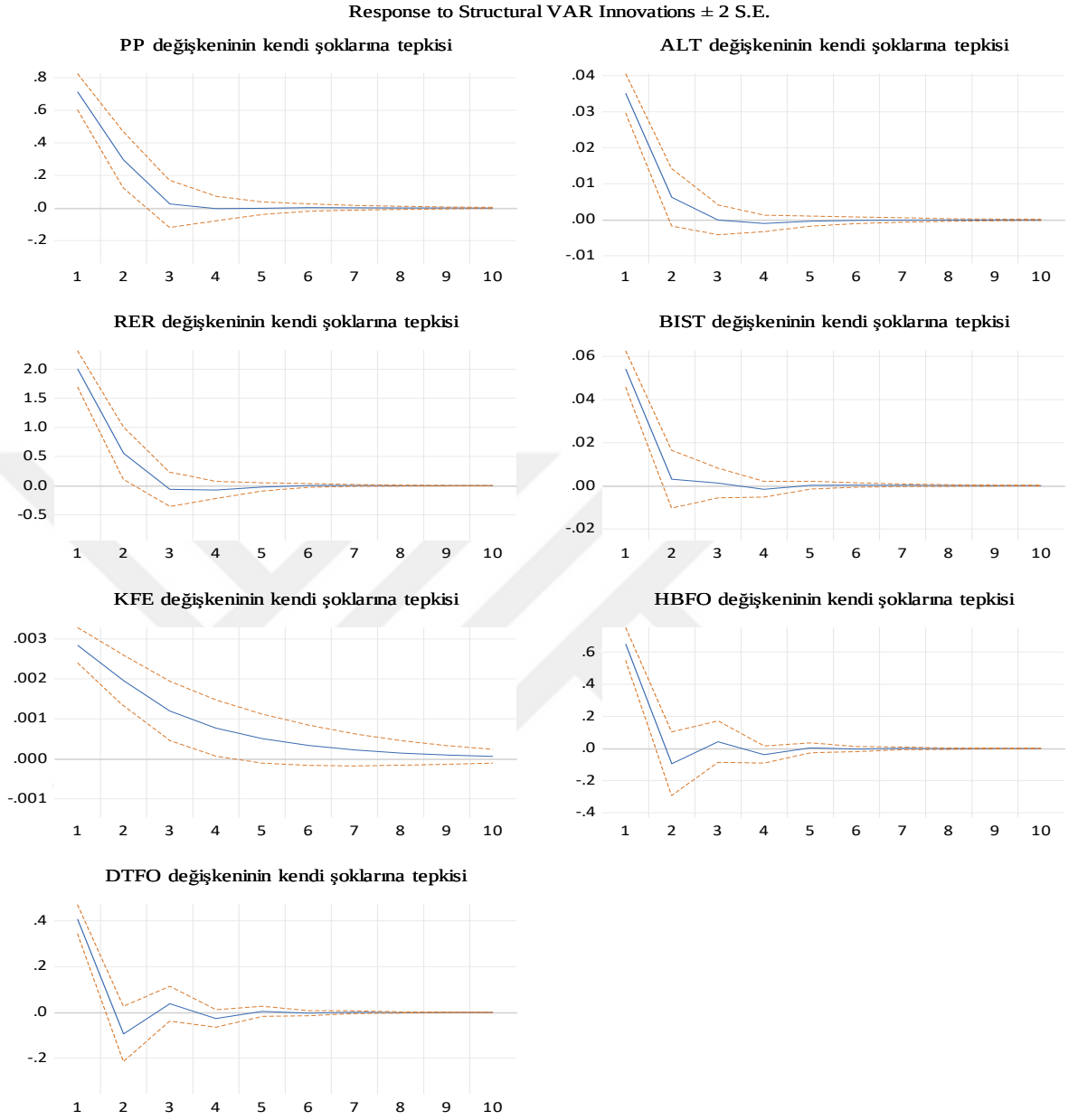


Şekil 3.1. AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri

Para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin değerlendirilmesi amacıyla kurulan VAR modeli ekonometrik kriterlere göre değerlendirilmiş ve sonuçları itibariyle kullanılabilir bir model olduğu yukarıdaki testler yardımıyla ortaya konulmuştur. Bununla birlikte SVAR modeline getirilen teorik kısıtların tam belirlenme koşulunu sağlaması için kısıt sayısının $(n^2 - n)/2$ kadar olması gerektiği yukarıda ifade

edilmiştir. Modele getirilen kısıtların her iki spesifikasyonda da söz konusu değeri aşmasıyla (modele konulan kısıt sayısı: $25 > (n^2 - n)/2 = 21$) iki model de aşırı belirlenmiştir. Aşırı belirlenmenin model için uygun olduğu temel hipotezi, her iki spesifikasyon için LR testi yardımıyla sınanmıştır. Buna göre aşırı belirlenmenin her iki model için de uygun olduğunu ifade eden temel hipotez reddedilememiştir (*birinci spesifikasyona ilişkin LR test istatistiği = 2.480405 ve test istatistiğine ilişkin olasılık değeri, $p = 0.4788$, ikinci spesifikasyona ilişkin LR test istatistiği = 1.187115 ve test istatistiğine ilişkin olasılık değeri = 0.7561*). Dolayısıyla çalışmada belirlenen teorik kısıtların geçerli olduğu ifade edilebilir.

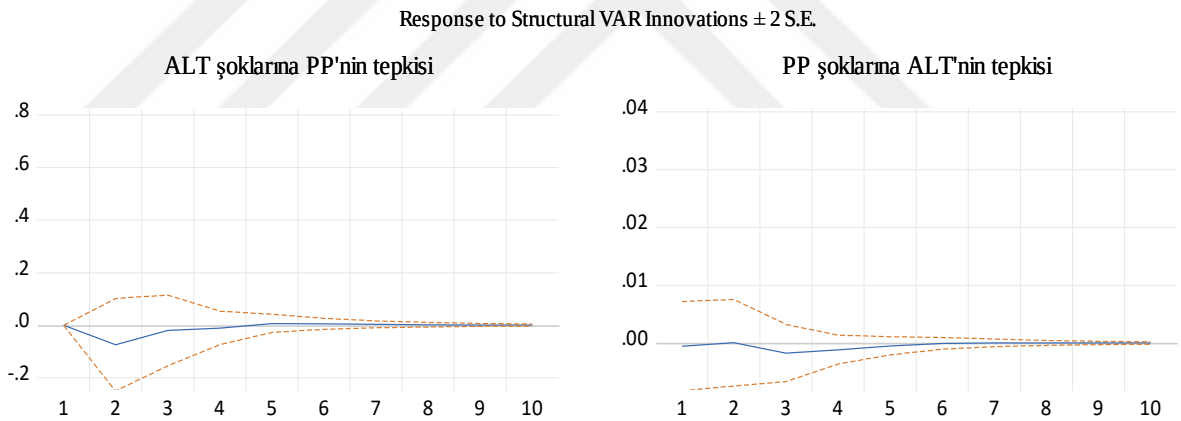
Kurulan VAR modeli ekonometrik kriterlere göre değerlendirilmiş; modelin otokorelasyon, değişen varyans, kalıntıların normalliği ve durağanlık açısından herhangi bir sorun içermediği tespit edilmiştir. Buna istinaden modelin para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin sınanmasında kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte SVAR modeli üzerine konulan kısıt sayısının $(n^2 - n)/2$ 'yi aşması nedeniyle aşırı belirlenme testi her iki spesifikasyon için yapılmış ve model için aşırı belirlenmenin uygun olduğu yani bir diğer ifadeyle konulan kısıtların geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modelin ekonometrik değerlendirmesini takiben para politikası ve varlık fiyatlarına ilişkin ampirik bulguların değerlendirilmesi aşamasına geçilmiştir. VAR modellerinde tahmin edilen katsayılar yerine etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarının yorumlanması etkin sonuçlar elde etmek için tercih edilmektedir. Para politikası varlık fiyatları ilişkisine dair kurulan SVAR modelinin *ilk spesifikasyonuna* ilişkin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmaları aşağıdaki biçimde elde edilmiştir.



Şekil 3.2. Değişkenlerin kendi şoklarına ilişkin Etki-Tepki Fonksiyonları (Spesifikasyon-1)

Şekil 3.2’de değişkenlerin kendi şoklarına ilişkin etki tepki fonksiyonlarına ilişkin grafikler yer almaktadır. İlk grafikte para politikasının kendi şoklarına verdiği tepkiye bakıldığında, para politikasında ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şok ilk dönemden itibaren pozitif bir etki ortaya çıkarmakta ve bu etki dörüncü dönemden itibaren kaybolmaktadır. İkinci grafikte altın değişkeninin kendi şoklarına verdiği tepki yer almaktadır. Altın fiyatında ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şok ilk dönemden itibaren pozitif bir etki ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu etki üçüncü

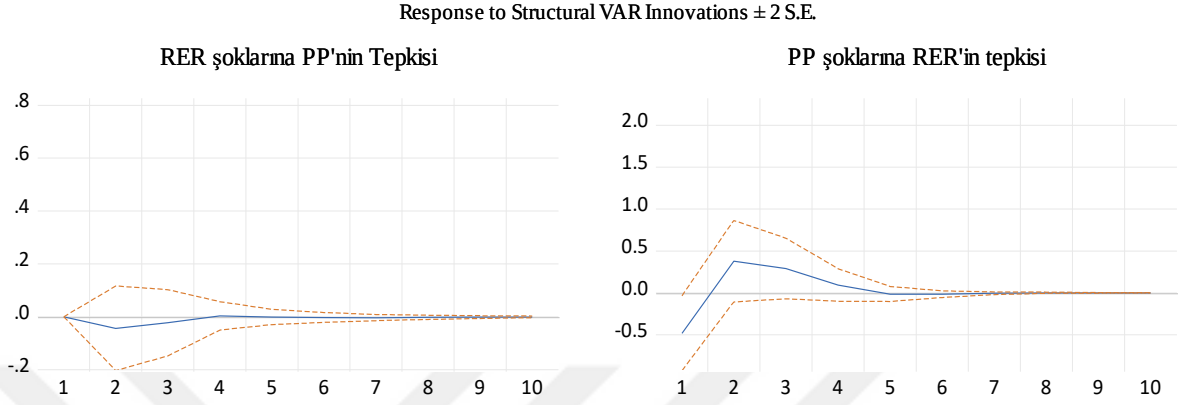
dönemden itibaren kaybolmaktadır. Üçüncü grafikte reel efektif döviz kurunun kendi şoklarına verdiği tepkiye bakıldığında, reel efektif döviz kurunda ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şok ilk iki dönemde pozitif bir etki ortaya çıkarmaktadır. Dördüncü grafikte BIST 100 değişkeninin kendi şoklarına verdiği tepki yer almaktadır. BIST 100 endeksinde ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şok ilk üç dönemde pozitif bir etki ortaya çıkarmaktadır. Beşinci grafikte konut fiyatlarında ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şok ilk dönemden itibaren pozitif bir etki ortaya çıkarmaktadır. Konut fiyatlarının kendi şoklarına verdiği tepkinin daha uzun sürdüğü görülmektedir. Altıncı grafikte 3 ay vadeli hazine bonusu faizinin kendi şoklarına verdiği tepkiye bakıldığında, 3 ay vadeli hazine bonusu faizinde ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şoka ilk dönemde pozitif bir tepki göstermektedir. Son grafikte 10 yıl vadeli devlet tahvili faizinin kendi şoklarına verdiği tepki yer almaktadır. 10 yıl vadeli devlet tahvili faizinde ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalı şoka ilk dönemde pozitif tepki vermektedir.



Şekil 3.3. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Altın Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-1)

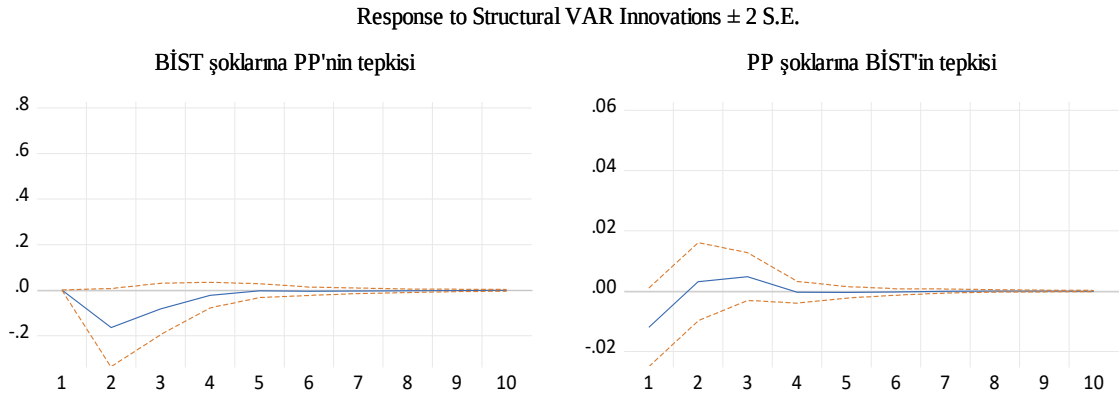
Şekil 3.3'te para politikası altın fiyatlarına ilişkin etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafik para politikasının altın fiyatlarındaki şoklara tepkisini göstermektedir. Grafikte görüldüğü üzere, altın fiyatlarında meydana gelen pozitif bir standart sapmalı şoka para politikası ilk dönemden başlayarak üçüncü döneme kadar negatif tepki vermektedir. Üçüncü dönemden itibaren söz konusu etki azalarak ortadan kalmaktadır. İkinci grafikte ise para politikası şoklarına altın fiyatlarının tepkisi yer almaktadır. Para politikasında meydana gelen pozitif bir şoka, diğer bir ifadeyle daraltıcı

para politikasına altın fiyatları ilk dönemde negatif tepki göstermiş, ikinci dönemde ise söz konusu etki ortadan kalkmıştır. Bu sonuçlar istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.



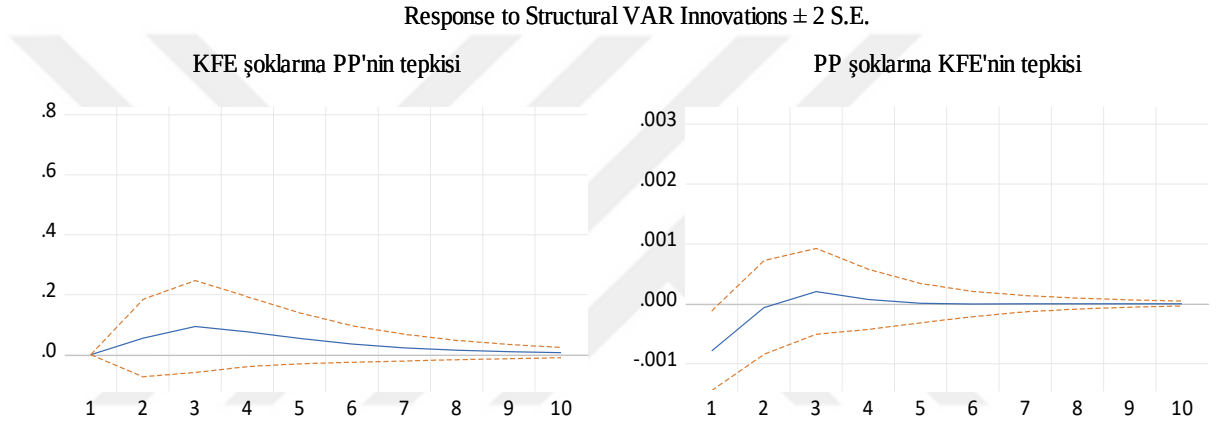
Şekil 3.4. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Reel Efektif Döviz Kuru İlişkisi (Spesifikasyon-1)

Şekil 3.4'te para politikası reel efektif döviz kuru ilişkisine yönelik etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafikten görüldüğü üzere, reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir standart sapmalı pozitif şok, para politikasını ilk dört dönemde negatif etkilemektedir. İkinci grafik ise, para politikası şoklarına reel efektif döviz kurunun tepkisini göstermektedir. Grafikten de görüldüğü üzere, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı pozitif şok, reel efektif döviz kurunda ilk dönemde negatif ve güçlü bir etki ortaya çıkarmaktadır. Reel efektif döviz kuru şoklarına para politikasının tepkisi istatistiki olarak anlamsız bulunurken, para politikası şoklarının reel efektif döviz kuru üzerine etkisi ikinci dönemden itibaren istatistiki açıdan anlamsızdır.



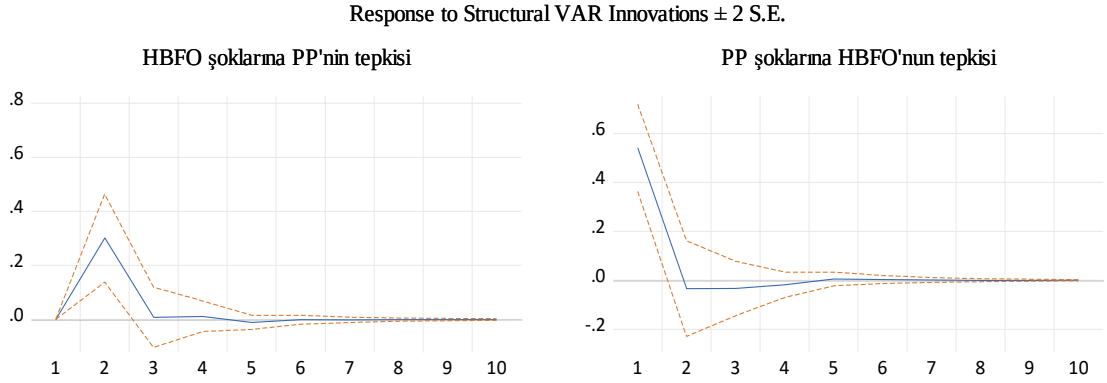
Şekil 3.5. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası- BİST 100 İlişkisi (Spesifikasyon-1)

Şekil 3.5'te para politikası hisse senedi fiyatlarına ilişkin etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafikten görüldüğü üzere, BIST 100 endeksinde meydana gelen bir standart sapmalı pozitif bir şoka para politikası ilk beş dönemde negatif tepki vermektedir. Söz konusu etki beşinci dönemden itibaren kaybolmaktadır. İkinci grafikte ise para politikası şoklarına BIST 100 endeksinin tepkisi yer almaktadır. Para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı şoka BIST 100 endeksi ilk dönemde negatif tepki vermektedir. Para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı şoka BIST 100 endeksinin tepkisi istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.



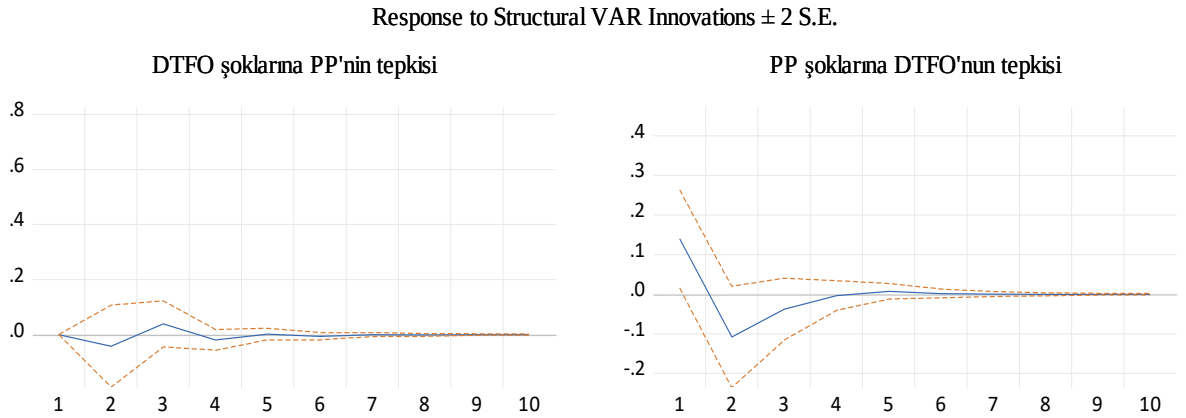
Şekil 3.6. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Konut Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-1)

Şekil 3.6'da para politikası konut fiyatları ilişkine yönelik etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafik konut fiyatlarında meydana gelen bir standart sapmalı şoka para politikasının tepkisini göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, konut fiyatlarında meydana gelen bir standart sapmalı şoka para politikası ilk dönemden itibaren pozitif tepki vermektedir. İkinci grafik para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı şoka konut fiyatlarının tepkisini göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, daraltıcı bir para politikası ilk iki dönemde konut fiyatlarını negatif yönde ve güçlü bir şekilde etkilemektedir. Bununla birlikte konut fiyat şoklarına para politikasının tepkisi istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.



