

**T.C.**  
**DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**İKTİSAT PROGRAMI**  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Deniz AKKAYA**

**Danışman**

**Dr. Öğr. Üyesi Nagehan KESKİN**

**İZMİR - 2022**

## TEZ ONAY SAYFASI



## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

06/07/2022

Deniz AKKAYA

İmza

XXXXXX

**ÖZET**  
**Yüksek Lisans Tezi**  
**Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği: Türkiye Örneği**  
**Deniz AKKAYA**

**Dokuz Eylül Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**İktisat Anabilim Dalı**  
**İktisat Programı**

Parasal aktarım mekanizması, merkez bankası tarafından uygulanan para politikasının üretim düzeyi ve enflasyonu hangi kanallarla ve ne boyutta etkilediğini göstermektedir. Temelde, geleneksel faiz oranı kanalı ile işleyen ve zaman içinde döviz kuru, kredi, beklentiler ve varlık fiyatları kanallarının da dahil edildiği parasal aktarım mekanizması, anlaşılması oldukça güç ve karmaşık bir yapıdır. Ancak merkez bankaları tarafından etkin bir para politikasının uygulanabilmesi ve bu politika çerçevesinde uygun araç setinin belirlenebilmesi açısından, söz konusu karmaşık yapının en iyi şekilde anlaşılması önem arz etmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye'de 2007:10-2022:06 döneminde, parasal aktarım mekanizması kanallarından faiz oranı, kredi, döviz kuru ve varlık fiyatları kanallarının etkinliği, tahmin hata varyans ayrıştırmasına dayanan Diebold Yılmaz (2012) Yayılma Analizi yöntemi ile incelenmiştir. Ampirik analizden elde edilen sonuçlar, üretim üzerinde kredi kanalının, enflasyon üzerinde ise döviz kuru kanalının görece etkisinin daha yüksek olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Parasal Aktarım Mekanizması, Para Politikası, Diebold Yılmaz (2012) Yayılma Analizi.

## **ABSTRACT**

### **Master Thesis**

### **Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism: The Case of Turkey**

**Deniz AKKAYA**

**Dokuz Eylül University**

**Graduate School Social Science**

**Department of Economics**

**Economics Program**

The monetary transmission mechanism shows through which channels and to what extent the monetary policy implemented by the central bank affects the production level and inflation. Fundamentally, the monetary transmission mechanism, which operates through the traditional interest rate channel and includes exchange rate, credit, expectations and asset prices over time, is a rather difficult and complex structure to understand. However, in order for central banks to implement an effective monetary policy and to determine the appropriate tool set within the framework of this policy, it is important to understand the complex structure in question in the best way possible.

In this study, the efficiency of the channels of interest rate, credit, exchange rate and asset prices, which are among the channels of monetary transmission mechanism, in the period of 2007:10-2022:06 in Turkey examined by using Diebold Yılmaz (2012) Spillover Analysis method which is based on estimation error variance decomposition. The results obtained from the empirical analysis show that the relative effect of the credit channel on production and the exchange rate channel on inflation is higher.

**Keywords: Monetary Transmission Mechanism, Monetary Policy, Diebold Yılmaz (2012) Spillover Analysis.**

# PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

## İÇİNDEKİLER

|                  |      |
|------------------|------|
| TEZ ONAY SAYFASI | ii   |
| YEMİN METNİ      | iii  |
| ÖZET             | iv   |
| ABSTRACT         | v    |
| İÇİNDEKİLER      | vi   |
| KISALTMALAR      | x    |
| TABLOLAR LİSTESİ | xii  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ | xiii |
| EKLER LİSTESİ    | xiv  |
| GİRİŞ            | xiv  |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI: TEORİK ÇERÇEVE

|                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ TANIMI VE ÖNEMİ                              | 3  |
| 1.2. İKTİSADİ DÜŞÜNCE EKOLLERİNE GÖRE PARASAL AKTARIM<br>MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİ | 4  |
| 1.2.1. Klasik Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi              | 6  |
| 1.2.2. Keynesyen Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi           | 9  |
| 1.2.3. Monetarist Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi          | 12 |
| 1.2.4. Yeni Klasik Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi         | 15 |
| 1.2.5. Yeni Keynesyen Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının<br>İşleyişi   | 19 |
| 1.3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI                                       | 23 |
| 1.3.1. Faiz Oranı Kanalı                                                         | 24 |
| 1.3.2. Varlık Fiyatları Kanalı                                                   | 27 |
| 1.3.2.1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı                                           | 27 |