Şekil 3.7. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Hazine Bonosu Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-1)

Şekil 3.7’de para politikası hazine bonosu faizi ilişkine yönelik etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafik hazine bonosu faizi şoklarına para politikasının tepkisini göstermektedir. Hazine bonosu faizinde meydana gelen bir standart sapmalı şoka para politikasının tepkisi ilk dört dönemde pozitifdir. İkinci grafikte para politikası şoklarına hazine bonosu faiz oranının tepkisi yer almaktadır. Grafikten görüldüğü üzere, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı pozitif bir şok, diğer bir ifadeyle daraltıcı para politikası uygulaması, hazine bonosu faizlerini ilk dönemde pozitif ve güçlü bir biçimde etkilemektedir.



Şekil 3.8. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Devlet Tahvili Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-1)

Şekil 3.8’de para politikası devlet tahvili faizine ilişkin etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafik devlet tahvili faizi şoklarına para politikasının tepkisini göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, devlet tahvili faizinde meydana gelen bir standart sapmalı şok, para politikasını ilk iki dönemde negatif etkilemektedir. İkinci

grafik para politikası şoklarına devlet tahvili faizinin tepkisini göstermektedir. Para politikasında meydana gelen bir standart sapmalılık şoka devlet tahvili faiz oranı ilk dönemde pozitif ve güçlü tepki göstermektedir. Bununla birlikte devlet tahvili faiz oranı şoklarına para politikasının tepkisi istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.

Tablo 3.8. Para Politikasının Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	0.714280	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.852771	82.12620	0.745281	0.270182	3.731401	0.411814	12.46513	0.249989
3	0.863753	80.13707	0.780403	0.332543	4.566803	1.582470	12.15714	0.443568
4	0.867783	79.39586	0.788349	0.330825	4.593295	2.340165	12.06146	0.490049
5	0.869605	79.06384	0.791450	0.329713	4.574914	2.723925	12.02800	0.488160
6	0.870395	78.92126	0.793970	0.330379	4.570685	2.884154	12.00639	0.493156
7	0.870727	78.86149	0.794864	0.331686	4.568866	2.952389	11.99790	0.492805
8	0.870871	78.83529	0.794968	0.332182	4.568761	2.981741	11.99405	0.493005
9	0.870933	78.82414	0.794991	0.332365	4.568490	2.994570	11.99248	0.492966
10	0.870960	78.81925	0.795008	0.332430	4.568392	3.000150	11.99179	0.492985

Varyans ayrıştırması sonuçları, değişkenlerden birinde meydana gelen değişimlerin ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Tablo 3.8.'de para politikası değişkeninin varyans ayrıştırma analizi sonucunu göstermektedir. Tabloda yer alan sütunlar para politikasının öngörü hata varyansının modelde yer alan değişkenler tarafından ne oranda açıklandığını ifade etmektedir. Tabloda görüldüğü üzere, para politikasındaki değişimin ilk ayda %100 oranında kendindeki değişikliklerden kaynaklandığını söylemek mümkündür. Takip eden dönemlerde de para politikasındaki değişimin büyük bir kısmı yine kendinden kaynaklanmaktadır. Diğer değişkenlerin açıklayıcılık gücüne bakıldığında hazine bonusu faizi ve hisse senedi fiyatı dikkat çekebilecek düzeydedir.

Tablo 3.9. Altın Fiyatlarının Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	0.035116	0.025004	99.97500	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.036402	0.023448	95.96966	1.364503	0.022540	2.325472	0.294368	1.19E-05
3	0.036875	0.247884	93.51943	1.549862	0.038714	4.068822	0.364135	0.211152
4	0.037078	0.344612	92.57645	1.535764	0.048208	4.922955	0.360316	0.211694
5	0.037165	0.360739	92.15437	1.540743	0.078069	5.287559	0.361354	0.217166
6	0.037201	0.360410	91.97664	1.542983	0.088129	5.453642	0.361419	0.216782
7	0.037217	0.360109	91.89868	1.542873	0.091446	5.527985	0.361612	0.217300
8	0.037224	0.359976	91.86507	1.542748	0.092225	5.560722	0.361906	0.217353
9	0.037227	0.359922	91.85047	1.542709	0.092625	5.574844	0.361984	0.217445

10 | 0.037228 0.359900 91.84420 1.542707 0.092795 5.580924 0.362016 0.217462

Tablo 3.9’da altın fiyatı değişkeninin varyans ayrıştırma analizi sonuçları yer almaktadır. Tabloda görüldüğü üzere, altın fiyatlarındaki değişim ilk ayda %99.9 oranında kendinden %0.02 oranında para politikasındaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Takip eden dönemlerde altın fiyatlarındaki değişikliğin büyük bir kısmı yine kendinden kaynaklanmakla birlikte ikinci dönemden itibaren konut fiyat endeksi açıklayıcılık gücü bakımından diğer değişkenlerle kıyaslandığında öne çıkmaktadır. Bu durum Türkiye ekonomisinde varlık tercihi olarak *konut ve altın yatırımının birbirine ikame olarak görüldüğü çıkarımına zemin hazırlamaktadır*. Üzerinde durulması gereken bir diğer husus, uluslararası literatürle uyumlu olarak altın ve hisse senedi fiyatlarının oluşumu açısından uluslararası konjonktüre duyarlı olması nedeniyle iki piyasa arasında ilişki olduğunu düşündürmesidir. Ancak Türkiye ekonomisinde altın yatırımının geleneksel boyutlu olması bir diğer ifadeyle altın yatırımında yerel ve kültürel tercihlerin etkili olması söz konusu iki piyasa arasındaki bağın azalmasına yol açmaktadır. Özellikle de hisse senedi piyasası gibi organize olmuş bir piyasa ile geleneksel boyutlarının ağır bastığı altın piyasası yatırımcı profilinin farklı olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 3.10. Reel Efektif Döviz Kuru Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	2.063909	5.462805	0.051143	94.48605	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.353502	6.788506	3.639153	78.25927	6.186805	0.174671	1.840625	3.110973
3	2.392580	8.033257	5.157595	75.79404	6.015741	0.170294	1.792496	3.036573
4	2.400085	8.137271	5.134126	75.41767	6.126422	0.178988	1.982815	3.022705
5	2.400751	8.135894	5.137918	75.38459	6.140635	0.179427	1.981842	3.039691
6	2.400855	8.139390	5.140246	75.37850	6.140538	0.179429	1.981698	3.040195
7	2.400877	8.139561	5.140153	75.37733	6.141108	0.179477	1.982138	3.040232
8	2.400879	8.139556	5.140178	75.37722	6.141115	0.179482	1.982135	3.040317
9	2.400879	8.139565	5.140182	75.37720	6.141115	0.179482	1.982135	3.040323
10	2.400879	8.139565	5.140182	75.37719	6.141118	0.179482	1.982135	3.040323

Tablo 3.10’da reel efektif döviz kuru varyans ayrıştırması sonuçlarına yer verilmiştir. Tablodan görüldüğü üzere, birinci dönemde reel efektif döviz kurundaki değişimin %94.4’ü kendisinden %5.4’ü para politikasındaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. İlk dönemde reel efektif döviz kurundaki değişikliği açıklamada hisse senedi fiyatlarının etkisi bulunmamakla beraber ikinci dönemden itibaren %6’lık

bir payı bulunmaktadır. Benzer şekilde altın fiyatlarının ilk dönemde etkisi çok küçük olmakla birlikte ikinci dönemden itibaren etkisinin arttığı gözlenmektedir. Netice olarak reel efektif döviz kuru varyans ayrıştırma sonuçları açıklama gücü bakımından para politikası, hisse senedi fiyatları ve altın fiyatlarını öne çıkarmaktadır. Hisse senedi fiyatları açısından ilgili bu sonuç portföy dengeleme teorisi ile uyumludur. Portföy dengeleme teorisi, hisse senedi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi açıklarken ilişkinin yönünün hisse senedi fiyatlarından döviz kuruna doğru olduğunu ifade etmektedir. Hisse senedi fiyatlarının artması ülkeye yönelik sermaye yatırımlarının artmasına yol açarak yurtiçi paranın değerinin artmasına ve faizlerin yükselmesine yol açmaktadır. Faizlerdeki söz konusu artış, portföy yatırımlarının artmasına ve yurt içi para talebinin artmasına ve bu yolla döviz kurlarının düşmesine neden olmaktadır. Söz konusu işleyiş mekanizmasının tam tersi de doğrudur.

Tablo 3.11. BİST 100 Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	0.060024	4.011577	0.111256	14.20928	81.66789	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.063056	3.880995	5.208516	12.87588	74.23305	0.394973	2.838749	0.567835
3	0.063834	4.353251	5.086085	12.66650	72.47484	1.191073	3.654886	0.573362
4	0.063968	4.338446	5.067882	12.63471	72.23663	1.477682	3.647221	0.597429
5	0.064020	4.336430	5.082667	12.61679	72.12074	1.595357	3.651254	0.596755
6	0.064037	4.336327	5.080704	12.61208	72.08416	1.638745	3.650578	0.597402
7	0.064045	4.335315	5.079728	12.60993	72.06880	1.658809	3.650144	0.597274
8	0.064048	4.334899	5.079262	12.60883	72.06217	1.667673	3.649819	0.597344
9	0.064049	4.334715	5.079091	12.60834	72.05918	1.671610	3.649739	0.597326
10	0.064050	4.334635	5.079021	12.60813	72.05790	1.673296	3.649684	0.597335

Tablo 3.11’de hisse senedi fiyatları varyans ayrıştırması sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere, ilk dönemde BİST 100’deki değişikliğin %81.6’sı kendinden, %14.2’si reel efektif döviz kurundan, %4’ü para politikasındaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren reel efektif döviz kurunun açıklayıcılık gücü azalmakla birlikte altın fiyatlarının açıklayıcılık gücünde artış görülmektedir. Bununla birlikte diğer değişkenlerle kıyaslandığında hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişikliği açıklamada reel efektif döviz kurunun öne çıktığı görülmektedir. İlgili bu sonuç BİST 100 ve döviz kuru ilişkisini açıklamada geleneksel yaklaşımla örtüşmektedir. Nitekim geleneksel yaklaşım döviz kurlarından hisse senedi fiyatlarına doğru bir nedenselliğin olduğunu ifade etmektedir. Döviz kuru değişikliklerinin ilgili

ülkenin şirketlerine yönelik çekiciliği arttırmak/azaltmak suretiyle hisse senedi fiyatlarını etkilediği sonucu çıkarımı yapılabilir.

Tablo 3.12. Konut Fiyat Endeksi Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	0.003066	6.565519	0.717927	6.888367	0.000000	85.82819	0.000000	0.000000
2	0.003732	4.458982	2.607214	4.783977	0.006964	85.44487	1.477796	1.220198
3	0.003941	4.269510	2.915047	4.439506	0.037647	85.83793	1.330301	1.170061
4	0.004026	4.123305	2.899970	4.399178	0.264319	85.88169	1.290621	1.140920
5	0.004061	4.054466	2.861523	4.365661	0.333355	85.98427	1.274212	1.126508
6	0.004076	4.024842	2.845930	4.344184	0.354864	86.03513	1.273425	1.121625
7	0.004082	4.012145	2.840097	4.334291	0.361093	86.06002	1.272326	1.120030
8	0.004085	4.006681	2.837973	4.330239	0.363993	86.06994	1.271880	1.119289
9	0.004086	4.004343	2.837028	4.328578	0.365381	86.07412	1.271578	1.118972
10	0.004087	4.003328	2.836604	4.327869	0.366012	86.07591	1.271459	1.118821

Tablo 3.12.'de konut fiyat endeksi varyans ayırıştırması sonuçlarına yer verilmektedir. Tablodan görüldüğü üzere, ilk dönemde konut fiyatlarındaki değişimin %85.8'i kendinden, %6.8'i reel efektif döviz kurundan, %6.56'sı para politikasındaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Netice itibariyle, konut fiyatlarındaki değişimlerde kendisinden sonra en çok reel efektif döviz kuru ve para politikası etkili bulunmuştur. Burada vurgulanması gereken bir diğer husus, konut fiyat değişikliklerini açıklamada hisse senedi piyasasının önemsiz olduğudur. Bu durum Türkiye ekonomisinde konut-finans bağının düşük olduğu sonucunu ortaya çıkarmaktadır. İlgili sonuçlar, konut yatırımının statü, sosyal güvenlik gibi nedenlerle tercih edildiğini ve hisse senedi piyasasına alternatif/tamamlayıcı olmayan bir piyasa olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 3.13. Hazine Bonosu Faizi Varyans Ayırıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	0.899214	36.34504	1.434493	8.248573	1.576201	0.000000	52.39569	0.000000
2	0.947281	32.88105	1.435371	8.674456	6.945636	0.777080	48.20896	1.077450
3	0.954358	32.51885	1.853270	8.571279	6.882009	1.316603	47.69537	1.162613
4	0.957220	32.36250	1.849894	8.525809	6.846004	1.678600	47.57348	1.163704
5	0.958012	32.31186	1.851460	8.511765	6.834695	1.810871	47.49618	1.183169
6	0.958326	32.29179	1.853730	8.508176	6.830961	1.865822	47.46670	1.182820
7	0.958456	32.28321	1.853488	8.506570	6.831060	1.888508	47.45388	1.183282
8	0.958509	32.27960	1.853362	8.505853	6.830606	1.898694	47.44873	1.183154
9	0.958533	32.27800	1.853309	8.505491	6.830446	1.903163	47.44642	1.183170
10	0.958543	32.27732	1.853294	8.505340	6.830341	1.905106	47.44545	1.183150

Tablo 3.13. hazine bonusu faizi varyans ayrıştırma sonuçlarını göstermektedir. Tablodan görüldüğü üzere, ilk dönemde hazine bonusu faizindeki değişikliklerin %52.3'ü kendinden, %36.3'ü para politikasından, %8.2'si reel efektif döviz kurundaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. İlk dönemde hisse senedi fiyatlarının hazine bonusu faizindeki değişikliği açıklama gücü %1.5 iken takip eden dönemlerde söz konusu etkinin arttığı görülmektedir. İlgili bu sonuç, merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının piyasa faizlerinden biri olan hazine bonusu faizlerini etkileme gücünü ortaya koymaktadır.

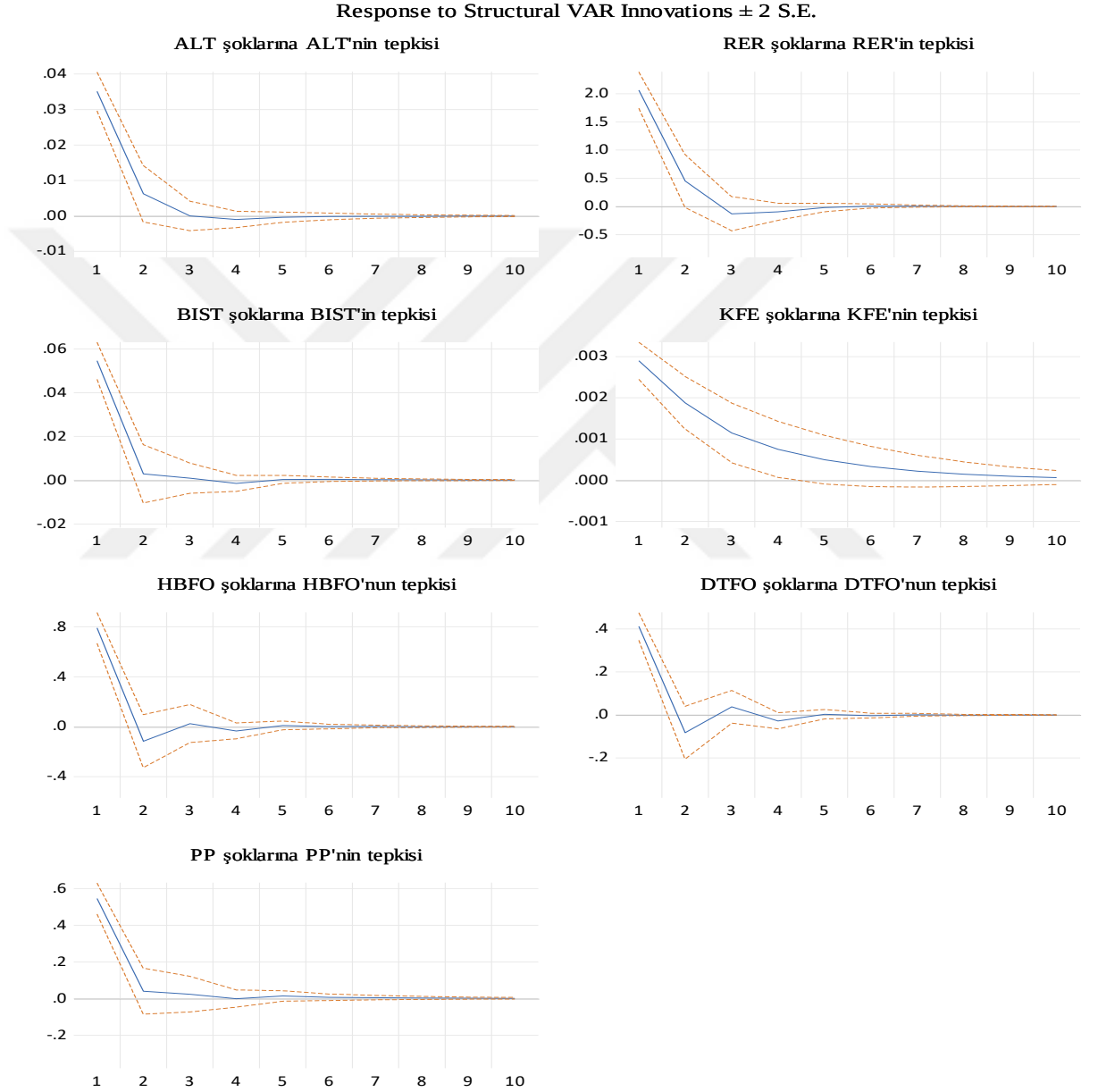
Tablo 3.14. Devlet Tahvili Faizi Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-1)

Period	S.E.	PP	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO
1	0.572131	5.999828	5.377463	18.03503	9.530419	0.000000	10.19760	50.85966
2	0.621982	8.061728	6.403718	15.26527	15.27335	0.998709	8.683266	45.31396
3	0.630050	8.211128	6.386829	15.02420	15.52459	1.698451	8.625556	44.52925
4	0.632002	8.163157	6.397728	14.94571	15.43064	2.009729	8.618796	44.43423
5	0.632444	8.166051	6.398320	14.92717	15.41502	2.109987	8.607193	44.37626
6	0.632638	8.161950	6.396784	14.92084	15.41502	2.151618	8.602044	44.35174
7	0.632701	8.160366	6.395536	14.91855	15.41253	2.169595	8.600346	44.34308
8	0.632731	8.159609	6.394985	14.91724	15.41157	2.177938	8.599699	44.33896
9	0.632743	8.159295	6.394767	14.91670	15.41103	2.181549	8.599397	44.33726
10	0.632749	8.159153	6.394683	14.91647	15.41081	2.183115	8.599269	44.33651

Tablo 3.14'te devlet tahvili faizi varyans ayrıştırma sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere, devlet tahvili faizindeki değişiklik ilk dönemde %50.8 oranında kendinden, % 18 oranında reel efektif döviz kurundan, %10.1 oranında hazine bonusu faiz oranından, %5.9 para politikasından, %5.3 altın fiyatlarından etkilenmektedir. İlgili bu sonuçlar, bekleyişler hipotezi bağlamında değerlendirilebilmektedir. Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını doğrudan etkileme gücü bulunduğu hesaba katıldığında, para politikası kararlarının kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak piyasa beklentilerini etkilemek suretiyle uzun dönemli faiz oranlarını da etkilemektedir. Dolayısıyla bu hipoteze göre, uzun dönemli faiz oranları, kısa vadeli faiz oranlarının içinde bulunulan durumu ile piyasa katılımcılarının kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentileri doğrultusunda şekillenmektedir.

Para politikası varlık fiyatları ilişkisinin ele alındığı bu çalışmada, ilk spesifikasyon varlık fiyatlarının para politikasına eş zamanlı tepki verdiği varsayımı ile iktisadi teori ve beklentiler çerçevesinde konulan kısıtlar üzerine inşa edilmiştir. İkinci

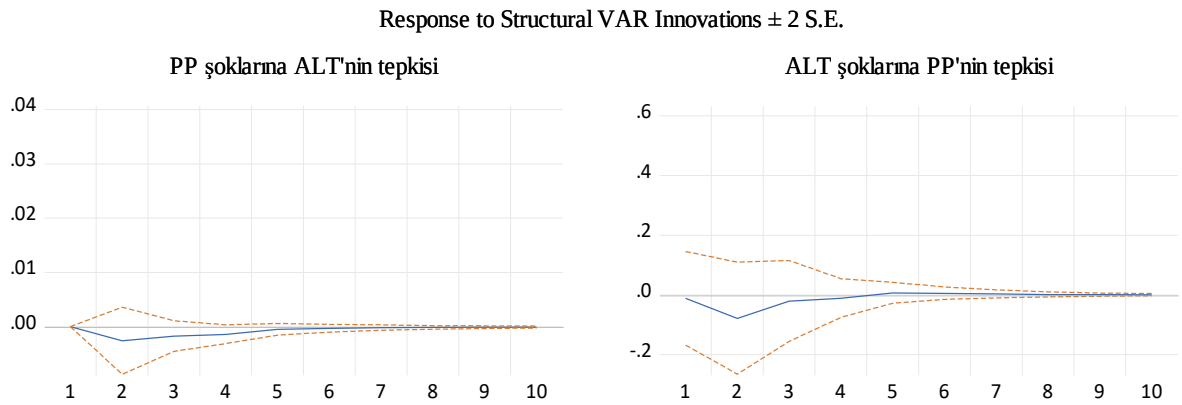
spesifikasyonda ise diğer kısıtlar sabit kalmak kaydıyla para politikasının varlık fiyatlarına eş zamanlı olarak tepki vermesine izin verilmiştir. Bu bağlamda alternatif kısıtla oluşturulan modele ilişkin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizi sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir.



Şekil 3.9. Değişkenlerin Kendi Şoklarına İlişkin Etki-Tepki Fonksiyonları (Spesifikasyon-2)

Şekil 3.9'da değişkenlerin kendi şoklarına ait Etki-Tepki Fonksiyonlarına ilişkin grafikler yer almaktadır. İlk grafik altın fiyatlarının kendi şoklarına verdiği tepkiyi göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, altın fiyatında ortaya çıkan pozitif bir standart

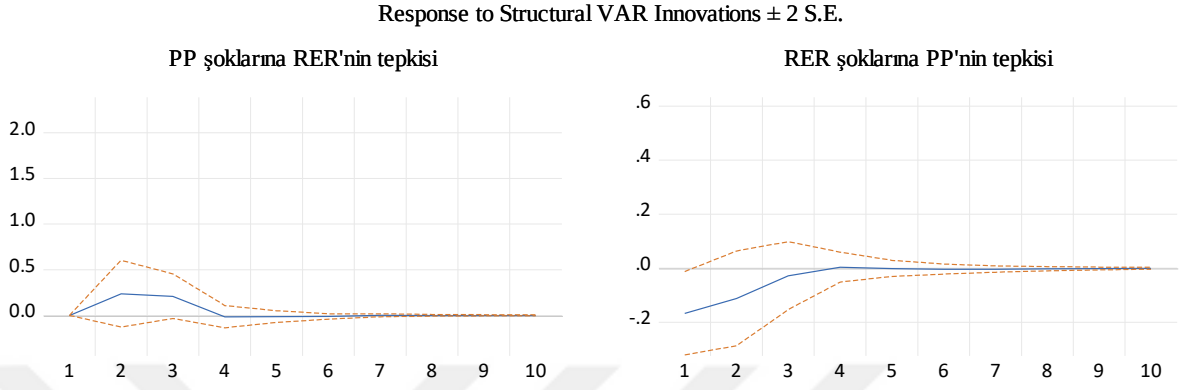
sapmalık şoka altın fiyatlarının tepkisi ilk üç dönemde pozitifdir. İkinci grafik reel efektif döviz kurunun kendi şoklarına verdiği tepkiyi göstermektedir. Reel efektif döviz kurunda ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalık şok ilk iki dönemde pozitif bir etkiyi ortaya koymaktadır. Üçüncü grafikte hisse senedi fiyatlarının kendi şoklarına verdiği tepkiye bakıldığında, hisse senedi fiyatlarında ortaya çıkan pozitif bir standart sapmalık şok ilk üç dönemde pozitif bir etki ortaya çıkarmaktadır. Dördüncü grafikte konut fiyatlarının kendi şoklarına verdiği tepki yer almaktadır. Buna göre, konut fiyatlarında ortaya çıkan bir standart sapmalık pozitif bir şoka konut fiyatları tüm dönemlerde pozitif tepki vermektedir. Beşinci grafikte hazine bonusu faiz oranı şoklarının kendi şoklarına verdiği tepki yer almaktadır. Grafikten görüldüğü üzere, hazine bonusu faiz oranı kendi şoklarına yalnızca ilk dönemde pozitif tepki vermektedir. Altıncı grafik devlet tahvili faiz oranlarının kendi şoklarına verdiği tepkiyi göstermektedir. Buna göre, devlet tahvili faiz oranında ortaya çıkan bir standart sapmalık şoka kendisi ilk dönemde pozitif tepki vermektedir. Son grafikte ise para politikasının kendi şoklarına verdiği tepki gösterilmektedir. Bu bağlamda, para politikasında meydana gelen pozitif bir şoka faiz oranı ilk dört dönemde pozitif tepki göstermektedir.



Şekil 3.10. Etki Tepki Fonskiyonları: Para Politikası-Altın Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-2)

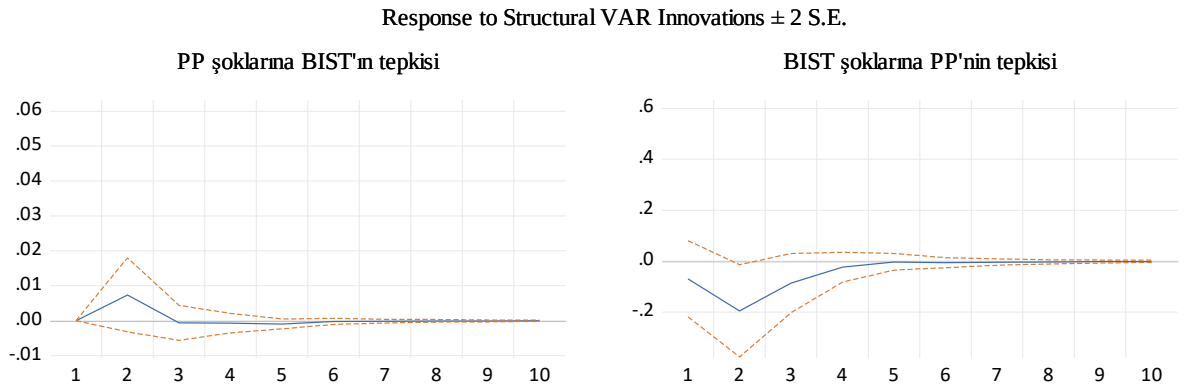
Şekil 3.10'da para politikası altın fiyatları ilişkisine yönelik etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafikten görüldüğü üzere, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalık pozitif bir şoka altın fiyatları ilk dönemden itibaren negatif tepki vermektedir. Söz konusu etki beşinci dönemden itibaren kaybolmaktadır. İkinci grafik altın fiyatında meydana gelen şoklara para politikasının tepkisini göstermektedir.

Buna göre, altın fiyatında meydana gelen pozitif bir şoka para politikasının tepkisi negatiftir. Ancak bu sonuçlar istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.



Şekil 3.11. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Reel Efektif Döviz Kuru İlişkisi (Spesifikasyon-2)

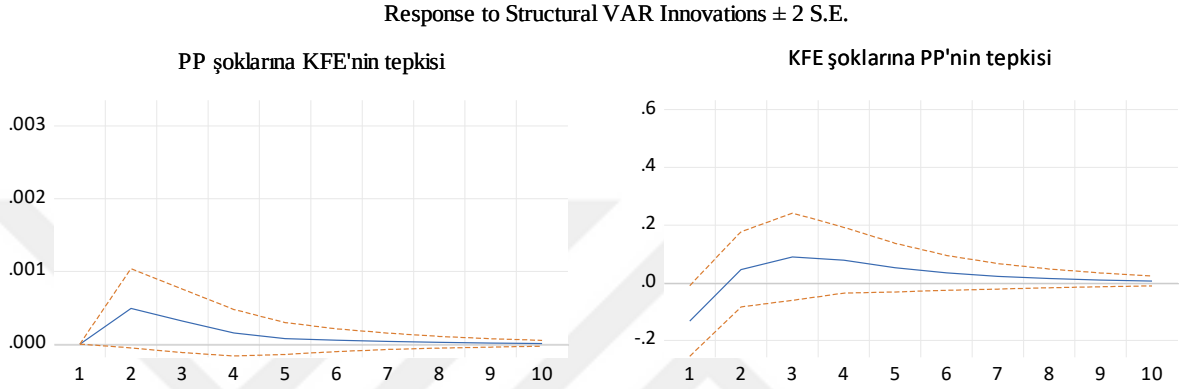
Şekil 3.11’de para politikası reel efektif döviz kuruna ilişkin etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. Grafikten görüldüğü üzere, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı şoka, diğer bir ifadeyle daraltıcı bir para politikasına reel efektif döviz kurunun tepkisi ilk dört dönemde pozitiftir. İkinci grafikte görüldüğü üzere, reel efektif döviz kuru şoklarına para politikasının tepkisi ilk dört dönemde negatif ve güçlüdür. Para politikası şoklarına reel efektif döviz kurunun tepkisi istatistiki açıdan anlamsız bulunmakla birlikte reel efektif döviz kuru şoklarına para politikasının tepkisi yalnızca ilk dönemde anlamlı bulunmuştur.



Şekil 3.12. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası- BİST 100 İlişkisi (Spesifikasyon-2)

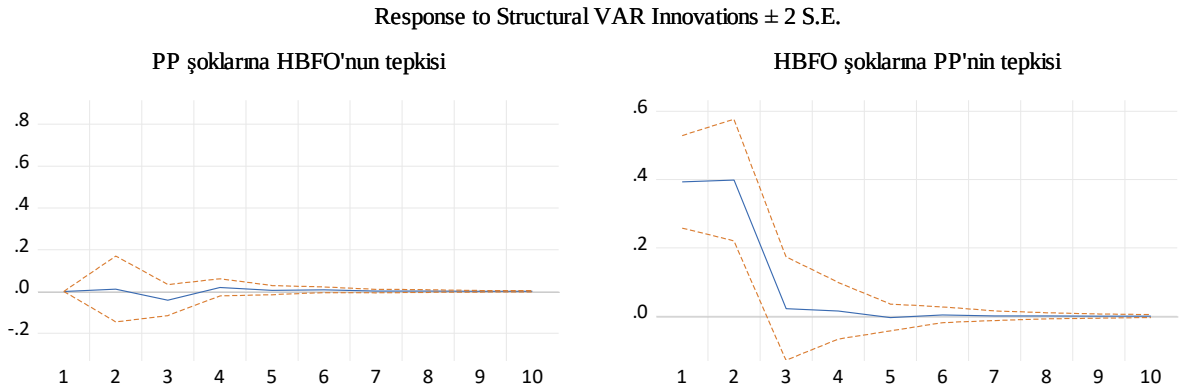
Şekil 3.12.’de para politikası hisse senedi fiyatlarına ilişkin etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafikten görüldüğü üzere, para politikası şoklarına

BİST 100'ün tepkisi ilk üç dönemde pozitifdir. İkinci grafik hisse senedi fiyatı şoklarına para politikasının tepkisini göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, BİST 100'de meydana gelen bir standart sapmalı pozitif bir şoka para politikası negatif ve güçlü bir tepki göstermektedir. Etki tepki fonksiyonlarına göre, söz konusu sonuçlar istatistiki olarak anlamsızdır.



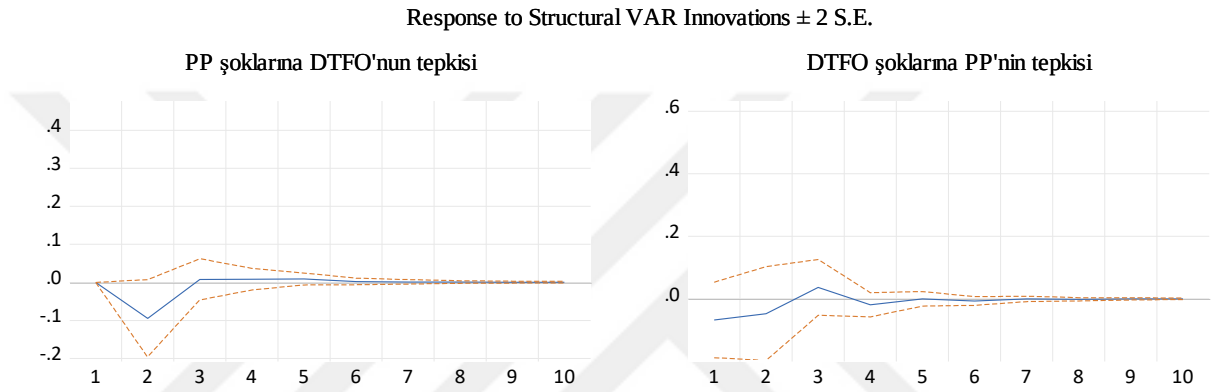
Şekil 3.13. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Konut Fiyatları İlişkisi (Spesifikasyon-2)

Şekil 3.13'te para politikası konut fiyatları ilişkisine yönelik etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. Buna göre, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalı şoka konut fiyatlarının tepkisi pozitifdir. İkinci grafik ise konut fiyat şoklarına para politikasının tepkisini göstermektedir. Buna göre, konut fiyatlarında meydana gelen bir standart sapmalı şoka para politikası ilk dönemde negatif ve güçlü bir tepki vermektedir. Etki tepki fonksiyonlarına göre, konut fiyatları ile para politikası arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamsızdır.



Şekil 3.14. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Hazine Bonosu Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-2)

Şekil 3.14'te para politikası hazine bonosu faiz oranı etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafikten görüldüğü üzere, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalılık şoka hazine bonosu faiz oranı ilk iki dönemde tepki vermemektedir. Hazine bonosu faiz oranı şoklarına para politikasının tepkisine bakıldığında, para politikasının hazine bonosu şoklarına ilk dört dönemde pozitif ve güçlü bir şekilde tepki verdiği görülmektedir. Para politikası şoklarına hazine bonosu faiz oranlarının tepkisi istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.



Şekil 3.15. Etki Tepki Fonksiyonları: Para Politikası-Devlet Tahvili Faizi İlişkisi (Spesifikasyon-2)

Şekil 3.15'te para politikası devlet tahvili faizi ilişkisine yönelik etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. İlk grafikten görüldüğü üzere, para politikasında meydana gelen bir standart sapmalılık şoka devlet tahvili faizinin tepkisi ilk üç dönemde negatiftir. İkinci grafik ise devlet tahvili faiz oranı şoklarına para politikasının tepkisini göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, devlet tahvili faiz oranında meydana gelen pozitif bir şoka para politikasının tepkisi ilk iki dönemde negatiftir. Söz konusu etki tepki fonksiyonuna göre, para politikası devlet tahvili faiz oranı ilişkisi istatistiki açıdan anlamsız bulunmuştur.

Tablo 3.15. Para Politikasının Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BIST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	0.713128	0.025084	5.496473	0.945239	3.454826	30.38878	0.920404	58.76920
2	0.854740	0.856112	5.539307	5.922500	2.696212	42.90036	0.956998	41.12851
3	0.865879	0.890070	5.501875	6.772805	3.709364	41.86840	1.105779	40.15171
4	0.870147	0.896307	5.450053	6.783469	4.476605	41.48890	1.145824	39.75884
5	0.871873	0.899173	5.428641	6.758086	4.820131	41.32707	1.141335	39.62556
6	0.872669	0.901408	5.420468	6.751196	4.968023	41.25348	1.146728	39.55869

7	0.872995	0.902206	5.418212	6.748300	5.029922	41.22282	1.146022	39.53251
8	0.873140	0.902271	5.417050	6.747727	5.057346	41.20924	1.146158	39.52020
9	0.873200	0.902280	5.416522	6.747239	5.069247	41.20352	1.146064	39.51513
10	0.873227	0.902291	5.416274	6.747048	5.074444	41.20100	1.146069	39.51287

Yukarıda da belirtildiği üzere, varyans ayrıştırma analizi sonuçları, değişkenlerden birinde meydana gelen değişimlerin ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Tablo 3.15'te para politikasının varyans ayrıştırma analizi sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere, para politikasındaki değişim ilk ayda %58.7 oranında kendinden, %30.3 oranında hazine bonusu faiz oranından, %5.4 oranında reel efektif döviz kurundan, %3.4 konut fiyat endeksinden kaynaklanmaktadır. Takip eden dönemlerde hisse senedi fiyatları para politikasındaki değişimi yaklaşık %6'lık kısmını açıklamaktadır.

Tablo 3.16. Altın Fiyatlarının Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BIST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	0.035116	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.036364	96.19048	1.314056	0.039127	1.919113	0.021687	0.008572	0.506960
3	0.036866	93.59029	1.397721	0.039663	3.450648	0.532865	0.280950	0.707867
4	0.037070	92.63415	1.398293	0.061201	4.180168	0.595485	0.288082	0.842616
5	0.037161	92.19430	1.410758	0.099576	4.525372	0.619104	0.296118	0.854767
6	0.037197	92.01710	1.413655	0.111281	4.685217	0.618320	0.295786	0.858640
7	0.037213	91.93943	1.413561	0.115091	4.758016	0.617814	0.296548	0.859542
8	0.037219	91.90636	1.413466	0.116038	4.789549	0.617589	0.296689	0.860311
9	0.037222	91.89190	1.413452	0.116528	4.803148	0.617496	0.296840	0.860641
10	0.037224	91.88568	1.413464	0.116738	4.808985	0.617458	0.296877	0.860797

Tablo 3.16'da altın fiyatlarının varyans ayrıştırması sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere, altın fiyatlarında meydana gelen değişim ilk ayda %100 oranında kendindeki değişikliklerinden kaynaklanmaktadır. Takip eden dönemlerde altın fiyatlarındaki değişimin büyük bir kısmı yine kendinden kaynaklanmakla birlikte ikinci dönemden itibaren konut fiyat endeksi ile reel efektif döviz kuru açıklayıcılık gücü bakımından diğer değişkenlerle kıyaslandığında öne çıkmaktadır. Takip eden dönemlerde de altın fiyatlarındaki değişimin büyük bir kısmı yine kendinden kaynaklanmaktadır. İlgili bu sonuç, altın fiyatlarındaki değişimi açıklama modele dahil edilen değişkenlerin önemli bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.17. Reel Efektif Döviz Kuru Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	2.063909	0.035782	99.96422	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.355958	3.523228	80.38090	4.970360	0.033213	6.451165	3.629630	1.011508
3	2.395107	4.992993	78.07189	4.812314	0.063153	6.797028	3.514874	1.747751
4	2.402440	4.970157	77.75164	4.956939	0.070111	7.012642	3.497577	1.740937
5	2.403108	4.973878	77.71445	4.969362	0.070192	7.012924	3.516480	1.742717
6	2.403212	4.976104	77.70890	4.969152	0.070445	7.013808	3.516652	1.744938
7	2.403234	4.976016	77.70786	4.969820	0.070478	7.014220	3.516669	1.744940
8	2.403236	4.976040	77.70773	4.969825	0.070481	7.014215	3.516761	1.744944
9	2.403236	4.976044	77.70772	4.969825	0.070481	7.014219	3.516765	1.744950
10	2.403236	4.976044	77.70771	4.969828	0.070481	7.014219	3.516766	1.744950

Tablo 3.17’de reel efektif döviz kuru varyans ayrıştırması sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere, reel efektif döviz kurundaki değişim ilk ayda %99.9 oranında kendindeki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Takip eden dönemlerde reel efektif döviz kurundaki değişimin büyük bir kısmının yine kendisinden kaynaklandığı ifade edilebilir. Bununla birlikte ikinci dönemden itibaren altın ve hisse senedi fiyatları ile hazine bonosu faiz oranı ve devlet tahvili faiz oranının reel efektif döviz kurundaki değişimi açıklamada etkisi bulunmuştur.