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 1.3.2.1.1. Tobin q Teorisi                             | 28 |
| 1.3.2.1.2. Servet Etkisi                               | 30 |
| 1.3.2.2. Konut ve Arazi Fiyatları                      | 31 |
| 1.3.3. Döviz Kuru Kanalı                               | 32 |
| 1.3.3.1. Net İhracat Etkisi                            | 34 |
| 1.3.3.2. Bilanço Etkisi                                | 36 |
| 1.3.4. Kredi Kanalı                                    | 37 |
| 1.3.4.1. Banka Kredi Kanalı                            | 41 |
| 1.3.4.2. Bilanço Kanalı                                | 44 |
| 1.3.4.2.1. Nakit Akımı Kanalı                          | 45 |
| 1.3.4.2.2. Beklenmeyen Fiyat Düzeyi Kanalı             | 46 |
| 1.3.4.2.3. Hanehalkı Bilanço (Likidite) Etkisi         | 46 |
| 1.3.5. Beklentiler Kanalı                              | 48 |
| 1.4. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER | 52 |
| 1.4.1. Resmi Müdahaleler                               | 53 |
| 1.4.2. Ekonominin Fiyat Mekanizması                    | 54 |
| 1.4.3. Finansal Sistemin Yapısı                        | 55 |
| 1.4.4. Finansal Sözleşmelerde Vade Yapısı              | 56 |
| 1.4.5. Sermaye Hareketleri                             | 57 |
| 1.4.6. Finansman Kaynakları                            | 58 |
| 1.4.7. Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları       | 58 |

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DEKİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİ

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 2.1. 1980-2001 DÖNEMİ                                | 61 |
| 2.1.1. 1980-1990 Dönemi: Dışa Açılma Dönemi          | 61 |
| 2.1.2. 1990-2000 Dönemi: Parasal Hedefleme           | 66 |
| 2.1.3. 2000-2001 Dönemi: Döviz Kuru Hedeflemesi      | 75 |
| 2.2. 2001 SONRASI DÖNEM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ       | 84 |
| 2.2.1. 2002-2005 Dönemi: Örtük Enflasyon Hedeflemesi | 86 |

|                                                                                                      |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.2.2. 2006 Sonrası Dönem: Açık Enflasyon Hedeflemesi                                                | 92  |
| 2.2.2.1. 2006-2008 Dönemi                                                                            | 92  |
| 2.2.2.2. 2008 Sonrası Dönem: Küresel Kriz Sonrası Para Politikası                                    | 97  |
| 2.2.2.2.1. 2008 Küresel Krizin Nedenleri                                                             | 97  |
| 2.2.2.2.2. 2008 Küresel Krizin Gelişmiş Ülkelerin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri              | 101 |
| 2.2.2.2.3. 2008 Küresel Krizin Gelişmekte Olan Ülkelerin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri       | 108 |
| 2.2.2.2.4. 2008 Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ve Para Politikası Üzerindeki Etkileri              | 111 |
| 2.2.2.2.4.1. TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı: Esnek Enflasyon Hedeflemesi                    | 116 |
| 2.2.2.2.4.2. TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı Çerçevesinde Kullandığı Araçlar ve Uygulamaları | 117 |
| 2.2.2.3. TCMB'nin Covid-19 Pandemi Dönemi Para Politikası                                            | 125 |

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE İÇİN AMPİRİK BİR ANALİZ**

|                                                           |     |
|-----------------------------------------------------------|-----|
| 3.1. LİTERATÜR ÖZETİ                                      | 129 |
| 3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM                                   | 141 |
| 3.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık ve Birim Kök Testleri | 141 |
| 3.2.1.1. ADF Birim Kök Testi                              | 142 |
| 3.2.1.2. KPSS Birim Kök Testi                             | 143 |
| 3.2.2. Diebold-Yılmaz (DY) Yayılma Analizi                | 144 |
| 3.3. VERİ SETİ                                            | 147 |
| 3.4. ANALİZ BULGULARI                                     | 149 |
| 3.4.1. Birim Kök Testi Sonuçları                          | 149 |
| 3.4.2. Diebold-Yılmaz (DY) Yayılma Analizi Sonuçları      | 154 |