Tablo 3.18. BİST 100 Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BİST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	0.060024	0.133356	17.07635	82.79029	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.063130	5.179643	15.45637	75.05067	0.851963	1.284558	0.820493	1.356306
3	0.063837	5.068067	15.35403	73.41873	1.627189	2.369056	0.825876	1.337052
4	0.063975	5.049093	15.30389	73.15471	1.894502	2.399798	0.854103	1.343904
5	0.064025	5.063967	15.28474	73.04432	1.992108	2.396211	0.854099	1.364558
6	0.064043	5.061809	15.27911	73.00583	2.033683	2.399841	0.854874	1.364852
7	0.064051	5.060866	15.27639	72.99081	2.052700	2.399335	0.854679	1.365228
8	0.064054	5.060401	15.27500	72.98413	2.061375	2.399109	0.854760	1.365223
9	0.064055	5.060237	15.27441	72.98119	2.065101	2.399013	0.854743	1.365306
10	0.064056	5.060167	15.27415	72.97991	2.066707	2.398971	0.854757	1.365332

Tablo 3.18’de BİST 100 varyans ayrıştırması sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere ilk dönemde BİST 100’de meydana gelen değişimin %82.7’si kendinden, %17’si reel efektif döviz kurundan kaynaklanmaktadır. İlk dönemde para politikasının BİST 100’deki değişimi açıklamada bir etkisi olmamakla birlikte ikinci dönemden itibaren %1 düzeyinde bir açıklama gücü bulunmaktadır. Bununla birlikte ikinci dönemden itibaren altın fiyatlarının %5 düzeylerinde bir açıklama gücü

bulunmaktadır. Bu durumda BİST 100'deki değişme büyük oranda kendinden kaynaklanmaktadır. Modele dahil edilen değişkenler bakımından ise reel efektif döviz kuru ve altın fiyatları öne çıkmaktadır.

Tablo 3.19. Konut Fiyat Endeksi Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BIST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	0.003066	0.650738	9.951094	0.000000	89.39817	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.003707	2.603669	6.961367	5.72E-05	86.82365	0.177770	1.662832	1.770659
3	0.003919	2.901073	6.483559	0.079836	86.21888	0.433628	1.633899	2.249120
4	0.004004	2.884508	6.382731	0.352364	86.04140	0.434034	1.601405	2.303562
5	0.004039	2.845860	6.315292	0.432669	86.09385	0.429484	1.582984	2.299866
6	0.004054	2.830564	6.278571	0.457446	86.12917	0.426482	1.577140	2.300626
7	0.004060	2.824823	6.262482	0.465056	86.14499	0.425170	1.575359	2.302124
8	0.004063	2.822737	6.255849	0.468630	86.15038	0.424620	1.574555	2.303225
9	0.004064	2.821801	6.253084	0.470335	86.15254	0.424407	1.574204	2.303630
10	0.004065	2.821382	6.251894	0.471102	86.15349	0.424310	1.574033	2.303793

Tablo 3.19'da konut fiyat endeksi varyans ayrıştırma analizi sonuçlarını göstermektedir. Tablodan görüldüğü üzere konut fiyatlarındaki değişim ilk ayda %89.3 oranında kendinden kaynaklanmaktadır. İlk dönemde konut fiyatlarındaki değişimi açıklamada reel efektif döviz kurunun %9.9 oranında etkisi bulunmakla birlikte modele dahil edilen diğer değişkenlerin etkisi bulunmamaktadır. Takip eden dönemlerde ise konut fiyatlarındaki değişikliği açıklamada konut fiyatlarının etkisi güçlü bir şekilde devam etmekle birlikte reel efektif döviz kuru ile altın fiyatlarının diğer değişkenlerle kıyaslandığında öne çıktığı görülmektedir.

Tablo 3.20. Hazine Bonosu Faizi Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BIST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	0.899214	1.671544	17.63088	3.418296	0.000000	77.27928	0.000000	0.000000
2	0.946241	1.648267	16.91874	8.301152	0.758122	71.28949	1.068966	0.015263
3	0.953884	2.054048	16.70562	8.203373	1.491039	70.21952	1.123156	0.203242
4	0.956404	2.051490	16.63181	8.166691	1.810311	69.97474	1.121491	0.243460
5	0.957235	2.052446	16.60296	8.152836	1.937012	69.86412	1.143745	0.246875
6	0.957537	2.054575	16.59510	8.148815	1.985583	69.82002	1.143146	0.252768
7	0.957671	2.054255	16.59128	8.148823	2.007804	69.80100	1.143767	0.253064
8	0.957723	2.054112	16.58969	8.148295	2.017502	69.79337	1.143642	0.253390
9	0.957747	2.054050	16.58892	8.148100	2.021839	69.78993	1.143686	0.253475
10	0.957757	2.054032	16.58861	8.147981	2.023685	69.78848	1.143672	0.253540

Tablo 3.20'de hazine bonosu faiz oranına ilişkin varyans ayrıştırma sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere, ilk dönemde hazine bonosu faiz oranı %77.2

oranında kendinden, %17.6 reel efektif döviz kurundan, %3.4 oranında hisse senedi fiyatlarından etkilenmektedir. Takip eden dönemlerde hazine bonusu faiz oranının açıklayıcılık gücü devam etmekle birlikte, reel efektif döviz kuru ile hisse senedi fiyatlarının etkisinin de devam ettiği görülmektedir. Para politikası ise hazine bonusu faiz oranındaki değişikliği açıklamada etkisiz bulunmuştur.

Tablo 3.21. Devlet Tahvili Faizi Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Spesifikasyon-2)

Period	S.E.	ALT	RER	BIST	KFE	HBFO	DTFO	PP
1	0.572131	5.557230	22.02910	10.39081	0.000000	10.15730	51.86556	0.000000
2	0.623179	6.456854	18.68175	15.09651	1.917943	10.06442	45.49224	2.290289
3	0.630738	6.441633	18.50029	15.43169	2.574725	10.03616	44.76447	2.251036
4	0.632633	6.453654	18.40575	15.34196	2.857690	9.991810	44.69402	2.255107
5	0.633078	6.453732	18.38557	15.32394	2.939811	9.992083	44.63346	2.271407
6	0.633275	6.452055	18.37760	15.32495	2.978864	9.986192	44.60896	2.271386
7	0.633337	6.450792	18.37464	15.32259	2.996060	9.984390	44.60018	2.271352
8	0.633367	6.450248	18.37300	15.32171	3.004100	9.983487	44.59616	2.271296
9	0.633379	6.450033	18.37234	15.32119	3.007517	9.983110	44.59449	2.271322
10	0.633385	6.449949	18.37205	15.32099	3.008990	9.982939	44.59375	2.271337

Tablo 3.21’de devlet tahvili faizi varyans ayrıştırma sonuçları görülmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere, devlet tahvil faiz oranı ilk dönemde %51.8 oranında kendinden, %22 oranında reel efektif döviz kurundan, %10.3 oranında hisse senedi fiyatlarından, %10.1 oranında hazine bonusu faiz oranından, %5 oranında altın fiyatlarından etkilenmektedir. İlk dönemde konut fiyatları ile para politikasının devlet tahvili faizlerini açıklamada açıklayıcılık gücü bulunmamaktadır. İkinci dönemde ise konut fiyatları ile para politikasının söz konusu değişikliği açıklamada çok küçük paylara sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte devlet tahvili faizi varyans analizi sonuçları devlet tahvilinin en çok kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Reel efektif döviz kuru, hisse senedi fiyatları ve hazine bonusu faiz oranlarının diğer değişkenlerle kıyaslandığında devlet tahvili faiz oranlarını açıklamada etkisinin daha büyük olduğu görülmektedir.

Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, modele iki farklı spesifikasyonda olmak üzere aşağıdaki kısıtlar konulmuştur.

- *Spesifikasyon 1:* İlk olarak para politikasının diğer bütün değişkenler üzerinde eşanlı etkisinin olduğu varsayılmıştır. Bununla birlikte iktisadi teori, beklentiler ve literatür doğrultusunda, altın fiyatlarının (ALT) yalnızca para politikasından

(PP) eşanlı olarak etkilendiği, reel efektif döviz kurunun (RER) yalnızca altın fiyatları (ALT) ve para politikasına (PP) eşanlı tepki verdiği, hisse senedi fiyatlarının (BİST); para politikası (PP), altın fiyatları (ALT) ve reel efektif döviz kurunda (RER) meydana gelen şoklara eşanlı tepki verdiği, konut fiyatlarının para politikası (PP), altın fiyatları (ALT) ve reel efektif döviz kuruna (RER) eşanlı tepki verdiği, hazine bonusu faiz oranının (HBFO); para politikası (PP), altın fiyatları (ALT), reel efektif döviz kuru (RER) ve hisse senedi fiyatlarına (BİST) eşanlı tepki verdiği, Devlet tahvilinin (DTFO) ise konut fiyatı (KFE) dışındaki diğer tüm değişkenlerden eşanlı etkilendiği varsayılmıştır.

- *Spesifikasyon 2:* Varlık fiyatlarının birbirlerine eşanlı etkilerine ilişkin kısıtlar sabit olmak üzere, modele dahil edilen bütün değişkenlerin para politikası üzerine eşanlı etkileri serbest bırakılmıştır. Bir diğer ifadeyle, bu varsayım altında merkez bankasının varlık fiyatlarındaki değişikliklere anında tepki verdiği varsayılmıştır.

Söz konusu kısıtlar çerçevesinde tahmin edilen etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarından hareketle aşağıdaki bulgular elde edilmiştir.

- Hem birinci spesifikasyonda hem de ikinci spesifikasyonda, para politikasının altın fiyatları üzerine ve altın fiyatlarının da para politikası üzerine anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir.
- İlk spesifikasyonda, para politikası şoklarına reel efektif döviz kurunun ilk dönemde negatif tepkisi anlamlı bulunmuştur. Bununla birlikte reel efektif döviz kuru şoklarına para politikasının anlamlı bir tepkisi tespit edilememiştir. İkinci spesifikasyona göre, para politikasının reel efektif döviz kuru üzerine etkisi anlamsız bulunurken, para politikasının reel efektif döviz kuru şoklarına negatif yönlü tepkisi anlamlı bulunmuştur.
- Her iki spesifikasyonda da BİST 100'ün para politikası üzerine etkisi önemsiz bulunurken özellikle varyans ayrıştırması sonuçları dikkate alınarak para politikasının hisse senedi fiyatları üzerine etkisinin varlığından söz edilebilir.
- İlk spesifikasyonda konut fiyatlarının para politikası şoklarına tepkisi önemli bulunurken, her iki spesifikasyonda da konut fiyatlarının para politikası üzerine etkisi anlamsız olarak tespit edilmiştir.

- Her iki spesifikasyonda da hem hazine bonosu faiz oranlarının para politikası üzerine etkisi hem de para politikasının hazine bonosu faiz oranlarına etkisi önemli ve anlamlı olarak tespit edilmiştir. İlk spesifikasyonda para politikası şoklarına devlet tahvili faiz oranının tepkisi anlamlı bulunurken, devlet tahvili faiz oranı şoklarına para politikasının tepkisi anlamsız bulunmuştur. Bununla birlikte ikinci spesifikasyonda hem devlet tahvili faiz oranlarını para politikası üzerine etkisi hem de para politikasının devlet tahvili faiz oranlarına etkisi anlamsız bulunmuştur.



SONUÇ

Para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı veya ne derece etkili olduğu hususunda teoride bir görüş birliği bulunmamaktadır. Söz konusu görüş ayrılığının teorik temelleri çoğunlukla Monetarist iktisatçılar ile Post Keynesyen iktisatçılar arasındaki fikir ayrılığına dayanmaktadır. Her iki ekolde de para politikasının reel ekonomik değişkenleri etkileyip etkileyemediği çeşitli varsayımlar altında ortaya koymaya çalışmaktadır.

Temelde klasik iktisat ekseninde şekillenen Monetarist ekolde, para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde yalnızca kısa dönemli etkilere sahip olduğu ifade edilmektedir. Bu doğrultuda, reel ekonomik değişkenler üzerinde en etkili politika aracı olarak kabul ettikleri para arzının uzun dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde bir etkisi olmadığı ve enflasyona yol açtığı savunulmaktadır. Bununla birlikte Monetarist ekolde paranın dolaşım hızının istikrarlı olarak kabul edilmesi para arzının merkez bankaları tarafından kolaylıkla kontrol edilebileceği anlamını taşımaktadır. Bu bakımdan Monetarist ekolde para arzı merkez bankası tarafından kolayca arttırılıp azaltılabilen dışsal bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır.

Post Keynesyen ekolde ise Monetarist ekolün ortaya koyduğu sınırlı etki eleştirilerek para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ortaya konulmaktadır. Bu bağlamda Post Keynesyen iktisatçılar tarafından teoriye dönüştürülmüş olan paranın içselliği yaklaşımı ile para arzının üretim süreçlerinden dışlanamayacağı ifade edilmiştir. Bir diğer ifadeyle, paranın içselliği yaklaşımı ile ekonomide para yaratma süreci üretim sürecinin normal işleyişi içerisinde yer almakta ve üretim sürecinin başlangıcında ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla para arzı para talebi ile ilişkilendirilmekte ve böylece parasal sektörün reel sektörden bağımsız olamayacağı ortaya konulmaktadır. Para arzının para talebi ile ilişkilendirilmesi monetarist ekolün aksine para arzındaki artışların uzun dönemde enflasyonun bir nedeni olmadığı anlamına gelmektedir. Para arzındaki artışların enflasyona neden olmayacağı ifade edilmekle birlikte ilişkinin yönünün fiyatlardan para arzına doğru olduğu savunulmaktadır.

İktisat yazınındaki söz konusu teorik tartışmaların ötesinde, merkez bankalarının uyguladıkları politikaların reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olabilmesi süreç gerektiren bir olgudur. Bu bakımdan para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde ortaya çıkardığı olası etkileri belirlemek ve söz konusu etkilerin hangi süreç aracılığıyla gerçekleştiğinin tespit edilmesi amacıyla parasal aktarım mekanizmaları kullanılmaktadır. Merkez bankalarının uyguladıkları politikaların reel ekonomik değişkenlere etkisini gösteren parasal aktarım mekanizması, en genel ifadeyle para politikası kararlarının reel ekonomik faaliyetleri etkileyinceye kadar geçirdiği süreç olarak tanımlanmaktadır. Parasal aktarım mekanizması iki aşamadan oluşmaktadır. İlk olarak para politikası kararları faiz oranı, kredi, beklentiler ve varlık fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. İkinci olarak söz konusu etki veya etkiler ekonomik büyüme gibi makro ekonomik değişkenleri etkilemektedir. Parasal aktarım mekanizmalarından biri olan varlık fiyatları kanalında ise para politikası kararlarının varlık fiyatlarını etkilemek suretiyle reel ekonomik faaliyetler üzerinde oluşturduğu değişiklik incelenmektedir. Para politikası kararları; döviz, hisse senedi, bono, konut ve arazi gibi finansal ve reel varlıkların fiyatlarını etkileyerek reel ekonomiye aktarılmaktadır. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarının reel ekonomik değişkenleri nasıl etkilediğini ortaya koymaktadır. Bu soru en azından para politikasının reel ekonomik değişkenler üzerinde kısa dönemli etkilere sahip olduğunun kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Merkez bankalarının para politikasını etkin bir şekilde yürütmesi ve hedeflerine ulaşabilmeleri ise ancak uyguladıkları politikaların etkilerine yönelik doğru tahmin yapmaları ile mümkün olmaktadır. Bu bakımdan söz konusu etkilerin ve yoğunluğunun ortaya konulması son derece önem arz etmektedir. Nitekim fiyat istikrarını sağlamayı ve finansal istikrarı gözetmeyi amaçlayan merkez bankalarının para politikasına ilişkin kararları finansal piyasa şartlarını değiştirerek fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri üzerinde etkili olmaktadır.

Bu bakımdan varlık fiyatları en genel ifadeyle, Tobin q ve Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezi bağlamında fiyat istikrarı üzerinde etkili olmaktadır. Söz konusu teori ve hipotez bağlamında para politikası firmaların ve hanehalkının yatırım ve tüketim kararlarını etkileyerek toplam talep üzerinde etkili olmaktadır. Varlık fiyatlarının finansal istikrar üzerindeki etkisi ise, fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi amaç edinen

merkez bankalarının enflasyonu kontrol amacıyla kısa vadeli faiz oranlarında yaptıkları değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Nitekim merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararları bankacılık sistemi kredi büyüklüklerini ve bu kredilere karşılık olarak alınan ipoteklerin değerini değiştirmektedir. Ayrıca kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişikliklerin piyasa faiz oranını etkilemesi bankacılık sisteminin likiditesini, aktif kompozisyonunu ve buna bağlı olarak vade uyumunu/uyumsuzluğunu da etkileyecektir. Bununla birlikte merkez bankalarının enflasyonu kontrol altında tutma konusundaki başarısı, gelecekle ilgili iyimser beklentilere yol açmak suretiyle ekonomik birimlerde sahte güven duygusu oluşturarak tüketim ve kredilerde aşırı bir artışa neden olabilmektedir. Böyle bir durumda özellikle de reel varlık fiyatlarındaki artış, aşırı kredi genişlemesine neden olabilmektedir. Aşırı kredi genişlemesiyle yanlış alınan kredi kararları varlık değerlenmelerine ve finansal sistemde kırılganlığa neden olabilmektedir. Ayrıca para politikasının yüksek bir kredibiliteye sahip olması ekonomik birimlerin geleceğe yönelik belirsizliklerini azaltabilir. Belirsizliklerdeki bu azalış finansal piyasalarda borç alma-verme işlemlerini genişleterek varlık fiyatlarının artmasına neden olabilmektedir. Yani varlık fiyat balonların en önemli nedenlerinden biri düşük ve istikrarlı fiyat düzeyidir. Bu durum fiyat istikrarının finansal istikrarsızlığı tetikleyebildiğini ortaya koymakla birlikte düşük enflasyon oranları ile birlikte gözlenen aşırı varlık hareketlerinin gündeme gelmesine neden olmuştur.

Nitekim 2008 Küresel Finansal Krizi fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmiştir. Bu bakımdan küresel finansal krizin ortaya çıkmasının nedeni olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal istikrarı göz ardı etmeleri gösterilmiştir. Zira merkez bankaları kriz öncesi dönemde Taylor (1993)'ün öncü çalışmasında ortaya koyduğu tepki fonksiyonu ile düşük enflasyon ve büyüme hedeflerine katkıda bulunmaktadır. Bu bağlamda düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine ulaşan merkez bankalarının varlık fiyat balonlarının oluşumunu engellediği ve fiyat istikrarının finansal istikrara katkıda bulunduğu ifade edilmektedir. Ancak 2008 Küresel Finansal Krizi fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamak için tek başına yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bu durum kriz öncesinde fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamak için yeterli olduğuna ilişkin geleneksel bakış açısının ötesine geçen bir

yaklaşımı ihtiyaç duyulduğu ortaya koymaktadır. Bu çerçevede 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte finansal istikrar, para politikası stratejilerinin oluşturulmasında önemli hale gelmiştir. Merkez bankalarının finansal istikrarı göz ardı etmemesi gerektiğine ilişkin görüşün temelinde finansal sistemin kendi içerisinde istikrarsızlık yaratma eğiliminin bulunması ve bu istikrarsızlığı reel ekonomiye yayarak ekonomileri durgunluğa sürüklemeye etkisinin bulunmasıdır. Finansal piyasalardan kaynaklanan krizler ise bu istikrarsızlıkların son aşaması olarak ifade edilmektedir. Tarihsel süreç içerisinde varlık fiyatlarından kaynaklanan finansal krizlerin ekonomilere maliyetinin çok yüksek olması varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarında sistematik bir role sahip olup olmaması gerektiğine ilişkin tartışmalara temel teşkil etmiştir. 1980'lerin Japon varlık fiyat balonu ve 1990'ların ABD borsa balonu tecrübesiyle tartışılan ve 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte yeniden gündeme gelen söz konusu tartışmalar neticesinde para politikasının varlık fiyat hareketlerine daha duyarlı hale getirilmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankaları faiz oranlarını varlık fiyatlarını da içerecek şekilde ayarlamaları gerekmektedir. Politika oluşturma sürecine varlık fiyatlarının dahil edilmesi istikrarlı büyüme hedefine katkı sağlayarak varlık fiyatlarında meydana gelen sürekli artışların da engellenmesini sağlamaktadır.