|          |     |
|----------|-----|
| SONUÇ    | 163 |
| KAYNAKÇA | 172 |
| EKLER    |     |



## KISALTMALAR

|                 |                                              |
|-----------------|----------------------------------------------|
| <b>AB</b>       | Avrupa Birliği                               |
| <b>AD</b>       | Toplam Talep                                 |
| <b>ADF</b>      | Genişletilmiş Dickey-Fuller                  |
| <b>AIC</b>      | Akaike Bilgi Kriteri                         |
| <b>AMB</b>      | Avrupa Merkez Bankası                        |
| <b>API</b>      | Açık Piyasa İşlemleri                        |
| <b>ARDL</b>     | Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif             |
| <b>BDDK</b>     | Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu     |
| <b>BPP</b>      | Bankalararası Para Piyasası                  |
| <b>CBPP</b>     | İpotek Teminatlđ Menkul Kıymet Alım Programı |
| <b>DİBS</b>     | Devlet İç Borçlanma Senetleri                |
| <b>DY</b>       | Diebold-Yılmaz                               |
| <b>EUROSTAT</b> | Avrupa İstatistik Ofisi                      |
| <b>EVDS</b>     | Elektronik Veri Dağıtım Sistemi              |
| <b>FAVAR</b>    | Faktör Genişletmeleri Vektör Otoregresif     |
| <b>FED</b>      | Federal Reserve System                       |
| <b>FPE</b>      | Final Prediction Error                       |
| <b>GEGP</b>     | Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı               |
| <b>GL</b>       | Gün İç Limit                                 |
| <b>GLP</b>      | Geç Likidite Penceresi                       |
| <b>GSYİH</b>    | Gayrı Safi Yurt İç Hasıla                    |
| <b>IMF</b>      | Uluslararası Para Fonu'nun                   |
| <b>İMKB</b>     | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası            |
| <b>KİK</b>      | Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi       |
| <b>KKDF</b>     | Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu             |
| <b>KPSS</b>     | Kwiatkowsky-Philips-Schmidt-Shin             |
| <b>LM</b>       | Lagrange Multiplier                          |
| <b>LRAS</b>     | Uzun Dönem Arz Eğrişi                        |
| <b>NİV</b>      | Net İç Varlıklar                             |
| <b>NUR</b>      | Net Uluslararası Rezervler                   |

|                |                                    |
|----------------|------------------------------------|
| <b>OMT</b>     | Outright Monetary Transaction      |
| <b>PPK</b>     | Para Politikası Kurulu             |
| <b>ROK</b>     | Rezerv Opsiyon Katsayısı           |
| <b>ROM</b>     | Rezerv Opsiyon Mekanizması         |
| <b>ROO</b>     | Rezerv Opsiyon Oranı               |
| <b>SMP</b>     | Menkul Kıymetler Piyasası Programı |
| <b>SÜE</b>     | Sanayi Üretim Endeksi              |
| <b>SVAR</b>    | Yapısal VAR                        |
| <b>TBB</b>     | Türkiye Bankalar Birliği           |
| <b>TCMB</b>    | Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  |
| <b>TL</b>      | Türk Lirası                        |
| <b>TMSF</b>    | Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu     |
| <b>TRLİBOR</b> | Türk Lirası Referans Faiz Oranı    |
| <b>TÜİK</b>    | Türkiye İstatistik Kurumu          |
| <b>USD</b>     | Amerikan Doları                    |
| <b>VAR</b>     | Vektör Otoregresif                 |
| <b>VDMK</b>    | Varlığa Dayalı Menkul Kıymet       |
| <b>VEC</b>     | Vektör Hata Düzeltme Modeli        |
| <b>VL</b>      | Vadeli İşlem Limiti                |

## TABLÖLAR LİSTESİ

|                                                              |        |
|--------------------------------------------------------------|--------|
| <b>Tablo 1:</b> Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları | s. 147 |
| <b>Tablo 2:</b> ADF Birim Kök Testi Sonuçları                | s. 150 |
| <b>Tablo 3:</b> KPSS Birim Kök Testi Sonuçları               | s. 151 |
| <b>Tablo 4:</b> Parasal Aktarım Mekanizması Yayılma Tablosu  | s. 154 |



## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                                                                                 |        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| <b>Şekil 1:</b> Klasik Parasal Aktarım Mekanizması                                              | s. 8   |
| <b>Şekil 2:</b> Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması                                           | s. 11  |
| <b>Şekil 3:</b> Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması                                          | s. 15  |
| <b>Şekil 4:</b> Yeni Klasik Yaklaşımında Fiyat ve Çıktı Düzeyi                                  | s. 16  |
| <b>Şekil 5:</b> Yeni Klasik Parasal Aktarım Mekanizması                                         | s. 18  |
| <b>Şekil 6:</b> Yeni Keynesyen Yaklaşımında Beklenmeyen Genişletici Para Politikasının Etkileri | s. 20  |
| <b>Şekil 7:</b> Yeni Keynesyen Yaklaşımında Beklenen Genişletici Para Politikasının Etkileri    | s. 21  |
| <b>Şekil 8:</b> Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi                                         | s. 23  |
| <b>Şekil 9:</b> Faiz Oranı Kanalının İşleyişi                                                   | s. 26  |
| <b>Şekil 10:</b> Tobin q Teorisinin İşleyişi                                                    | s. 29  |
| <b>Şekil 11:</b> Servet Etkisinin İşleyişi                                                      | s. 30  |
| <b>Şekil 12:</b> Konut ve Arazi Fiyatları Kanalının İşleyişi                                    | s. 32  |
| <b>Şekil 13:</b> Mundell-Fleming Modelinde Genişletici Para Politikası                          | s. 35  |
| <b>Şekil 14:</b> Daraltıcı Para Politikası Altında Döviz Kuru Kanalının İşleyişi                | s. 36  |
| <b>Şekil 15:</b> Banka Kredi Kanalının İşleyişi                                                 | s. 43  |
| <b>Şekil 16:</b> Bilanço Kanalının İşleyişi                                                     | s. 45  |
| <b>Şekil 17:</b> Beklentiler Kanalının İşleyişi                                                 | s. 51  |
| <b>Şekil 18:</b> DİBS ve ONFO Değişkenlerinin Düzey Grafikleri                                  | s. 148 |
| <b>Şekil 19:</b> TUFİ Değişkeninin Düzey ve 1. Fark Grafikleri                                  | s. 153 |
| <b>Şekil 20:</b> Toplam Yayılma Grafiği                                                         | s. 157 |
| <b>Şekil 21:</b> Enflasyona Yönlü Yayılmalar                                                    | s. 159 |
| <b>Şekil 22:</b> Üretime Yönlü Yayılmalar                                                       | s. 161 |

## **EK LİSTESİ**

**EK 1:** Net Şoklar

ek s. 1

**EK 2:** Net İkili Şoklar

ek s. 2



## GİRİŞ

Merkez bankalarının, ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşmak için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik aldığı kararlar para politikası olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede merkez bankaları, belli dönemlerde para arzını artırmak suretiyle genişletici; belli dönemlerde ise para arzını azaltmak suretiyle daraltıcı para politikaları uygulamaktadırlar. Ancak para arzındaki değişim, reel ekonomi üzerinde doğrudan etkili olmamakta, uygulanan politikaların reel ekonomiye etkisi sistematik bir şekilde gerçekleşmektedir. Para politikalarının reel ekonomiye aktarımına aracı olan bu sistem ise parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır.

Parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının, uyguladıkları politikalar neticesinde reel ekonomik değişkenler ve fiyatlar genel düzeyi üzerinde oluşturmak istedikleri etkiyi, farklı kanallar aracılığıyla iletmektedir. Parasal aktarım mekanizması genel olarak; geleneksel faiz oranı, kredi, döviz kuru, varlık fiyatları ve beklentiler kanalı aracılığıyla işlemektedir. Ekonominin yapısı ve gelişmişlik düzeyi her bir kanalın etki düzeyinin ve reel ekonomik değişkenleri etkileme hızlarının birbirinden farklı olmasına sebep olmaktadır. Bu durum ise her bir kanalın işleyişinin ve etkinliğinin zaman içinde değişebilmesine yol açmaktadır. Bu çerçevede parasal aktarım mekanizmasının işleyişinin ve hangi kanalların daha etkin olduğunun anlaşılması, sağlıklı bir para politikası uygulanabilmesi açısından son derece önemlidir.

Bu çalışmanın amacı, 2007:10-2022:06 dönemi için Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişini ve parasal aktarım kanallarından hangilerinin nispeten daha etkin olduğunu incelemektir. Bu amaç doğrultusunda çalışma, üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümü, parasal aktarım mekanizmasının teorik çerçevesini açıklamaktadır. Bu kapsamda ilk olarak farklı iktisadi ekollerin, parasal aktarım mekanizmasının işleyişini nasıl ele aldıkları, para politikası-reel ekonomi ilişkisine yaklaşımları çerçevesinde değerlendirilmiştir. Ardından parasal aktarım mekanizması kanalları detaylı olarak açıklanmış ve bu kanalların işleyişine etki eden faktörlere yer verilmiştir.

Konunun Türkiye açısından incelendiği ikinci bölüm, 1980-2001 dönemi ve 2001 sonrası dönem olmak üzere iki ana başlık altında incelenmiştir. Bu çerçevede parasal aktarım mekanizmasının Türkiye’de etkili bir biçimde işleyebilmesi için gerekli koşulların temin edilmeye çalışıldığı süreç, dönemler itibariyle uygulanan para politikası stratejileri çerçevesinde ele alınmıştır. Ekonominin dışa açılma süreci ile başlayan ve Küresel Kriz sonrasında yeni bir para politikası yaklaşımının benimsenmesine kadar incelenen dönem, farklı aktarım kanallarının oluşum süreçlerini ve bu dönem içinde kullanımına başlanan para politikası araçlarının, parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üzerindeki önemini ortaya koymaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümde, 2007:10-2022:06 döneminde Türkiye’de parasal aktarım mekanizması kanallarının etkinliği araştırılmıştır. Bu çerçevede çalışmada etkinlik, analiz dönemi kapsamında incelenen kanallardan herhangi birinin, analizin hedef değişkenleri üzerinde, bir diğer aktarım kanalına göre sayısal anlamda daha büyük bir etki meydana getirmesi olarak tanımlanmıştır. Literatürde parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini araştıran ampirik çalışmalarda yoğunlukla VAR yönteminin farklı versiyonları kullanılmaktadır. Bu çalışmada parasal aktarım mekanizmasının etkinliği, literatürdeki diğer çalışmalardan farklı olarak, VAR temelli bir yöntem olan Diebold-Yılmaz (2012) Yayılma Analizi yöntemiyle incelenmiştir. Finansal veya makroekonomik çerçevede yayılma etkilerinin analizi ve bağlantılılığın ölçülmesinde kullanılan DY (2012) yöntemi, genelleştirilmiş VAR modelinden elde edilen hata terimlerinin varyans ayrıştırmasına dayanmaktadır. Analiz konusu olan değişkenler arasındaki hem toplam hem de yönlü yayılımların (bağılantılılıkların) incelenmesine olanak sağlayan DY (2012) yöntemi ile çalışmada ele alınan parasal aktarım mekanizması kanalları arasındaki şokların hangi değişkenlere ve ne ölçüde yayıldığı incelenmiştir. Elde edilen analiz bulguları, Türkiye’de 2007:10-2022:06 döneminde üretim üzerinde en yüksek etkiye sahip olan aktarım kanalının, kredi kanalı; enflasyon üzerinde en yüksek etkiye sahip olan aktarım kanalının ise döviz kuru kanalı olduğunu göstermektedir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI: TEORİK ÇERÇEVE**