Bu çerçevede bu çalışma ile, amacı fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrarı desteklemek olan TCMB'nin uyguladığı para politikalarının varlık fiyatları üzerine etkisi ve politika oluşturma sürecinde varlık fiyatlarını göz önünde bulundurulup bulundurmadığına ilişkin ampirik kanıtlar ortaya konulması amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda, Türkiye ekonomisinde para politikası varlık fiyatları ilişkisinin sınanmasında literatürde en sık kullanılan ve çalışma amacına en uygun model olarak nitelendirilen VAR modeli kullanılmıştır. VAR modellerinin içsel dışsal değişken ayrımını gerektirmemesi para politikası varlık fiyatları ilişkisinin sınanmasında söz konusu modeli avantajlı kılmaktadır. Zira varlık fiyatları para politikası kararlarından etkilenirken, para politikası da varlık fiyatlarından etkilenebilmektedir. Dolayısıyla değişkenlerin içsel-dışsal ayrımına tabi tutulmaları iktisadi teori bağlamında mümkün görünmemektedir. Bununla birlikte standart VAR modelinin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizlerinde Cholesky ayrıştırması temelinde çalışması yani iktisadi teori ve beklentileri göz ardı etmesi modelin eleştirilen noktalarındandır. Söz konusu

eleştiriler göz önünde bulundurularak para politikası varlık fiyatları ilişkisinin sınanmasında SVAR modeli kullanılmıştır. Çalışmada SVAR modelinin oluşturulmasında eşanlı katsayılar matrisine iktisadi teori ve beklentiler doğrultusunda kısıtlar getiren teori temelli ve yinelemeli belirlenim yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada para politikası göstergesi olarak BİST bankalar arası gecelik repo faizi alınmıştır. Varlık fiyatlarını temsilen altın fiyatları, BİST100 endeksi, reel efektif döviz kuru, üç ay vadeli hazine bonusu faizi, on yıl vadeli devlet tahvili faizi ve konut fiyat endeksi serileri kullanılmıştır. Çalışmada ilgili değişkenler menkul kıymet fiyatları, gayrimenkul fiyatları ve döviz kurunu temsil edecek şekilde seçilmiştir. Çalışmanın dönemi tüm değişkenler için maksimum gözlem sayısına ulaşılabilecek şekilde 2011:05-2018:05 olarak belirlenmiştir. İlgili dönem, herhangi bir finansal kriz içermemesi ve 2008 Küresel Finansal Krizi sonrası TCMB'nin politika duruşunu yansıtmaması açısından önemlidir.

SVAR modelinin oluşturulmasında kullanılan kısıtlar iki farklı spesifikasyonla değerlendirilmiştir. İktisadi teori, beklentiler ve literatür doğrultusunda varlık fiyatlarının birbirleri üzerine eşanlı etki kısıtları tespit edilmiştir. Her iki spesifikasyonda varlık fiyatlarının birbirlerine eşanlı etkilerine ilişkin kısıtlar sabit olmak üzere, belirlenen birinci spesifikasyonda para politikasının varlık fiyatları üzerine eşanlı etkisi olduğu varsayımından hareketle para politikasının modele dahil edilen tüm değişkenler üzerine eşanlı etkisi serbest bırakılmıştır. Belirlenen ikinci spesifikasyonda ise, merkez bankalarının varlık fiyatlarında meydana gelecek şoklara eşanlı tepki vereceği varsayımı altında, modele dahil edilen tüm değişkenlerin para politikası değişkeni üzerine eşanlı etkileri serbest bırakılmıştır. İki farklı spesifikasyonla kurulan SVAR modeline ilişkin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları değerlendirilmiştir.

Para politikası ve varlık fiyatları ilişkisinin analiz edilmesinde kullanılan her iki spesifikasyonda da para politikasının altın fiyatları üzerine ve altın fiyatlarının da para politikası üzerine anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. 2008 Küresel Finansal Kriziyle birlikte uygulanan genişletici para politikaları düşük reel faiz ortamının oluşmasına yol açarak altın fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte altın fiyatlarının uluslararası finansal konjonktüre duyarlı olması Türkiye ekonomisi özelinde para politikası altın fiyatları ilişkisinin sınırlılığını ortaya koymaktadır.

Para politikası reel efektif döviz kuru ilişkisi etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları bağlamında değerlendirildiğinde ilk spesifikasyonda, para politikası şoklarına reel efektif döviz kurunun ilk dönemde negatif tepkisi anlamlı bulunmuştur. Bununla birlikte reel efektif döviz kuru şoklarına para politikasının anlamlı bir tepkisi tespit edilememiştir. Para politikası değişkeninin diğer tüm değişkenlere eşanlı tepki verdiği varsayımı üzerine inşa edilen ikinci spesifikasyona göre, para politikasının reel efektif döviz kuru üzerine etkisi anlamsız bulunurken, para politikasının reel efektif döviz kuru şoklarına negatif yönlü tepkisi anlamlı bulunmuştur. Para politikası reel efektif döviz kuru ilişkisine dair söz konusu bulgular, para politikası kararlarının reel efektif döviz kuru değişkenine tepki verdiği ve bununla birlikte reel efektif döviz kurunun da para politikasından etkilendiğini göstermektedir. Türkiye bağlamında ele alındığında, TCMB'nin döviz kuru şoklarını dikkate alarak para politikası oluşturduğu gerçekliği çalışmada doğrulanmıştır. Ayrıca söz konusu sonuç, çalışmada iki farklı spesifikasyonla çalışmanın avantajını ortaya koymuştur. Zira para politikasının diğer tüm değişkenlere eşanlı etki ettiği ancak diğer değişkenlerden eşanlı olarak etkilenmediği temelinde şekillenen ilk spesifikasyonla, para politikasının varlık fiyatlarına tepkilerinin kaçınılabileceği şüphesiyle, para politikasının varlık fiyatlarına eşanlı tepkisinin serbest bırakıldığı alternatif belirlenme oluşturulmuştur.

Para politikası hisse senedi fiyatları ilişkisi etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları bağlamında değerlendirildiğinde her iki spesifikasyonda da hisse senedi fiyatlarının para politikası üzerine etkisi önemsiz bulunurken özellikle varyans ayrıştırması sonuçları dikkate alınarak para politikasının hisse senedi fiyatları üzerine etkisinin varlığından söz edilebilir. Dolayısıyla para politikasının firmaların bilanço yapıları ve bankacılık sektörü kredi hacmini değiştirerek hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğunu çıkarımını yapmak mümkündür.

Para politikası konut fiyatları ilişkisi etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizi sonuçları bağlamında değerlendirildiğinde, ilk spesifikasyonda konut fiyatlarının para politikası şoklarına tepkisi önemli bulunurken, her iki spesifikasyonda da konut fiyatlarının para politikası üzerine etkisi anlamsız olarak tespit edilmiştir. Konut sektörünün birçok sektörle yakından ilişkili olması ve 2008 Küresel Finansal Krizi tecrübesi konut fiyatları özelinde sektörün yakından takip edilmesi gerekliliğini ortaya

çıkarmıştır. Ancak Türkiye ekonomisinde konut fiyatları para politikası kararlarından etkilenirken politika oluşturma sürecinde konut fiyatlarının göz önünde bulundurulmadığı görülmektedir. Bu sonuç, finansal istikrar ve fiyat istikrarı hedefini zedeleyebilmektedir. Nitekim konut fiyatları birçok kanal üzerinden tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olmakta ve toplam talep aracılığıyla enflasyona yol açabilmektedir. Varlık fiyatlarının özellikle de konut fiyatları ile enflasyon arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu literatürde ifade edilmektedir. Bununla birlikte konut fiyatlarının para politikası üzerine etkisinin anlamsız olarak tespit edilmesi Türkiye ekonomisi bağlamında değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin ve şokların genelde döviz kaynaklı olmasının etkisi olarak yorumlanabilir.

Para politikası hazine bonusu faiz oranı ilişkisine yönelik etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizi sonuçları değerlendirildiğinde, hem hazine bonusu faiz oranlarının para politikası üzerine etkisi hem de para politikasının hazine bonusu faiz oranlarına etkisi önemli ve anlamlı olarak tespit edilmiştir. Para politikası kararlarının mevcut kısa vadeli faiz oranının ve beklentilerin değişmesi suretiyle gelecek dönem kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesine yol açtığını söylemek mümkündür. Para politikası devlet tahvili faiz oranına ilişkin sonuçlar değerlendirildiğinde, ilk spesifikasyonda para politikası şoklarına devlet tahvili faiz oranının tepkisi anlamlı bulunurken, devlet tahvili faiz oranı şoklarına para politikasının tepkisi anlamsız bulunmuştur. Bununla birlikte ikinci spesifikasyonda hem devlet tahvili faiz oranlarını para politikası üzerine etkisi hem de para politikasının devlet tahvili faiz oranlarına etkisi anlamsız bulunmuştur. İlgili bu sonucun literatürle uyumlu olduğunu ifade etmek mümkündür. Nitekim literatürde para politikası ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıf olduğu ifade edilmektedir.

Çalışmada döviz kurunun TCMB'nin faiz ayarlamaları üzerinde doğrudan bir etkisi olduğu görülmektedir. Türkiye ekonomisinin büyük oranda ithalata bağımlı üretim yapısı göz önüne alındığında döviz kurunda yaşanan gelişmelerin enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Bu durum TCMB'nin politika oluşturma sürecinde döviz kuru şoklarını göz önünde bulundurmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte 2008 Küresel Finansal Krizi finansal sektördeki gelişmelerin reel ekonomik faaliyetler üzerinde oldukça etkili olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda, krizden çıkarılan en önemli sonucun merkez bankalarının finansal sistemdeki riskleri ve varlık fiyatlarındaki gelişmeleri göz önünde

bulundurarak politika oluşturmasıdır. Ancak alışma bulgularından hareketle, TCMB'nin faiz ayarlamalarında altın, hisse senedi, konut, devlet tahvili gibi varlıkların fiyatlarını göz ardı ettiği ifade edilebilir. Yine alışma bulgularından hareketle, TCMB'nin politika kararlarının varlık fiyatlarına etkileyebilecek güçte ve etkinlikte olduğu söylenebilir. Bu ıkarımlardan hareketle, merkez bankasının politika oluşturma sürecinde varlık fiyatlarını göz önünde bulundurmasının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı sağlamada etkin kullanılması gereken önemli bir politika davranışı olarak ifade edilebilir.



KAYNAKÇA

- ABUBAKAR, M.; B.N. YAABA (2014) “Monetary Policy in Nigeria: Any Role for McCallum Rule?” **American Journal of Economics**, Volume 4, Issue 2, pp: 114-123.
- AFŞAR, M. (2011) “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 6, Sayı: 2, ss: 143-171.
- AGENOR, P. R., J. MCDERMOTT, M.E. ÜÇER (1997) “Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and The Real Exchange Rate: The Case of Turkey”, **IMF Workink Paper**, No: 97/1, pp. 1-20.
- AKÇAĞLAYAN, A. (2008) “The Effects of Interest Rate Policy on Exchange Rates During 2001 Currency Crises” **Abant İzzet Baysal University Journal of Social Sciences**, Volume 9, Issue 1, pp. 1-20.
- AKINCI, M.; Y. G. AKINCI, Ö. YILMAZ, (2014) “Lale Çılgınlığı’ndan Mortgage Krizi’ne Spekülatif Balonlar”, **Tarih Okulu Dergisi (TOD)**, Yıl 7, Sayı 19, ss. 719-749.
- AKKEMİK, K. A. (2011) “Japonya (1991) ve ABD (2007-2009) Finans Krizlerinin Politik İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirmesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 12, Sayı 2, ss. 171-186.
- AKKILIÇ, S. (2007) “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de Döviz Kuru Kanalı”, Yayınlanmış Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- AKLAN, N. A.; M. NARGELEÇEKENLER (2008) “Para Politikası Faiz Kararları ile Uzun Dönem Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi**, Cilt 25 Sayı 2, ss: 141-163.
- AKLAN, N. A.; M. ÇINAR (2015) “The Impact of Asset Prices in Monetary Policy of Turkey”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Volume 52 Issue 607, pp: 27-36.
- AKRAM, Q. F.; Ø. EITRHEIM (2008) “Flexible Inflation Targeting and Financial Stability: Is It Enough to Stabilize Inflation and Output?” **Journal of Banking and Finance**, Volume 32, Issue 7, pp: 1242–54.
- AKTAŞ, Z.; H. ALP, R. GÜRKAYNAK, M. KESRİYELİ, M. ORAK (2009) “Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi,” **İktisat, İşletme ve Finans**, Cilt 24 Sayı 278, ss:9-24.

- ALTUNÖZ, U. (2018) “Monetaristler mi Haklı Keynesyenler mi? Türkiye Ekonomisi İçin Para Ve Maliye Politikasının Etkinliği Analizi”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 11, Sayı, 56, ss: 695-708.
- ANDO, A.; F. MODIGLIANI (1963) “The ‘Life-Cycle’ Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests,” **American Economic Review**, Volume 53 (March), pp. 55- 84.
- ANDRIES, A. M.; B. CĂPRARU, I. IHNATOV, A.K. TIWARI (2017) “The Relationship Between Exchange Rates and Interest Rates in A Small Open Emerging Economy: The Case of Romania”, **Economic Modelling**, Issue 67, pp:261-274.
- AOKI, K.; J. PROUDMAN, G. VLIEGHE (2002) “Houses as Collateral: Has The Link between House Prices and Consumption in the U.K. Changed?”, **Economic Policy Review**, Volume 8, Issue 1, pp: 163–177.
- ARDOR, H. N.; S. VARLIK (2014) “İleriye Dönük Yeni Keynesyen Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Taylor Kuralı'nın, Mccallum Kuralı'nın, Taylor Mccallum Melez Kuralı'nın Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 24, Sayı 89, ss. 45-71.
- ARESTIS, P.; E. KARAKITSOS (2009) “What Role For Central Banks in View of The Current Crisis?”, **The Levy Economics Institute of Bard College Policy Note**, Number 2, pp:1-4.
- ARNOLD, R. A. (2008) **Macroeconomics**, South-Western Cengage Learning, 9th Edition.
- AYVAZ, Ö. (2006) “Döviz Kuru ve Hisse Senetleri Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı 2, ss: 1-14.
- BAAZIZ, Y. (2015) “Estimating Interest Rate Setting Behavior in Brazil: A LSTR Model Approach”, **Economies**, Issue 3, pp:55-71.
- BAĞCI, E. (2019) “Merkez Bankası Politika Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl 11 Sayı 31, ss: 325-348.
- BAKIN, B. (2015) “The Responses of Asset Prices in Turkey to Monetary Policies of Federal Reserve and European Central Bank”, Yayınlanmış Doktora Tezi, **Yıldırım Beyazıt University, The Institute of Social Sciences**, Ankara.
- BALLARD, B. (1995) “How Keynes became a Post Keynesian”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Volume 17, Issue 3, pp: 325-335.
- BALMUMCU, Ö. (2013) “Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları”, **Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, ss: 32-55.

- BASSO, H.S.; O. CALVO-GONZALEZ, M. JURGILAS (2007) “Financial Dollarization: The Role of Banks and Interest Rates”, **ECB Working Paper**, 748.
- BAŞÇI, E. (2010) “Merkez Bankası ve Finansal İstikrar”, **Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları Türkiye Ekonomi Kurulu Paneli**, Ankara.
- BAYIR, M. (2019) “Türkiye’de Para Politikasının Konut Fiyatlarına Etkisi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 14, Sayı 3, ss: 657 – 674.
- BEAN, C. (2003) “Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?”, **BIS Working Paper**, No 140, pp:1-29.
- BEAN, C. (2004) “Asset Bubbles And The Macroeconomy”, **American Economic Review**, Volume 94, Issue 2, pp:14-18.
- BENITO, A.; J. THOMPSON, M. WALDRON, R. WOOD (2006) “House Prices and Consumer Spending”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, Summer, ss: 142-154.
- BERNANKE B. S. (1993) “Credit in the Macroeconomy”, **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, Spring 1992/1993, pp.50-70.
- BERNANKE, B. S. (1986) “Alternative Explanations of the Money–Income Correlation”, **Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy**, Issue 25, pp: 49–99.
- BERNANKE, B. S. (2009) “**Four Questions about the Financial Crisis**”, Board of Governors of the Federal Reserve System, **April 2009**, www.federalreserve.gov.
- BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. (1995) “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4, Pages 27-48,
- BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. (2001) “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, **American Economic Review**, Volume 91, Issue 2, pp: 253-257.
- BERNANKE, B.S. (2010) “**Monetary Policy and the Housing Bubble**”, Annual Meeting of the American Economic Association Atlanta, Georgia.
- BERNANKE, B.S.; GERTLER, M. (1999) “Monetary Policy and Asset Prices Volatility”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol 84, Issue 4, pp: 17-52.
- BERUMENT, H. (2007) “Measuring Monetary Policy for a Small Open Economy: Turkey”, **Journal of Macroeconomics**, Volume 29, pp: 411-430.

- BJØRNLAND, H. C.; D.V. JACOBSEN (2012) “House Prices and Stock Prices: Different Roles in the U.S. Monetary Transmission Mechanism”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Volume 115, Issue 4, pp: 1805-1106.
- BJORNLAND, H.C. (2008) “Monetary Policy And Exchange Rate Interactions in a Small Open Economy”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Volume 110, Issue 1, pp: 197-221.
- BJØRNLAND, H.C.; D.V. JACOBSEN (2010) “The Role of House Prices in the Monetary Policy Transmission Mechanism in Small Open Economies”, **Journal of Financial Stability**, Volume 6, pp:218–229.
- BLANCHARD, O. (2004) “Fiscal Dominance and Inflation Targeting”. **NBER Çalışma Tebliği**, No: 10389.
- BLANCHARD, O.; D, QUAH (1989) “The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances”, **American Economic Review**, Volume 79, Issue 4, pp: 655–673.
- BLANCHARD, O.; R. PEROTTI (2002) “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output”, **Quarterly Journal of Economics**, Issue 117, pp: 1329–1368.
- BLANCHARD, O.J. (1979) “Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations”, **Economic Letters**, Volume 3, Issue 4, pp: 263-271.
- BLASCO, N.; D.C. RIO, R. SANTAMARIA (1997) “The Random Walk Hypothesis in The Spanish Stock Market: 1980 – 1992”, **Journal of Business Finance and Accounting**, Volume 24, pp: 667-684.
- BLOT, C.; P. HUBERT, F. LABONDANCE (2018) “Monetary Policy and Asset Price Bubbles”, **Sciences Po publications**, No 37, pp: 1-32.
- BOCUTOĞLU, E. (2013) **Karşılaştırmalı Makro İktisat**, Ekin Basım Dağıtım, 13. Baskı, Bursa.
- BOHL, M.T.; P.L. SIKLOS, D. SONDERMANN (2008) “European Stock Markets and the ECB's Monetary Policy Surprises”, **International Finance**, Volume 11 Issue 2, pp: 117-130.
- BOIVIN, J.; M.T. KILEY, F.S. MISHKIN (2010) “How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time?”, **NBER Working Paper Series**, No. 15879.
- BORDO, M, D.; O. JEANNE (2002) “Monetary Policy and Asset Prices: Does ‘Benign Neglect’ Make Sense?”, **IMF Working Paper**, WP/02/225, pp: 1-27.

- BORDO, M.; D. WHEELOCK (1998) "Price Stability and financial Stability: The Historical Record", **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, Issue September, pp. 41-62.
- BORIO, C. (2005) "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?", **National Institute Economic Review**, Volume 192, pp.84-101.
- BORIO, C. (2006) "Monetary and Financial Stability: Here to Stay?", **Journal of Banking and Finance**, Volume 30, Issue 12, pp. 3407-3414
- BORIO, C.; A.J. FILARDO (2007) "Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation" **BIS Working Paper**, No 227.
- BORIO, C.; J. WHITE (2004) "Whither Monetary Policy and Macroprudential Policy", **Bank for International Settlements**, Working Paper No 147, pp: 1-45.
- BORIO, C.; P. LOWE (2002a) "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", **Bank of International Settlements**, Working Paper 114.
- BORIO, C.; P. LOWE (2002b) "Assessing the Risk of Banking Crises", **BIS Quarterly Review**, December, pp. 43- 54.
- BORSA İSTANBUL (2020) "Çevrimiçi", www.borsaistanbul.com, Erişim Tarihi: 14/03/2020.
- BOURNE, L. S. (1981) **The geography of housing**, V.H. Winston & Sons, Toronto.
- BRAILSFORD, T.; J.H.W. PENM, C.D. LAI (2006) "Effectiveness of High Interest Rate Policy on Exchange Rates: A Reexamination of the Asian Financial Crisis", **Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences**, Volume 2006, pp:1-9.
- BREDIN, D.; G. O'REILLY (2004) "An Analysis of The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Ireland", **Applied Economics**, Volume 36, pp: 49–58.
- BROADDUS, J. A. (2002) "Transparency in the Practice of Monetary Policy" **Review, Federal Reserve Bank of Saint Louis**, pp: 161-166.
- BROOKS, C. (2008) **Introductory Econometrics for Finance**, Cambridge University Press.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2008) "Bubbles", **The New Palgrave Dictionary of Economics**, 2 Ed., Eds. S. Durlauf And L. Blume.
- BUITER, W. H. (2008) "Central Banks and Financial Crises", **Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium**, at Jackson Hole, Wyoming, on August 21-23, 495-633.