Çalışmanın birinci bölümü, parasal aktarım mekanizmasına ilişkin teorik çerçeveyi açıklamaktadır. Bu bağlamda öncelikle parasal aktarım mekanizmasının önemi üzerinde durulmuş, ardından parasal aktarım mekanizmasının farklı iktisadi düşünce ekolleri çerçevesinde işleyişi hakkında bilgi verilmiştir. Sonrasında literatürde yer alan parasal aktarım mekanizması kanalları detaylı olarak açıklanmış ve son olarak parasal aktarım mekanizmasını etkileyen faktörlere yer verilmiştir.

#### **1.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ TANIMI VE ÖNEMİ**

Lensink ve Sterken (2002), parasal aktarım mekanizmasını, para politikasındaki değişikliklerin reel ekonomik aktiviteyi etkileme süreci olarak ifade etmektedir. Yaman, “politika yapıcılar tarafından alınan kararların reel ekonomik değişkenler ile birlikte fiyatlar üzerindeki etkisinin ne ölçüde ve hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğini gösteren sisteme parasal aktarım mekanizması denilmektedir” şeklinde tanımlamaktadır (Yaman, 2018: 1). Kasapoğlu ise “Parasal aktarım mekanizması, para politikası-reel ekonomi arasındaki etkileşimi, yani parasal değişimlerin toplam talep ve üretimi hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren mekanizmadır” şeklinde bir tanımlama yapmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 4).

Parasal aktarım mekanizması, para otoritesinin sahip olduğu politika araçları üzerindeki tasarrufunun, ülke ekonomisi üzerindeki genel etki mekanizmasıdır. Parasal aktarım mekanizması, merkez bankasının faiz üzerine aldığı kararlarla, farklı kanallar üzerinden toplam talep, üretim, tüketim ve istihdam gibi unsurlar üzerinde değişimler yaratarak, fiyatlar genel düzeyini nasıl ve ne boyutta etkilediğini gösteren mekanizma olarak da tanımlanabilir.

Para politikasının nihai amacı fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamaktır. Merkez bankalarının bu nihai amaçları gerçekleştirme yolunda kullandıkları politika araçlarının etkileri, reel ekonomiyi etkileme kanalları, bunlarla sağlanan etkinin büyüklüğü ve hangi politika aracının daha etkin olduğunun izlenebilmesi açısından parasal aktarım mekanizmasının önemi büyüktür.

Parasal aktarım mekanizmasının önemi aşağıdaki gibi sıralanabilir (Gür, 2003:1; Beşballı, 2007: 4-5):

- Para politikasından etkilenen finansal değişkenlerin tespiti ile finansal ve reel sektör arasındaki ilişkilerin daha kolay bir biçimde anlaşılmasını sağlamaktadır.
- Politika yapıcılar tarafından finansal değişkenlerdeki dalgalanmaların daha iyi yorumlanmasını sağlamaktadır.
- Politika hedeflerinin seçiminde etkinliği artırmaktadır.
- Aktarım mekanizmasının bilinmesi, yalnızca uygun araç setinin seçimi konusunda değil, bunun yanında seçilen bu araç setinin yerinde ve zamanında uygulanmasını da sağlaması açısından önem arz etmektedir.

Özetle, para otoritelerinin parasal aktarım mekanizmasının çalışma prensibini kavramaları, üretim düzeyi ve enflasyon üzerinde, para politikası araçlarının kullanımıyla meydana getirilecek bir etkinin şiddetinin ve bu karşılıklı ilişkinin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğinin belirlenebilmesi açısından önem arz etmektedir.

## **1.2. İKTİSADİ DÜŞÜNCE EKOLLERİNE GÖRE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİ**

Parasal aktarım mekanizması farklı iktisadi ekollerce, bu ekollerin kendi varsayımlarına indirgenerek, zaman içinde farklı teoriler ve katkılarla değişime uğramış ve geliştirilmiştir.

Klasik yaklaşım, Say Yasası ve Fisher'in Miktar Teorisini temel almaktadır. Say Yasası ekonominin daima tam istihdam düzeyinde dengede olduğundan hareketle, ekonomideki her arzın kendine eş bir taleple karşılanacağını ifade etmektedir. Paranın yalnızca işlem amacıyla talep edildiğini öne süren Fisher'in Miktar Teorisi ise parasal değişikliklerin yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olduğunu açıklamaktadır. Klasik yaklaşıma göre para arzı değişimleri, faiz oranı ve reel aktivite düzeyi üzerinde bir değişiklik yaratmadan, doğrudan fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Bu sebeple Klasik yaklaşımın incelediği parasal aktarım mekanizması, doğrudan aktarım mekanizması olarak tanımlanmaktadır.

Keynesyen yaklaşım, Say Yasası ve Fisher'in Miktar Teorisi ile birlikte Klasik yaklaşımın birçok varsayımını reddetmektedir. Keynes'e göre para, işlem amacının

yanı sıra ihtiyat ve spekülasyon amaçlarıyla da talep edilebilmektedir. Dolayısıyla para arzı değişimleri, reel sektörü faiz oranındaki değişimlerle etkilemektedir. Faiz oranı üzerinden gerçekleşen bu dolaylı etki sebebiyle, Keynesyen yaklaşımın geliştirmiş olduğu parasal aktarım mekanizması, dolaylı aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır. Keynesyen yaklaşımda plasman olanakları para ve tahvil olmak üzere yalnızca iki araçla sınırlandırılmakta ve yaklaşım bu yönüyle eleştiri toplamaktadır.

Monetarist yaklaşım, M.Friedman'ın yeniden yorumladığı Miktar Teorisini, diğer bir deyişle Modern Miktar Teorisini temel almaktadır. Modern Miktar Teorisinde para talebi denklemine, tahvilin yanı sıra hisse senedi ve mallar gibi diğer aktifler de dahil edilmektedir. Para arzı değişimleri, portföydeki finansal aktiflerin ağırlığını değiştirerek önce finansal piyasaları, daha sonra reel piyasaları etkilemektedir. Ancak Monetarist yaklaşımda reel değişkenler üzerinde meydana gelen etki uzun dönemde denge değerine dönme eğilimi göstermektedir. Dolayısıyla Monetarist yaklaşımda parasal değişimler reel değişkenleri yalnızca kısa dönemde etkilerken, uzun dönemde değişen yalnızca nominal değişken olan fiyatlar genel düzeyi olmaktadır.

Yeni Klasik yaklaşım, Keynesyen ve Monetarist modellerin başarısızlığı üzerine geliştirilen Rasyonel Beklentiler Hipotezini benimsemektedir. Rasyonel Beklentiler Hipotezine göre üreticiler ekonomideki tüm mallar hakkında tam bilgiye sahiptir. Ekonomik birimler gelecek ile ilgili beklentilerinde eldeki tüm mevcut bilgiyi kullanarak rasyonel davranmakta ve sistematik hata yapmamaktadır. Böyle bir ortamda para otoritelerinin uygulayacağı para politikasının ekonomik birimler tarafından bilinmesi veya uygulanacak olan politikanın önceden duyurulması durumunda para arzındaki değişim, çıktı üzerinde bir etki meydana getirmemekte, yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla Yeni Klasik yaklaşım, para otoriteleri tarafından uygulanması amaçlanan para politikalarının, yalnızca sürpriz politikalar olması durumunda çıktı üzerinde etkili olacağını ifade etmektedir.

Keynesyen yaklaşıma yöneltelen eleştirilere yanıt olarak ortaya çıkan Yeni-Keynesyen yaklaşım, para arzının merkez bankası tarafından oluşturulmadığını, piyasada fon arz edenler ile fon talep edenlerin etkileşimi sonucu oluştuğunu ifade

ederek, Keynesyen yaklaşıma katkı sağlamaktadır. Yeni-Keynesyen yaklaşımda, Yeni Keynesyen yaklaşımın aksine beklenen para politikaları da çıktı düzeyinde etkili olmaktadır.

### **1.2.1. Klasik Yaklaşıma Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi**

Klasik İktisat 1776 yılında Adam Smith'in "Ulusların Zenginliği" adlı eserinin yayınlanmasından, 1936 yılına kadar geçerliliğini korumuş, zaman içinde farklı teorilerle gelişmiş bir ekoldür. Klasik yaklaşımın temel aldığı iki teori vardır. Bunlar, J.B.Say (1803) tarafından geliştirilen Say Yasası ve Irving Fisher'in (1911) Miktar Teorisi'dir.