- BÜYÜKAKIN, F.; V. CENGİZ, A. TÜRK (2008) “Türkiye’de Para Politikası Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı Üzerine Bir Değerlendirme”, **2. Ulusal İktisat Kongresi**, 20-22 Şubat 2008, DEÜ BF İktisat Bölümü, İzmir, Türkiye.
- BYRNS, R. T. (2003) “**Economics**”, The University of North Carolina Print Text, Chapter 14, ss.1-22.
- CAMBAZOĞLU, B.; H. S. KARAALP (2012) “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 19, Sayı 2, pp: 53-66.
- CAPRIO G.; P. HONOHAN (2008) **Banking Crises**, IIS Discussion Paper No. 242 Institute for International Integration Studies.
- CARGILL, T. F. (1983) **Money The Financial System and Monetary Policy**, Prentice Hall Inc, USA.
- CASE, K. E.; R.J. SHILLER (2003) “Is There a Bubble in the Housing Market?”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Volume 2, Issue 2003, pp: 299-362.
- CEBECİ, İ. (2019) “Politik Konjonktür Teorileri: Literatür Taraması”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 12 Sayı 62, ss: 1195:1203.
- CECCHETTI, S. G. (1992) “**The Stock Market Crash of 1929**”, Department of Economics, Ohio State University.
- CECCHETTI, S. G. (1999) “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, **National Bureau Of Economic Research, NBER**, Working Paper No 7151.
- CECCHETTI, S. G. (2006) **Money Banking and Financial Markets**, New York: McGraw-Hill Education.
- CECCHETTI, S. G.; H. GENBERG, J. LIPSKY, S. WADHAWANI (2000) “Asset Prices and Central Bank Policy”, **Geneva Reports on the World Economy**, No 2, CEPR.
- CENGİZ, V. (2009) “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 33, Temmuz-Aralık 2009, ss.225-247
- CHANT, J. (2003) “Financial Stability as a Policy Goal”, Essays on Financial Stability, **Bank of Canada Technical Report**, No 95, September 2003.
- CHEN, S.; W. WAN, H. PENG (2019) “**The Impact of Monetary Policy on Housing Prices in China**”, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3355856> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3355856>

- CHOW, H. K., KIM, Y (2004) “The Empirical Relationship between Exchange Rates and Interest Rates in Post-Crisis Asia”, **Research Collection School of Economics**, Paper No 11-2004, pp:1-18.
- CHRISTOFFERSEN, P. F.; G.J. SCHINASI (2003) “Using Asset Prices to Assess Inflationary Pressures: Constructing abroad-Based Price Measure for Japan,1970–2003,” Mimeograph.
- CİN, M. F. (2012) **Post-Keynezyen İktisat**, Ankara, Efil Yayınevi.
- CLAESSENS, S.; G. DELL’ARICCIA; D. IGAN; L.LEAVEN (2010a) “Cross-Country Experiences and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, **Economic Policy**, pp. 267-293.
- CLAESSENS, S.; G. DELL’ARICCIA; D. IGAN; L.LEAVEN (2010b) “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, **IMF Working Paper**, WP/10/44.
- COLOMBO, J. (2007) “Japan’s Bubble Economy of the 1980s”, Erişim Tarihi: 31.11.2019, <http://www.thebubblebubble.com/japan-bubble/>
- COOK, T.; T. HAHN (1989) “The Effect of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970s”, **Journal of Monetary Economics**, Volume 24, Issue 3, pp: 331-51.
- COŞKUN, Y.; H.M. ERTUĞRUL, U. SEVEN, A. ALP (2017) “House Prices in Turkey: Analysis of Fundamentals and Bubble”, **Housing Studies**, DOI: 10.1080/02673037.2017.1363378.
- CROCKETT, A. (2003) “Central Banking Under Test?”, Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views”, **BIS Papers**, No.18, pp: 1-31.
- CUARESMA, J.C.; E. GNAN (2008) “Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?”, **Monetary Policy & The Economy Q3/08**, pp:66-102.
- ÇAĞLAR, Ü. (2003) **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayını, 1. Baskı, İstanbul.
- ÇAMOĞLU, S. M.; G. YÜCE, M. AKINCI (2010) “2008 Küresel Finansal Kriz ve Türkiye: Makro Ekonomik Göstergelerin Kümeleme Yöntemi ile Analizi”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt 47, Sayı 546, ss: 75-88.
- ÇETİN, M.Ö. (2016) “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Tcmb) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt 8, Sayı 14, ss: 67-101.
- ÇETİNKAYA, Ş (2012) “Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü”, **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, ss:60-82.

- ÇOKAKLI, S. (2002) “Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Japonya Örneği”, **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu MSPD Çalışma Raporu**, No. 2002/2.
- DARICI, B. (2004) “Para İkamesi Olgusu ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Balıkesir.
- DARICI, B. (2009) “**Para Politikası ve Finansal İstikrar: Türkiye Örneği**”, Yayınlanmış Doktora Tezi, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- DARICI, B. (2018) “Para Politikası ve Konut Fiyatları İlişkisi: Türkiye Ekonomisi için Ampirik Bir Analiz”, **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 2018/6 (ICEESS’18), ss: 221-228.
- DASH, M. (1999) **Tulipomania: The Story of the World’s Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused**, Three Rivers Press, New York.
- DEKLE, R.; C. HSIAO, S. WANG (2002) “High Interest Rates and Exchange Rate Stabilization in Korea, Malaysia and Thailand: An Empirical Investigation of the Traditional and Revisionist Views”, **Review of International Economics**, Volume 10, Issue 1, pp: 64-78.
- DEMİRGÜC., A.K.; H. HUIZINGA (1999) “Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence”, **The World Bank Economic Review**, Volume 13, pp: 379-408.
- DEMİRGİL, B.; KARACA, C. (2017) “Faiz Döviz Kuru İlişkisi Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **International Congress on Politic, Economic and Social Studies**, Ankara, Turkey, November 2017, ss: 9-11.
- DEMİRHAN, B. (2014) “Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, Yayınlanmış Doktora Tezi, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Afyon.
- DERBYSHIRE, W. (2013) **Dark Realities: America’s Great Depression**, London: Spira Press.
- DETKEN, C.; F. SMETS (2004) “Asset Price Booms and Monetary Policy, European Central Bank”, **Working Paper Series**, No.364.
- DEZHBAKHSH, H.; A.K. DEMİRGÜC (1990) “On The Presence of Speculative Bubbles in Stock Prices”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Volume 25, pp: 101-112.
- DILLÉN, H.; P. SELLIN (2003) “Financial Bubbles and Monetary Policy”, **Economic Review**, Volume 3/2003, pp: 119-144,

- DORUK, Ö.T. (2014) “Gölge Bankacılık ve Türkiye”, **Türkiye Bankalar Birliği Yayınları**, No 300, İstanbul.
- DURAN, M.; G. ÖZCAN, P. ÖZLÜ, D. ÜNALMIŞ (2012) “Measuring the impact of monetary policy on asset prices in Turkey”, **Economics Letters**, Issue 114, pp: 29–31
- DURAN, M.; P. ÖZLÜ, D. ÜNALMIŞ (2010) “TCMB Faiz Kararlarının Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi”, **Central Bank Review**, Volume 10 (July 2010), pp: 23-32.
- DÜNYA ALTIN KONSEYİ (2020) <https://www.gold.org>, Erişim Tarihi 15/03/2020.
- EDELBERG, W.; D. MARSHALL (1996) “Monetary Policy Shocks and Long-Term Interest Rate”, **Economic Perspectives**, Volume 20, pp: 2-28.
- EIGNER, P.; T.S. UMLAUFT (2015) “The Great Depression (s) of 1929-1933 and 2007-2009? Parallels, Differences and Policy Lessons”, **Hungarian Academy of Science MTA-ELTE Crisis History Working Paper**, No 2.
- ELBOURNE, A. (2008) “The UK Housing Market and the Monetary Policy Transmission Mechanism: An SVAR Approach”, **Journal of Housing Economics**, Volume 17, pp: 65–87.
- ELLINGSEN, T.; SODERSTROM, U (2001) “Monetary Policy and Market Interest Rates”, **The American Academic Review**, Volume 91, Issue 5, pp:1594-1607.
- ENDERS, W. (2014) **Applied Econometric Time Series**, 4th Edition. John Wiley, New York.
- ERASLAN, C.; Y. BAYRAKTAR (2012) “Konut Balonlarının Oluşumunda Fed’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkartılacak Bazı Dersler”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt 6, Sayı 2, ss:38-59.
- ERDEM, E.; M.F. İLGÜN (2013) “Küresel Kriz Sonrası Finansal Piyasalara Yönelik Politikaların Yönetiminde Maliye ve Para Politikalarının Uyumu”, **28. Türkiye Maliye Sempozyumu**, 1 - 04 Mayıs, Antalya, ss.287-309
- ERDOĞAN, S.; D.Ç.YILDIRIM (2009) “Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, ss: 57-72.
- FAIR, R.C. (1982) “Estimated Output, Price, Interest Rate, And Exchange Rate Linkages Among Countries”, **Journal of Political Economy**, Volume: 90, Issue: 3, pp: 507- 535.
- FAMA, E. (2014) “Two Pillars Of Asset Pricing”, **American Economic Review**, Volume 104, Issue 6, pp: 1467-1485.

- FAMA, E. F. (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works", **The Journal of Finance**, Volume 25, No 2, pp: 383-417.
- FAVERO, C. A.; F. GIAVAZZI, F (2004) "Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil", **NBER Working Paper**, No 10390, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- FLOOD, R. P.; P.M. GARBER (1980) "Market Fundamentals Versus Price-Level Bubbles: The First Tests", **Journal of Political Economy**, Volume 88, Issue 4, pp: 745-770.
- FRIEDMAN, M. (1957) **A Theory of the Consumption Function**, Princeton University Press, <https://www.nber.org/chapters/c4405>, pp: 20-37.
- FRIEDMAN, M.; A.J.SCHWARTZ (1963) "A Monetary History of the United States, 1867–1960 Princeton", **NJ: Princeton University Press**.
- FRIEDMAN, M.; A.J.SCHWARTZ (1982) "Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867–1975 Chicago", **University of Chicago Press**.
- FURLANETTO, F. (2011) "Does Monetary Policy React to Asset Prices? Some International Evidence", **International Journal of Central Banking**, Volume 7, Issue 3, pp: 91-111.
- GACENER, A. A. (2008) "Türkiye’de Denge Döviz Kurunun Belirlenmesinde Portföy Yaklaşımı", Yayınlanmış Doktora Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir.
- GALBRAITH, J. K. (2013) **Büyük Kriz 1929**, Ed. Ö.Özdem, Pegasus Yayınları, İstanbul.
- GALI, J. (2011) Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles, "Çevrimiçi", <http://idea.uab.es/~ufae/sempdf/macro/2013/gali.pdf>.
- GARBER, P. M. (1989) "Tulipmania", **Journal of Political Economy**, Volume 97, Issue 3, pp: 535-560.
- GARBER, P. M. (1990) "Famous First Bubbles", **The Journal of Economic Perspectives**, Volume 4, Issue 2, pp: 35-54.
- GENBERG, H. (2001) "Asset Prices, Monetary Policy and Macroeconomic Stability", **De Economist**, Volume 149, pp. 433–53.
- GILCHRIST, S.; J.V. LEAHY (2002) "Monetary Policy and Asset Prices", **Journal of Monetary Economics**, Volume 49, pp: 75–97.
- GOLDFAJN, I.; T. BAIG (1998) "Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: the Case of Asia", **IMF Working Paper**, WP/98/170.

- GOODHART, C. A. E.; B. HOFMANN (2000) “Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?”, **The Manchester School Supplement**, pp: 122–140.
- GOODHART, C.A.E.; B. HOFMANN (2001) “Asset Prices, financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy,” **Paper Prepared for the Conference on Asset Prices**, Exchange Rates and Monetary Policy, Stanford University, March 2–3.
- GÖKALP, B. T. (2016) “Para Politikası Kararlarının Hisse Senetlerinin Fiyatları Üzerindeki Etkiler”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 21, Sayı 4, ss: 1379-1396.
- GÖZEN, M. Ç. (2018) “Başlıca Döviz Kuru Belirleme Yaklaşımları ve Seçilmiş Yaklaşımların Etkinliğinin Türkiye Örneğinde Test Edilmesi”, Yayınlanmış Doktora Tezi, T.C. **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kocaeli.
- GREGORIO, J. (2010) “Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective”, **International Finance**, Volume 13, Issue 1, pp: 141–156.
- GUJARATI, D.; D.C.PORTER (2009) **Basic Econometrics**, 5th Edition, McGraw-Hill Education.
- GULER, M.H. (2012) “Housing Wealth Effects Mechanism and the Monetary Policy Transmission in Turkey”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **University of North Carolina**, ABD.
- GUPTA, R.; A. KABUNDI (2009) “The Effect of Monetary Policy on House Price Inflation: A Factor Augmented Vector Autoregression (FAVAR) Approach”, **Journal of Economic Studies**, Volume 37, Issue 6, pp: 616-625.
- GÜL, E.; A. EKİNCİ, M, ÖZER (2007) “Türkiye’de Faiz Oranları ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984–2006”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 22, Sayı 251, ss: 21-31.
- GÜMÜŞ, İ. (2002) “Effects of the Interest Rate Defense on Exchange Rates During the 1994 Crisis in Turkey”, **The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper**, No: 14, pp: 1-16
- GÜR, E. T. (2003) “Kredi Kanalıının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara.
- GÜRKAYNAK, R.; B. SACK, E, SWANSON (2005) “Do Actions Speak Louder than Words?”, **International Journal of Central Banking**, Volume1, Issue 1, pp: 55-93.
- GÜRSAKAL, N. (2007) **Sosyal Bilimler Karmaşıklık ve Kaos**, 1. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

- HARRIS, L. (2003) **Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**, Oxford University Press, New York.
- HART, N.; P. KRIESLER (2015) “Post-Keynesian Economics: A User’s Guide”, **Australian Economic Review**, Volume 48, Issue 3, pp : 321-332.
- HAYES, F. (1989) The Quantity Theory of Money, “Çevrimiçi”, <https://www.tcd.ie/Economics/assets/pdf/SER/1989/The%20Quantity%20Theory%20of%20Money%20By%20Frank%20Hayes.pdf>.
- HECKEL, T.; H. LE BIHAN, J. MONTORNES (2008) “Sticky Wages: Evidence From Quarterly Microeconomic Data”, **European Central Bank Working Paper Series**, No 893.
- HEFFERNAN, S. (2005) **Modern Banking**, John Wiley and Sons, UK.
- HENRY, Ó. T. (2009) “Regime Switching in The Relationship Between Equity Returns And Short-Term Interest Rates in The UK”, **Journal of Banking & Finance**, Volume 33, Issue 3, pp: 405-414.
- HERNANDO, I. (1998) “The Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy: the Case of Spain”, **BIS Conference Papers**, No 6, pp. 257-275.
- HNATKOVSKA, V.; A. LAHIRI, C.A. VERGE (2016) “The Exchange Rate Response to Monetary Policy Innovations”, **American Economic Journal: Macroeconomics**, Volume 8, Issue 2, pp: 137-181.
- HOLT, J. (2009) “A Summary of the Primary Causes of the Housing Bubble and the Resulting Credit Crisis: A Non-Technical Paper”, **Journal of Business Inquiry**, Volume 8, Number 1, Pages 120-129.
- HOWDEN, D. (2013) “The Quantity Theory of Money”, **Journal of Prices & Markets**, Volume 1, Issue 1, pp: 17-30, Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/79601/>
- HUBBARD, G. R. (1995) “Is There a “Credit Channel” for Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, Volume 77, Issue 3, pp: 63-77.
- IACOVIELLO, M.; R. MINETTI (2003) “Financial Liberalization and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence”, **The Manchester School**, Volume 71, No 1, pp: 20-34.
- IMF (2008) World Economic Outlook, April 2008.
- IMF (2008) World Economic Outlook, October 2008.
- INVESTING DATA (2020) <https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-10-year-bond-yield>, Erişim Tarihi 15/03/2020.

- IRELAND, P.N. (2005) ‘‘The Monetary Transmission Mechanism’’ **Federal Reserve Bank of Boston Working Paper**, No 06-1, pp:1-13.
- ISIKSAL, A.; A. SAMOUR, N. RESATOGLU (2018) ‘‘Monetary Policy and Exchange Rates Pre-and Post-Global Financial Crisis: The Case of Turkey’’, **Journal of History Culture and Art Research**, Volume 7, Issue 5, pp: 83-91.
- ISSING, O. (2003) ‘‘Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?’’, Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views, **BIS Papers**, No.18.
- ISSING, O. (2011) ‘‘Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?’’, **IMF Working Paper**, Working Paper No.11/97.
- IŞIK, N.; E. DUMAN (2012) ‘‘Reel ve Finansal Göstergeler Açısından 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi: Karşılaştırmalı Bir Analiz’’, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 19, Sayı 2, ss: 239-260.
- IŞIK, S. (2003) ‘‘Keynes Para Arzının Belirlenmesinde Bir Endojenist miydi?’’, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı 46, Cilt 14, ss: 71-106.
- İNAL, D. G. (2006) ‘‘Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi’’, Uzmanlık Yeterlik Tezi, **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- İSLAMOĞLU, B.; A. BULUŞ (2018) ‘‘Mortgage Piyasası ve Para Politikasının Konut Fiyatlarına Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama’’, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 23, Sayı 2, ss: 455-466.
- JANSEN, D.W.; C.L.TSAI(2010) ‘‘Monetary Policy and Stock Returns: Financing Constraints and Asymmetries in Bull and Bear Markets’’, **Journal of Empirical Finance**, Volume 5, Issue 17, pp: 981-990.
- JAROCINSKI, M.; F. SMETS (2008) ‘‘House Prices and The Stance of Monetary Policy’’, **Working Paper Series**, No 891.
- JOHNSON, L.E.; L. ROBERT, C. THOMAS (2001) ‘‘Keynes’ Theory of Money and His Attack on the Classical Model’’, **IAER**, Volume 7, Issue, 4, pp: 409-418.
- KAHYAOĞLU, M.B., S. İÇ (2015) ‘‘Kaos Teorisi Çerçevesinde Bireysel Yatırımcı Davranışının Analizi’’, **İşletme Bilimi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1, ss: 38-51.
- KALE, S. (2017) ‘‘Türk Bankacılık Sektörünün Aracılık Fonksiyonu’’, **Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 2 Sayı 3, ss: 209-220.
- KAMIN, S.; P. TURMER, J. VAN’T (1998) ‘‘The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies an overview’’ **Bank for International Settlements**, BIS Papers No 3, ss: 4-64

- KAPUSUZOĞLU, A.; N.B.CEYLAN (2018) **Opsiyon Fiyatlama Teorisi, Finansın Temel Teorileri**, Ed. Aysel Gündoğdu, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- KARA A. H. (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 27, Sayı 315,ss: 9-36.
- KARA A. H.; M.ORAK (2008) “Enflasyon Hedeflemesi”, **TCMB, Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, İstanbul, 10 Ekim, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- KARACA, O. (2005) “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, **Discussion Paper**, Turkish Economic Association, No. 2005/14, Ankara.
- KARAHAN Ö. (2006) “Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 13, Sayı 2, ss: 151-163.
- KARAHAN, Ö.; Ö.ÇOLAK (2017) “Enflasyon Hedeflemeli Rejim Altında Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, ICMEB17 Özel Sayısı, ss: 983-991.
- KASAPOĞLU, Ö. (2007) “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye için Uygulama”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- KASHYAP, A. K.; J.C. STEIN, D.W. WILCOX (1993) “Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance”, **The American Economic Review**, Volume 83, No 1, ss: 78-98.
- KAYHAN, S.; T. BAYAT, A. UĞUR (2013) “Interest Rates and Exchange Rate Relationship in BRIC-T Countries”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt 13, Sayı 2, pp: 227-236.
- KEARNS, J.; P. MANNERS (2005) “The Impact of Monetary Policy on The Exchange Rate: A Study Using Intraday Data”, **Research Discussion Paper**, Economic Research Department Reserve Bank of Australia, ss: 157-183.
- KENNEDY, M.; A. PALERM, C. PIGOTT, F. TERRIBILE (1998) “Asset Prices and Monetary Policy”, **OECD Economics Department Working Papers** No. 188.
- KENT, C.; P. LOWE (1997) “Asset Price Bubbles and Monetary Policy”, **Research Discussion Paper**, Volume 9707, Reserve Bank of Australia.
- KESKİN, N. (2018) “Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme”, **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt 16, Sayı 31, ss: 161-195.
- KEYDER, N.; İ.E. ERTUNGA (2012) **Para Teori, Politika, Uygulama**, Seçkin Yayıncılık, Ankara.