Say Yasası genel itibariyle "Bir ürün yaratılır yaratılmaz, o andan itibaren, diğer ürünler için kendi değeri ölçüsünde bir pazar sağlar... Bir ürünün yaratılmasının salt koşulu, diğer ürünler için bir havalandırma açmasıdır" şeklinde ifade edilmektedir. Orijinalinden alıntılanan bu ifade, herkesçe bilinen haliyle her arzın kendi talebini yaratacağıdır (Meng, 2006: 296). Klasik teorinin temel varsayımlarından biri olan ekonominin daima tam istihdam düzeyinde dengede olması, üretilen tüm mal ve hizmetler için buna denk bir talep oluşacağı gerekçesiyle Say Yasası tarafından ortaya konulmaktadır.

Bir diğer teori olan Miktar Teorisi ise parasal değişikliklerin yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde değişim yarattığını açıklamaktadır. Irving Fisher tarafından ortaya atılan teori, Cambridge Okulu iktisatçılarından A.Marshall ve A.C.Pigou tarafından farklı bir yorumla ele alınmaktadır. Bu bağlamda iki farklı şekilde ele alınan Miktar Teorisi, Fisher tarafından aşağıdaki denklemle ifade edilmektedir (Akçay, 1997: 4-6):

$$M \cdot V = P \cdot Q \quad (1)$$

Yukarıdaki denklemde; M para arzını, V paranın dolanım hızını, P fiyatlar genel düzeyini Q ise toplam çıktı miktarını göstermektedir. Klasikler, ücret ve fiyatların tam esnek olması sebebiyle ekonomi daima tam istihdam seviyesinde dengeye geleceğinden toplam çıktı miktarını (Q); ekonomik aktiviteyi belirleyen teknolojik ve kurumsal unsurların kısa dönem içinde değişim göstermemesi sebebiyle de paranın dolanım hızını (V) sabit kabul etmişlerdir. Dolayısıyla buradan çıkarılan

sonuç, paranın dolanım hızı ve toplam çıktı miktarı sabitken, para arzındaki her değişimin, doğrudan ve aynı oranda yalnızca fiyatlar genel düzeyini değiştireceğidir (Cambazoğlu, 2010: 7-8).

Fisher'in Miktar Teorisinde para yalnızca işlem amaçlı talep edilmekteyken, Cambridge yaklaşımında para, işlem amacı yanında servet saklama aracı olarak da talep edilmektedir. Cambridge yaklaşımıyla paraya bu ikinci fonksiyonun yüklenmesi, Miktar Teorisi denklemini değişikliğe uğratmaktadır. Cambridge denklemi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$M = k.P.Y \quad (2)$$

$$k: 1/V \quad (3)$$

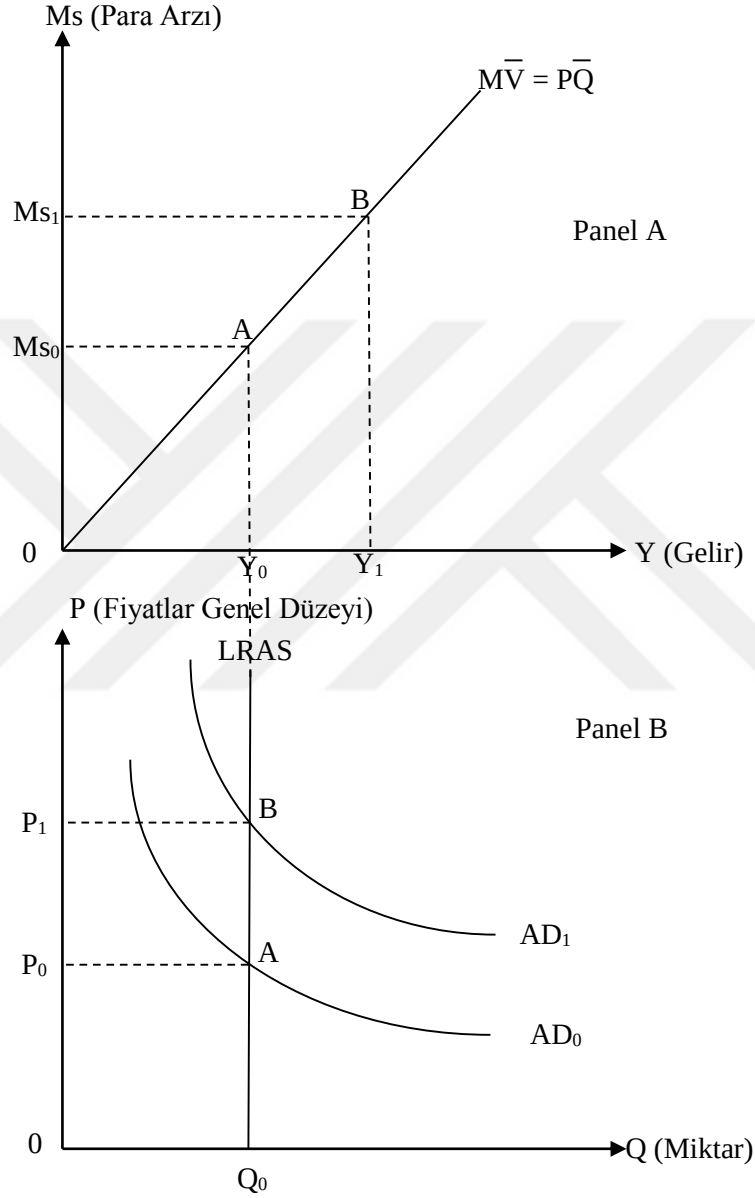
Yukarıdaki denklemde; fiyatlar genel düzeyi P; toplam çıktı miktarı Y; paranın dolanım hızı ise k ile gösterilmektedir. Bu denklemde k sabiti, 1/V'ye (paranın dolanım hızının tersine) eşit olup servetin ne kadarının para olarak elde tutulacağını ifade etmektedir.