- KEYNES J. M. (2010) **Genel Teori İstihdam Faiz ve Paranın Genel Teorisi**, çev. Uğur Selçuk Akalın, İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- KEYNES, J. M. (1930) **A Treatise on Money**, ed. D. Moggridge, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Londra: MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1936) **The General Theory of Employment, Interest and Money**, Mc Millan London.
- KEYNES, J. M. (1937a) “Alternative Theories of The Rate of Interest”, **Economic Journal**, Volume 64, No 6, pp: 241-252.
- KEYNES, J. M. (1937b) “The Exante Theory of The Rate of Interest”, **Economic Journal**, Volume 49, No 3, pp: 663-669.
- KEYNES, J.M. (1923) **A Tract on Monetary Reform**, London: MacMillan.
- KIM, J.K.; R.A. RATTI (2006) “Economic Activity, Foreign Exchange Rate, and the Interest Rate During the Asian Crisis”, **Journal of Policy Modelling**, No 28, pp: 387-402.
- KINDLEBERGER, C. P. (1996) **World Economic Primacy: 1500-1990**, Oxford University Press.
- KINDLEBERGER, C. P.; R. Z. ALIBER (2012) **Finansal Krizler Tarihi**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 3. Baskı.
- KOÇ, Ü.; Ş. ŞAHİN (2015) “Parasal Aktarım Mekanizması: Firma Bilanço Kanalı ve Türkiye”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt 15, Sayı:1 ss:19-26.
- KOHN, D.L. (2008) “Monetary Policy and Asset Prices Revisited,” Speech at the Cato Institute’s **26th Annual Monetary Policy Conference**, Washington, November 19.
- KOIVU, T. (2010) “Monetary Policy, Asset Prices and Consumption in China”, **European Central Bank Working Paper**, No 1240.
- KOLCU, F.; N. YAMAK (2018) “Gelir ve Faiz Oranlarının Konut Fiyatları Üzerindeki Kısa ve Uzun Dönem Etkileri”, **UIİİD-IJEAS**, Prof. Dr. Harun Terzi Özel Sayısı, ss: 141-152.
- KRUGMAN, P. (1979) “A Model of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money, Credit and Banking**, No 11, ss: 311-325.
- KUMAR, S.; D.J. WEBBER, S. FARGHER (2013) “Money Demand Stability: A Case Study of Nigeria”, **Journal of Policy Modeling**, Volume 35, Issue 6, pp: 978–991.

- KURT, E.; R. KASAP (2011) **Karmaşanın Bilimi Kaos**, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- KUTLAR, A. (2009) **Uygulamalı Ekonometri**, 3.Baskı, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- KUTLU, S.; L. HORVATH (2017) “Post Keynesyen İktisadın Metodolojik Temelleri Üzerine Bir İnceleme”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Volume 1, Issue 32, pp: 95-129.
- KUTTNER, K. (2000) “Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market”, **Journal of Monetary Economics**, Volume 47, Issue 3, pp: 523-44.
- KUTTNER, K. N.; P.C. MOSSER (2002) “The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions”, **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Volume 8, Issue 1, pp: 15-26.
- KÜÇÜKKALAY, A. M. (2008) **İktisadi Düşünceler Tarihi**, Beta Yayınları, İstanbul, 2008.
- KÜÇÜKSARAÇ, D. (2016) Para Politikası Faizlerinin ve Duruşunun Kısa Vadeli Piyasa Faizlerine Geçişkenliği, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 5, ss:1-11.
- LAEVEN, L.; H. TONG (2010) “U.S. Monetary Shocks and Global Stock Prices”, **IMF Çalışma Tebliği**, No. 20/278.
- LANGE, B. (2007) **The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity**, Infobase Publishing.
- LAURENCESON, J.; C.HUI (2010) “Monetary Policy, Asset Prices and the Real Econmy in China”, **The University of Queensland, School of Economics Discussion**, Paper No.427, Australia.
- LAVOIE, M. (2006) **Introduction to Post Keynesian Economics**, Palgrave Macmillantice, The University of Minnesota Press, Third Edition, Minneapolis.
- LAVOIE, M. (2014) **Post-Keynesian Economics: New Foundations**, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- LI, Y.D.; T.B. ISCAN, K, XU (2010) “The Impact of Monetary Policy Shocks on Stock Prices: Evidence From Canada and the United States”, **Journal of International Money and Finance**, Issue 23, pp:876-896.
- LIU, J.; K. LONDON (2013) “Modelling Housing Supply and Monetary Policy within The Context of Global Economic Turbulence”, **International Journal of Strategic Property Management**, Volume 17, Issue 1, pp:1–20.

- MACDONALD, R. (2007) **Exchange Rate Economics: Theories and Evidence**, Taylor and Francis Group: Taylor and Francis E-Library.
- MACKINNON, J. (1991) **Critical Values for Cointegration Tests**, eds Engle, R. and Granger, C, Long Run Economic Relationships: Readings in Cointegration, Oxford: Oxford University Press
- MACKINNON, J. (1996) “Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests”, **Journal of Applied Econometrics**, Volume 11, Issue 6, pp: 601-618.
- MALKIEL, B. G. (2007) **Borsada Rastgele Seyir**, Scala Yayıncılık.
- MARIETTA, M. (1996) “The Historical Continuum Financial Illusion”, **The American Economist**, Volume 40, Issue 1, pp: 79-91.
- MBAREK, L.; H.A. MARFATIA, S. JUKO (2017) “Time-varying response of Treasury yields to monetary policy shocks: Evidence from the Tunisian bond market”, **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Volume 27, Issue 4, pp: 422-442.
- MCCALLUM, B. T. (2002) “The Use of Policy Rules in Monetary Policy Analysis”, **Shadow Open Market Committee Speech**, U.S.A
- MCDONALD, J. F.; H.H. STOKES (2013a) “Monetary Policy and the Housing Bubble”, **J Real Estate Finan Econ**, Issue 46, pp: 437–451
- MCDONALD, J. F.; H.H. STOKES (2013b) “Monetary Policy, Mortgage Rates and the Housing Bubble”, **Economics and Finance Research**, Volume 1, pp: 82–91.
- MEHRA, Y. P. (1996) “Monetary Policy and Long Term Interest Rates”, Federal Reserve Bank of Richmond, **Economic Quarterly**, Volume 82, Issue 3, pp: 27-49.
- MERCAN, D. (2019) “Para Politikasının Varlık Fiyatlarına Etkisi: Seçilmiş Ülke Örnekleri”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, **İstanbul Medeniyet Üniversitesi**, İstanbul.
- MILCHEVA, S.; S. SEBASTIAN (2010) “Housing Channels of Monetary Policy Transmission in European Industrial and Transition Countries”, **European Real Estate Society**, No 159, pp: 1-67.
- MINSKY, H.P. (2013) **İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı** (Çev: Oğuz Esen). Efil Yayınları, Ankara.
- MISHKIN, F. (2001) “The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices”, **NBER Working Paper**, No. 8617.

- MISHKIN, F. S. (1995) “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, **The Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Issue 4, pp: 3-10.
- MISHKIN, F. S. (1996a) “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, **Annual World Bank Conference on Development Economics, The World Bank**, 29-62.
- MISHKIN, F. S. (1996b) “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, No 5464.
- MISHKIN, F. S. (2000) **Para Teorisi – Politikası**, Çev. İ. Şıklar vd., İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.
- MISHKIN, F. S. (2004) **The Economics of Money, Banking and Financial Markets** 7. Ed., Pearson Education, USA.
- MISHKIN, F. S. (2007) **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 8th Edition, Boston: Published by Pearson.
- MISHKIN, F. S. (2008) “How Should We Respond to Asset Price Bubbles?”, **Financial Stability Review**, Issue 12, pp: 65-74.
- MISHKIN, F. S. (2014) **Para Politikası Stratejisi**, Çev. Necat Çoşkun, Bilim Teknik Yayınevi, 1. Baskı, İstanbul.
- MISHKIN, F.S. (2009) **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 9th Edition.
- MİRASEDOĞLU, M.U. (2017) “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Banka Kredi Kanalının Etkinliğine İlişkin Bir Analiz”, **Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 13, ss: 518-544.
- MODIGLIANI, F. (1986) “Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations”, **The American Economic Review**, Volume 76, Issue 3, pp: 279-313.
- MODIGLIANI, F.; R. BRUMBERG (1954) **Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data**, in K. Kurihara, ed., Post Keynesian Economics (New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press), pp. 388-436.
- MUTH, J. (1961) “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, **Econometrica**, Volume 29, No 97/1, pp. 1-20.
- MUTLUGÜN, M. (2019) “Post-Keynesyen İktisat Çerçevesinde Bölüşüm ve Büyüme İlişkisi Üzerine Bir Çalışma: Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- NCUBE, M.; E. NDOU (2011) “Monetary Policy Transmission, House Prices and Consumer Spending in South Africa: an SVAR Approach”, **Working Paper**, No 133.
- NOCERA, A.; M. ROMA (2017) “House Prices and Monetary Policy in the Euro Area: Evidence from Structural VARs”, **ECB Working Paper**, No 2073, pp: 1-39.
- OBSTFELD, M. (1984) “The Logic of Currency Crises”, **Cahiers Economiques et Monetaires**, Volume 43, pp: 189–213.
- ORAN, A. (2011) “Balonları Daha İyi Tanımaya Çalışmak: Balon Tanımları, Modelleri ve Lale Çılgınlığı Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 26, Sayı 1, ss: 151-161.
- ORHAN, O.; ERDOĞAN, S. (2007) **Para Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset.
- ORPHANIDES, A. (2007) “Taylor Rules”, **FEDS Working Paper**, Volume 18, pp: 1-13.
- OZDOGAN, Z. (2009) “Monetary Transmission Mechanism in Turkey”, Yayınlanmış Doktora Tezi, **University of Delaware**, Delaware, Newark.
- ÖGE, S. (2005) “Düzen Mi? Düzensizlik Mi? Örgütsel Varlığın Sürdürülebilirliği Açısından Bir Değerlendirme”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 13, ss: 285-303.
- ÖĞÜT, K.; S. ŞAHİN (2012) “Türkiye’de Finansal İstikrar Sorununa Sistem Dinamiği Yaklaşımı”, **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, 1-3 Kasım, İzmir, ss:1-36.
- ÖZATAY, F. (2012) “Para Politikasında Yeni Arayışlar”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 27, Sayı 315, ss: 51-75.
- ÖZATAY, F. (2013) **Parasal İktisat- Kuram ve Politika**, Efil Yayınevi, 4. Baskı, Ankara.
- ÖZCAN, S. (2006) Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, **TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- ÖZDEMİR, A. K.; E. OTLUOĞLU (2015) “The Impact of Monetary Policy Decisions on The Stock Prices During The Period of Inflation Targeting: An Empirical Study in BIST”, **Journal of Economics Finance and Accounting**, Volume 2, Issue 1, pp: 44-57.
- ÖZER, H.; M. KUTLU (2019) “Türkiye’de Enflasyon, Döviz Kuru ve Dış Ticaret Dengesi İlişkisinin VAR Modeli İle Analizi”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 17, Sayı,4, ss:214-231.

- ÖZTÜRK, B. (2008) “Makroekonomik Faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi ve Volatilitesi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi (1997-2006)”, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- ÖZTÜRK, N.; Y. BAYRAKTAR (2010) “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1, ss: 157-191.
- PARASIZ, İ. (2009) **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 9. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- PARASIZ, İ.; N. EKREN (2015) **Parasal Ekonomi Teori ve Politika**, 10. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.
- PASENTI, P.; C. TILLE (2000) “The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Volume 6, Issue 3, pp: 3–16.
- PÁSTOR L., P. VERONESI (2006) “Was there a NASDAQ Bubble in the Late 1990s?”, **Journal of Financial Economics**, Volume 81, pp: 61 –100.
- PAYA, M. (2013) **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- PEERSMAN G. (2002) “Monetary Policy and Long Term Interest Rates in Germany”, **Economics Letters**, Volume 77, pp: 271–277.
- REİS, Ş. G.; Y. KILIÇ, M.F. BUĞAN (2016) “Banka Karlılığını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, ss: 21-36.
- RIGOBON, R.; B. SACK (2003). “Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market”, **Quarterly Journal of Economics**, Volume 118, pp: 639-669.
- RIGOBON, R.; B. SACK (2004) “The Impact of Monetary Policy on Asset Prices”, **Journal of Monetary Economics**, Volume 51, pp: 1553-1575.
- ROLEY, V.V.; G.H. SELLON (1995) “Monetary Policy Actions and Long Term Interest Rates”, **Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Quarterly**, Volume 80, Issue 4, pp: 73-89.
- ROMER, C.; D. ROMER, H. DAVID (2000) “Federal Reserve Information and The Behavior of Interest Rates”, **The American Economic Review**, Volume 90, No 3, pp: 429-457.
- ROSE, A. K.; M.M. SPIEGEL (2009) “Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper**, No 17.
- ROUBINI, N. (2006) “Why Central Banks Should Burst Bubbles”, **International Finance**, Volume 9, Issue 1, pp: 87–107.

- RUELLE, D. (2014) **Rastlantı ve Kaos**, Çev. D. Yurtören, Say Yayınları, İstanbul.
- SACHS, J.; R. RADELET (1998) “The Onset of The Asian Financial Crises”, **Mimeo, Harvard Institute for International Development**.
- SAKARYA, Ş.; N. ÇALIŞ, M.A. KAYACAN (2018) “Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt 7, Sayı 2, ss. 92-106.
- SAMIRKAŞ, M. C.; S. EVÇİ, B. ERGÜN (2014) “Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri”, **Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 5, Sayı 8, ss: 119-134.
- SAMUR, C. (2011) “Finansal Kabarcıklar Teorisi Ve Finansal Krizler”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt 61, Sayı 1, ss:117-176.
- SANTONI, G. J. (1987) “The Great Bull Markets 1924-29 and 1982-87: Speculative Bubbles or Economic Fundamentals”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**.
- SARAÇ, T. B.; K. KARAGÖZ (2016) “Impact of Short-Term Interest Rate on Exchange Rate: The Case of Turkey”, **Procedia Economics and Finance**, Volume 38, pp 195-202.
- SARDAR, Z.; I ABRAMS (2011) **Kaos**, Çev. D. Guliyeva, NTV Yayınları, İstanbul.
- SARI, S. (2018) “Döviz Kuru ile Faiz Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 2006-2018 Dönemi”, **Social Sciences Research Journal**, Volume 7, Issue 4, pp: 218-230
- SAUERT, D. (2010) **The Role of the 1929 Stock Market Crash and Other Factors that Caused the Great Depression**, Germany: GRIN Verlag.
- SCHARLER, J. (2008) “Bank Lending and the Stock Market's Response to Monetary Policy Shocks”, **International Review of Economics and Finance**, Volume 17, Issue 3, pp: 425-435.
- SCHINASI, G. J. (1994) “Asset Prices, Monetary Policy and the Businesscycle”, **International Monetary Fund Papers on Policy Analysis and Assessment**, No 94/6, pp: 20-23.
- SCHULARICK, M.; A. M. TAYLOR (2009) “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles ve Financial Crises”, **NBER Working Paper**, No 15512.
- SCHWARCZ, S. L. (2008) “Disclosure’s Failure in the Subprime Mortgage Crisis”, **American Law and Economics Association Annual Meetings**, No 18, pp:1-17.

- SEKMEN, F.; G.A. RAVANOĞLU (2017) ‘‘Faiz Haddi ve Para Arzının D v z Kuru  zerine Etkisi: Kazakistan  rneği’’, **Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 6 Sayı 4, ss: 333-342.
- SEMMLER, W.; W. ZHANG (2007) ‘‘Asset Price Volatility and Monetary Policy Rules: A Dynamic Model and Empirical Evidence’’, **Economic Modelling**, Volume 24, pp: 411–30.
- SENSOY, A.; C. SOBACI (2014) ‘‘Effects of volatility shocks on the dynamic linkages between Exchange rate, interest rate and the stock market: The case of Turkey’’, **Economic Modelling**, Issue 43, pp:448-457.
- SEV KTEK N, M.; M.   NAR (2017) **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 5.Baskı, Dora Yayıncılık, Bursa.
- SEZG N, Z. (2015) ‘‘Kriz Sonrası Türkiye Ekonomisinde Mali Baskınlık’’, **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 17, Sayı 1, ss: 81-94.
- SHARMA, A. J. (2014) ‘‘The Behavioural Finance: A Challenge or Replacement to Efficient Market Concept’’, **The SIJ Transactions on Industrial, Finance & Business Management (IFBM)**, Volume 2, Issue 6, pp: 1-5.
- SHILLER R. J. (2000) **Irrational Exuberance**, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- SHILLER, R. (2008) **The Subprime Solution: How Today’s Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It**, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- SHIRATSUKA, S. (2001) ‘‘Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy: Based on Japan’s Experience of the Asset Price Bubble’’, **Bank for International Settlements Papers**, No 1, pp: 261-284.
- SIMS, C. A. (1980) ‘‘Macroeconomics and Reality’’, **Econometrica**, No 8, pp: 1-49.
- SIMS, C. A. (1986) ‘‘Are Forecasting Models Usable for Policy Analysis?’’, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Volume 20, Issue 1, ss:2-16.
- SINCLAIR, P. J. N. (2000) ‘‘Central Banksand Financial Stability’’, **Bank of England Quarterly Bulletin**, pp: 377-391.
- SINGH, B.; S. PATTANAIK (2012) ‘‘Monetary Policy and Asset Price Interactions in India: Should Financial Stability Concerns from Asset Prices be Addressed Through Monetary Policy?’’, **Journal of Economic Integration**, Volume 27, Issue 1, ss: 167-194.
- SMETS, F. (1997) ‘‘Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence’’, **Bank for International Settlements Working Paper**, No 47.

- SØRENSEN, C.; T. WERNER (2006) “Bank Interest Rate Pass-Through in the EuroArea”, **ECB Working Paper Series**, No 580, pp: 1-63.
- SOUSA, R. M. (2010) “Housing Wealth, Financial Wealth, Money Demand and Policy Rule: Evidence from the Euro Area”, **North American Journal of Economics and Finance**, Volume 21, pp: 88–105.
- SPOTTON, B. (1997) “Financial Instability Reconsidered: Orthodox Theories Versus Historical Facts”, **Journal of Economic Issues**, Volume 31, Issue 1, pp: 175-195.
- SREJBER, E. (2002) “Inflation Targetting and Bubbles”, **BIS Review**, No 43.
- STARK, T.; D. CROUSHORE (1998) “Evaluating McCallum’s Rule When Monetary Policy Matters”, **Journal of Macroeconomics**, Volume 20, Issue: 3, pp: 451-485.
- STOICA, O.; D.E. DIACONASU (2012) “Monetary Policy and Stock Markets Evidence from EU Countries”, **Publishing Communications of the IBIMA**, Vol 2012, pp:1-11.
- STONE, G. W. (2005) “Monetary Policy”, ss: 253-264, <http://www.coreeconomics.com>.
- SVENSSON, L. E. O. (2011) Monetary Policy After The Financial Crisis. Speech at the Asia’s Role in the Post-Crisis Global Economy Concerence, San Francisco, USA, <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf>, Erişim Tarihi: 23.03.2019
- şAHİN, B. B. (2011) “Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- şENTÜRK, M.; E. DÜCAN (2014) “Türkiye’de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz”, **Business and Economics Research Journal**, Cilt 5, Say: 3, ss: 67-80.
- TAN, Z.; D. WU (2014) “A Comparison of Two Housing Markets”, **Applied Economics Letters**, Volume 21, pp: 2.
- TARI, R.; H. BOZKURT (2006) “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri ile Analizi”, **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı 4, ss: 12-28.
- TAş, S.; İ.ÖRNEK, S. UTLU (2012) “Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 21, Sayı 1, ss: 53-74.
- TAYLOR, J. B. (1993) “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, **Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy**, Volume 39, pp: 195-214, North-Holland.

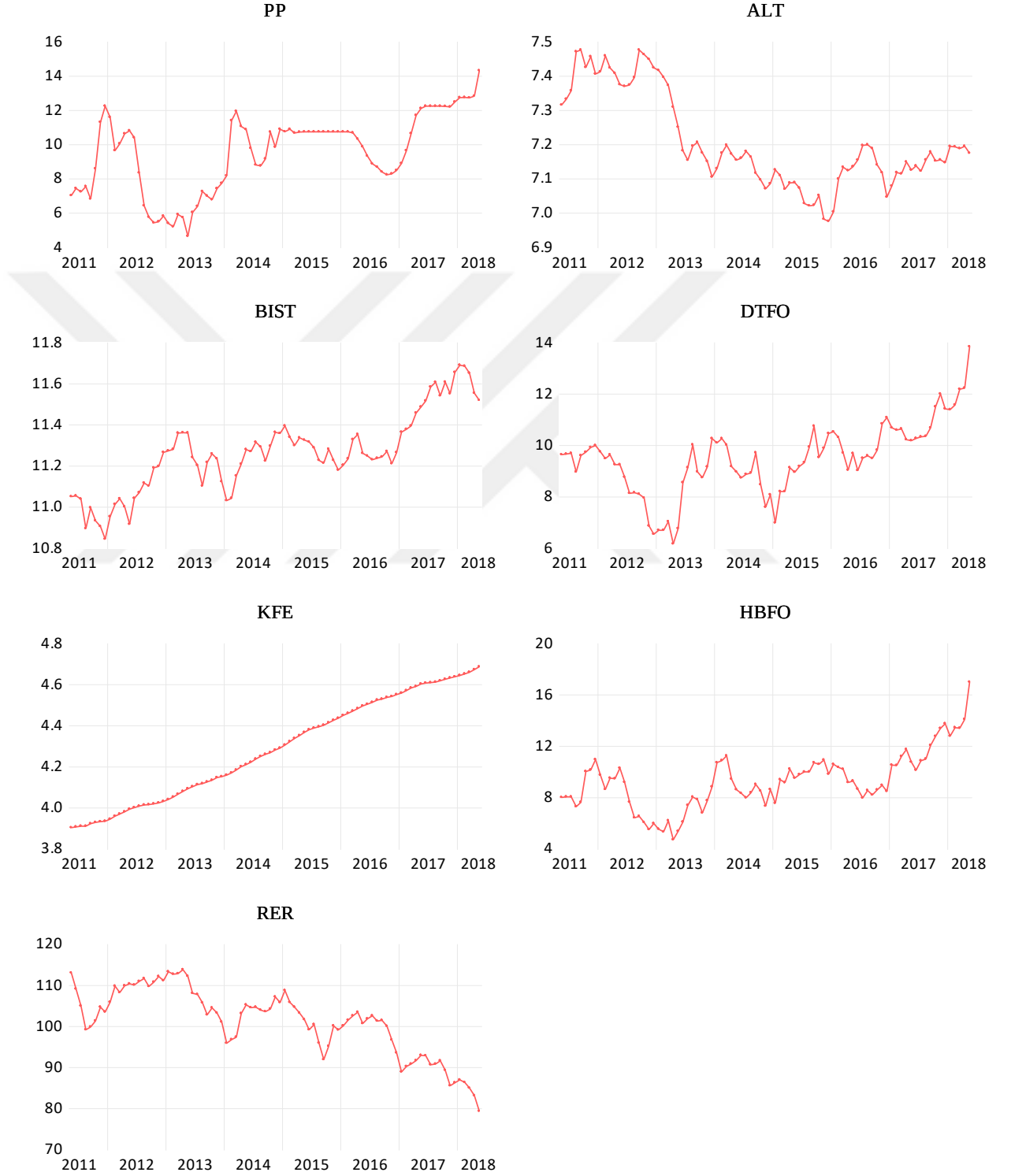
- TAYLOR, J. B. (1995) “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Issue 4, pp: 11-26.
- TAYLOR, J. B. (1999) “Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics”, **Handbook of Macroeconomics**, Volume 1 (B), pp: 1009–1050.
- TAYLOR, J. B. (2007) “Housing and Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, No 13682.
- TCMB** (2003) Merkez Bankası Faiz Oranlarının Düşürülmesine İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2003-31.
- TCMB** (2006) Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı.
- TCMB** (2007) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni, Sayı:6, Haziran 2007
- TCMB** (2010) 2009 Yıllık Rapor, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, Erişim Tarihi: 11/03/2019.
- TCMB** (2013) Enflasyon Raporu, 2013-IV.
- TCMB** (2014) Parasal Aktarım Mekanizması.
- TCMB** (2016) 2016 Yıllık Rapor.
- TCMB EVDS** (2020) “Çevrimiçi” <https://evds2.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 11/03/2020.
- TEMİN, P.; H.J. VOTH (2003) “Riding the South Sea Bubble”, **Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper Series**, No 04-02.
- TERRA, F. H.B.; P. ARESTIS (2017) “Monetary Policy in the Post Keynesian Theoretical Framework”, **Brazilian Journal of Political Economy**, Volume 37, Issue 1, pp: 45-64.
- THORBECKE, W. (1997) “On Stock Market Returns and Monetary Policy”, **The Journal of Finance**, Volume 52, Issue 2, pp: 635-654.
- TOBIN, J. (1969) “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Volume 1, pp: 15-29.
- TSATSARONİS, K.; H. ZHU (2004) “What drives housing price Dynamics: cross-country evidence”, **Bank for International Settlements Quarterly Review**, March, pp:65-78.
- TUNAY, K. B. (2010) “50. Yılında Phillips Eğrisi: Makro Ekonomik İstikrar ve Maliyetleri”, çevirim içi <http://dspace.marmara.edu.tr/>.

- TURGUT A. (2006) ‘‘Türleri, Nedenleri Ve Göstergeleriyle Finansal Krizler’’, **T H S     Hukuku ve  ktisat Dergisi**, Cilt 20, Sayı 4, ss:35-46.
- ÜNAL, A. E. (2018) Monetarist Macroeconomic Theory in the History of Economic Thought: Monetarism, Economic Issues in Retrospect and Prospect I, Edit rs: Alexandra G r cka, Altuğ M. K kta , Agnieszka Parli ska, **Ijop c Publication**, First Edition, September 2018 ss: 71-85.
- ÜRKMEZ, E. (2019) ‘‘Brent Ham Petrol Getirilerinde Kaotik Dinamiklerin Araştırılması’’, **Uluslararası Ekonomi,   letme ve Politika Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1, ss: 69-82.
- VARDARER , D.; Y. DURSUN (2015) ‘‘Asimetrik Bilgi  er evesinde 2008 Küresel Krizinin  ncelenmesi’’, **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**, Cilt 5, Sayı 1, ss: 137-150.
- VERHEIJDEN, M. (2011) ‘‘Asset Prices and Monetary Policy Setting in the Eurozone’’, Bachelor Thesis, **International Economics and Finance Tilburg School of Economics and Management Tilburg University**, Netherlands.
- VERICK, S.; I. ISLAM (2010) ‘‘The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses’’, **IZA Discussion**, Paper No. 4934, Germany.
- VICKERS, D. (1985) **Money Banking and the Macroeconomy**, Prentice- Hall Inc.
- WADHWANI, S. (2008) "Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate?", **National Institute Economic Review**, Volume 206, No 1, pp.25-34.
- WISMAN, J. D. (2014) ‘‘The Financial Crisis of 1929 Reexamined: The Role of Soaring Inequality’’, **Review of Political Economy**, Volume 26, Issue 3, pp: 372-391.
- WOLLSCHIED, C. (2012) **Rise and Burst of the Dotcom Bubble: Causes, Characteristics, Examples**, GRIN Verlag, 1. Baskı, Germany.
- WOODFORD, M. (2001) ‘‘Fiscal Requirements for Price Stability’’, **NBER Working Paper**, No 8072.
- WRAY, L. R. (2004) ‘‘When are Interest Rates Exogenous’’, Center for Full Employment and Price Stability, University of Missouri- Kansas City, **Working Paper**, No. 30, pp:1-16.
- WU, S. (2005) ‘‘Monetary Policy and Long-Term Interest Rate’’, **Working Papers Series in Theoretical and Applied Economics**, No 200512, University of Kansas.

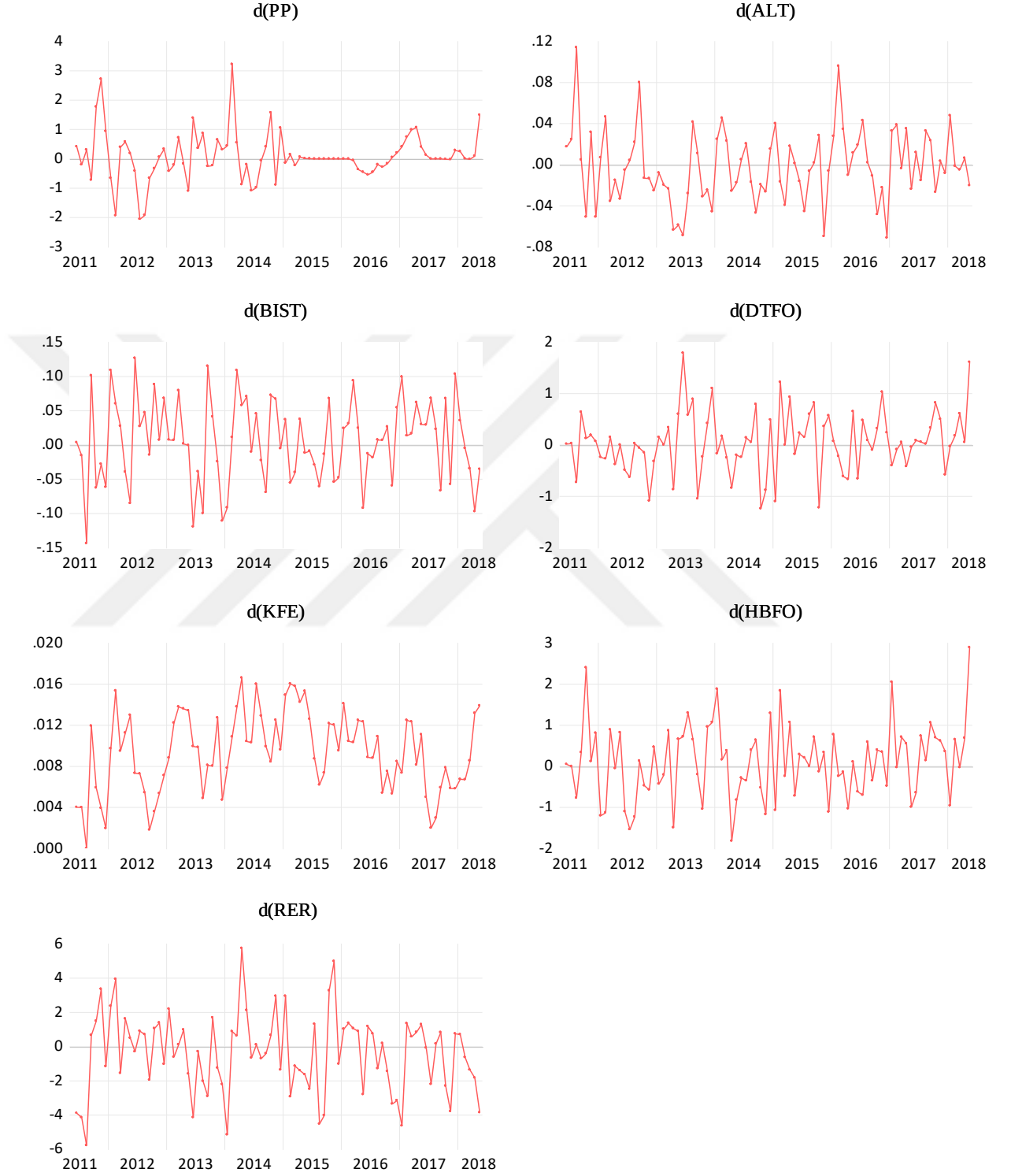
- XU, X.E.; T. CHEN (2012) “The Effect of Monetary Policy on Real Estate Price Growth in China”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Volume 20, Number 1, Pages 62–77.
- YAO, S.; D. LUO, L. LOH (2013) “On China’s Monetary Policy and Asset Prices”, **Applied Financial Economics**, Volume 23, Issue 5, pp: 377-392.
- YAVUZ, S.; E. TOKUCU (2006) “Post Keynesyen İktisat ve Belirsizlik”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 21, Sayı 1, ss: 147-161.
- YAY, G.G. (2001) “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye**, Yıl: 7, ss: 1234-1248.
- YILDIRIM, D. Ç.; M.U. MİRASEDOĞLU (2015) “Aktarım Mekanizmasının Hisse Senedi Fiyatları Kanalına Etkinliğine İlişkin Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 16, Sayı 2, ss: 105-126.
- YILDIRIM, E.; K. LOPCU, S. ÇAKMAKLI, Ö. ÖZKAN (2010) “Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, Cilt 10, Sayı 4, pp:1269-1277.
- YILMAZ, D. (2009) “Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikaları Uygulamaları”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, İstanbul.
- ZHANG, H.; H. HUANG (2017) “An Empirical Study of the Asset Price Channel of Monetary Policy Transmission in China”, **Emerging Markets Finance and Trade**, Volume 53, pp: 1278–1288.

EKLER

EK 1: Serilerin Düzey Değerlerinin Zaman Serisi Grafikleri



EK 2. Serilerin Birinci Fark Değerlerinin Zaman Serisi Grafikleri



EK 3. Çalışmada Kullanılan Veriler

	PP	RER	KFE	BIST	HBFO	DTFO	ALT
2011-05	7,034615	113,06	49,6	63046,02	8,02	9,65	1504
2011-06	7,4495	109,16	49,8	63269,4	8,07	9,67	1530,37
2011-07	7,249333	105,01	50	62295,68	8,07	9,7	1568,4
2011-08	7,555	99,23	50	53946,09	7,3	8,97	1757,7
2011-09	6,83	99,89	50,6	59693,43	7,64	9,61	1765,9
2011-10	8,601429	101,38	50,9	56061,47	10,04	9,74	1678,4
2011-11	11,31789	104,73	51,1	54517,76	10,16	9,93	1732,38
2011-12	12,25727	103,56	51,2	51266,62	10,97	10	1646,4
2012-01	11,59727	105,92	51,7	57171,34	9,77	9,76	1657,75
2012-02	9,662857	109,86	52,5	60721,23	8,64	9,49	1736,5
2012-03	10,05773	108,3	53	62423,04	9,53	9,64	1675,8
2012-04	10,6365	109,92	53,6	60010,42	9,48	9,26	1650,62
2012-05	10,81909	110,41	54,3	55099,33	10,3	9,26	1596,43
2012-06	10,40571	110,11	54,7	62543,49	9,2	8,77	1588,25
2012-07	8,351364	111,01	55,1	64259,54	7,66	8,14	1594,93
2012-08	6,4325	111,71	55,4	67367,95	6,43	8,17	1630,15
2012-09	5,7735	109,75	55,5	66396,71	6,56	8,11	1766
2012-10	5,442	110,81	55,7	72528,97	6,09	7,96	1742,95
2012-11	5,505	112,2	56	73058,51	5,52	6,87	1719,45
2012-12	5,835714	111,17	56,4	78208,44	5,99	6,55	1676,68
2013-01	5,412273	113,36	56,9	78783,47	5,56	6,7	1663,5
2013-02	5,2045	112,75	57,6	79333,67	5,35	6,7	1631
2013-03	5,922857	112,87	58,4	85898,99	6,22	7,04	1593,1
2013-04	5,75381	113,85	59,2	86046,04	4,73	6,17	1495,12
2013-05	4,657727	112,25	60	85990,01	5,39	6,77	1409,85
2013-06	6,0435	108,1	60,6	76294,51	6,11	8,56	1316,12
2013-07	6,398696	107,81	61,2	73377,45	7,41	9,14	1279,81
2013-08	7,268421	105,78	61,5	66394,41	8,06	10,03	1334,12
2013-09	7,011905	102,87	62	74486,56	7,86	8,98	1348,93
2013-10	6,786111	104,56	62,5	77620,37	6,82	8,75	1307,66
2013-11	7,434286	103,31	63,3	75748,27	7,78	9,17	1275,75
2013-12	7,748636	101,09	63,6	67801,73	8,85	10,27	1218,76
2014-01	8,192273	95,93	64,1	61858,21	10,73	10,1	1249,35
2014-02	11,4105	96,81	64,8	62553,32	10,89	10,27	1307,25
2014-03	11,95429	97,43	65,7	69736,34	11,27	10,02	1337,75
2014-04	11,07571	103,17	66,8	73871,54	9,45	9,18	1303,87
2014-05	10,8825	105,29	67,5	79289,8	8,63	8,98	1281,2
2014-06	9,795714	104,62	68,2	78489,01	8,35	8,74	1287,62
2014-07	8,8175	104,72	69,3	82156,87	8	8,88	1314,06
2014-08	8,758571	104,02	70,2	80312,94	8,4	8,93	1292
2014-09	9,170455	103,61	70,9	74937,81	9,04	9,72	1232,75
2014-10	10,7425	104,27	71,5	80579,66	8,52	8,48	1209,05
2014-11	9,853	107,22	72,4	86168,66	7,35	7,6	1177,5
2014-12	10,90565	105,86	73,1	85721,13	8,64	8,09	1195,56
2015-01	10,76143	108,81	74,2	88945,82	7,57	6,99	1244,45
2015-02	10,9095	105,88	75,4	84147,51	9,41	8,21	1223,93
2015-03	10,67955	104,74	76,6	80846,03	9,17	8,21	1176,65
2015-04	10,74048	103,33	77,7	83947,04	10,24	9,14	1198,05
2015-05	10,74842	101,69	78,9	82981,15	9,52	8,96	1199,59
2015-06	10,75	99,2	79,9	82249,53	9,81	9,19	1180,32
2015-07	10,75	100,51	80,6	79909,68	10,02	9,34	1127,85
2015-08	10,75	95,98	81,1	75210,37	10,02	9,94	1120,73
2015-09	10,75	91,95	81,7	74205,47	10,73	10,76	1122,83
2015-10	10,75	95,21	82,7	79409	10,6	9,54	1155,35
2015-11	10,75	100,19	83,7	75232,79	10,94	9,9	1077,38
2015-12	10,75	99,17	84,5	71726,99	9,83	10,47	1070,85
2016-01	10,75	100,19	85,7	73481,09	10,6	10,54	1100,91
2016-02	10,75	101,56	86,6	75814,41	10,36	10,32	1211,93
2016-03	10,69565	102,62	87,5	83268,04	10,22	9,71	1254,46
2016-04	10,33333	103,51	88,6	85327,8	9,19	9,04	1241,82
2016-05	9,880952	100,71	89,7	77803,41	9,3	9,69	1256,33
2016-06	9,340909	101,89	90,5	76817,19	8,68	9,03	1280,55
2016-07	8,888889	102,64	91,3	75405,53	7,98	9,51	1336,8

2016-08	8,693182	101,35	92,3	75967,63	8,57	9,6	1339,43
2016-09	8,414444	101,53	92,8	76488,38	8,22	9,5	1325,01
2016-10	8,249048	100,08	93,5	78536,17	8,62	9,82	1262,38
2016-11	8,295455	96,73	94	73995,2	8,97	10,85	1234,48
2016-12	8,499091	93,58	94,8	78138,66	8,49	11,09	1149,51
2017-01	8,911818	88,95	95,5	86295,72	10,54	10,69	1187,9
2017-02	9,6575	90,29	96,7	87478,33	10,51	10,6	1234,77
2017-03	10,64696	90,86	97,9	88947,4	11,22	10,65	1230,22
2017-04	11,716	91,69	98,7	94655,31	11,77	10,23	1274,07
2017-05	12,12095	92,98	99,8	97541,58	10,78	10,19	1244,08
2017-06	12,2505	92,9	100,3	100440,4	10,14	10,28	1258,97
2017-07	12,25095	90,7	100,5	107531,4	10,88	10,34	1239,85
2017-08	12,25182	90,86	100,8	110010,5	11,02	10,36	1281,22
2017-09	12,25263	91,68	101,4	102907,7	12,08	10,69	1311,75
2017-10	12,23636	89,38	102,2	110142,6	12,78	11,51	1277,26
2017-11	12,21182	85,58	102,8	103984,4	13,4	12,01	1281,58
2017-12	12,49952	86,33	103,4	115333	13,76	11,43	1270,85
2018-01	12,74909	87,03	104,1	119528,8	12,8	11,4	1333,01
2018-02	12,7555	86,4	104,8	118950,8	13,45	11,58	1331,32
2018-03	12,74182	85,04	105,7	114930,2	13,42	12,19	1324,69
2018-04	12,835	83,21	107,1	104282,8	14,11	12,24	1333,28
2018-05	14,32857	79,35	108,6	100652,3	17	13,85	1306,38

ÖZGEÇMİŞ

1992 yılında Trabzon’da doğmuştur. İlk ve orta dereceli eğitimini Trabzon’da tamamlamıştır. 2013 yılında Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümünden lisans derecesini, 2016 yılında Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Anabilim dalından Yüksek Lisans derecesini, 2020 yılında da Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi İktisat Anabilim Dalından Doktora derecesini almıştır. 2016 yılından bu yana Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesinde Araştırma Görevlisi olarak görev yapmaktadır.