Fisher'in Miktar Teorisinde para yalnızca işlem amacıyla talep edilmekte, tasarrufların tümü harcanmakta ve gelir yaratılmamaktadır. Cambridge yaklaşımında ise para aynı zamanda bir servet unsuru olarak görülmekte ve bu sayede gelir yaratılmaktadır. Farklı varsayımlara sahip olan her iki yaklaşımda da parasal değişimlerin ekonominin reel kesimini değil, yalnızca fiyatlar genel düzeyini etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır (Katı, 2014: 18-19).

Klasik yaklaşımda parasal aktarım mekanizmasının işleyişini gösteren Şekil 1'in A Paneli, para arzındaki değişimin nominal Gayrı Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) üzerindeki etkisini, B Paneli ise reel GSYİH üzerine etkisini göstermektedir. Fisher'in Miktar Teorisi'ni temel alan Klasik yaklaşım, artan para arzının tamamının harcanacağını varsaymaktadır. Buna göre Panel A'da para arzında ( $M_s$ ) meydana gelecek bir artış ( $M_{s0}$ 'dan  $M_{s1}$ 'e), GSYİH'yi harcamalar yoluyla arttıracaktır ( $Y_0$ 'dan  $Y_1$ 'e). Harcamalardaki artış sebebiyle yükselen toplam talep sonucunda toplam talep (AD) eğrisi  $AD_0$  konumundan  $AD_1$  konumuna gelmekte ve fiyatlar genel düzeyi artmaktadır ( $P_0$ 'dan  $P_1$ 'e). Ekonominin daima tam istihdam düzeyinde dengede olduğu gerekçesiyle dikey eksene paralel çizilen uzun dönem toplam arz (LRAS) eğrisinde herhangi bir değişim olmamaktadır. Zira Klasik teoriye göre para arzındaki artışlar,

toplam arzı etkilememektedir. Dolayısıyla yeni denge, B noktasında gerçekleşmekte ve değişen yalnızca fiyatlar genel düzeyi olmaktadır.

**Şekil 1:** Klasik Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Cambazoğlu, 2010: 9.

Faiz oranı ve reel aktivite düzeyi üzerinde bir değişme yaratmaksızın, fiyatlar genel düzeyi üzerinde doğrudan ve aynı oranda etkiler meydana getiren para arzı değişimleri, doğrudan aktarım mekanizması olarak tanımlanmaktadır. Uzun dönemde reel ücret, reel faiz oranları, istihdam ve geliri etkilememesi sebebiyle Klasik

yaklaşımında etkisiz olduğu öne sürülen para politikası, fiyat ve ücretlerin esnek olduğu tam istihdam dengesinin sağlanmasında, kısa vadeli nispi fiyat değişimleri aracılığıyla ücret-fiyat mekanizmasının yükünü hafifletmektedir. Bu açıdan bakıldığında para politikasının ekonomi üzerinde az da olsa bir etkisinin olduğu kabul edilebilmektedir (Cambazoğlu, 2010: 8-9; Cengiz, 2007: 20-21).

### **1.2.2. Keynesyen Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi**

Ekonominin daima tam istihdamda olduğunu, paranın yalnızca işlem amacıyla talep edildiğini, her arzın buna eşit bir taleple karşılanacağını, paranın reel ekonomiyi etkilemeyen bir peçe olduğunu, gelirin tamamının ekonomik birimler tarafından harcandığını kabul eden Klasik yaklaşımın aksine Keynes, üretilen her malın buna eşit bir taleple karşılanmayacağını, paranın işlem amacı yanında ihtiyat ve spekülasyon amaçlarıyla da talep edilebildiğini, para arzının faiz oranı üzerinden reel sektörü etkileyebildiğini ve ekonominin eksik istihdamda da dengeye gelebildiğini savunmaktadır.

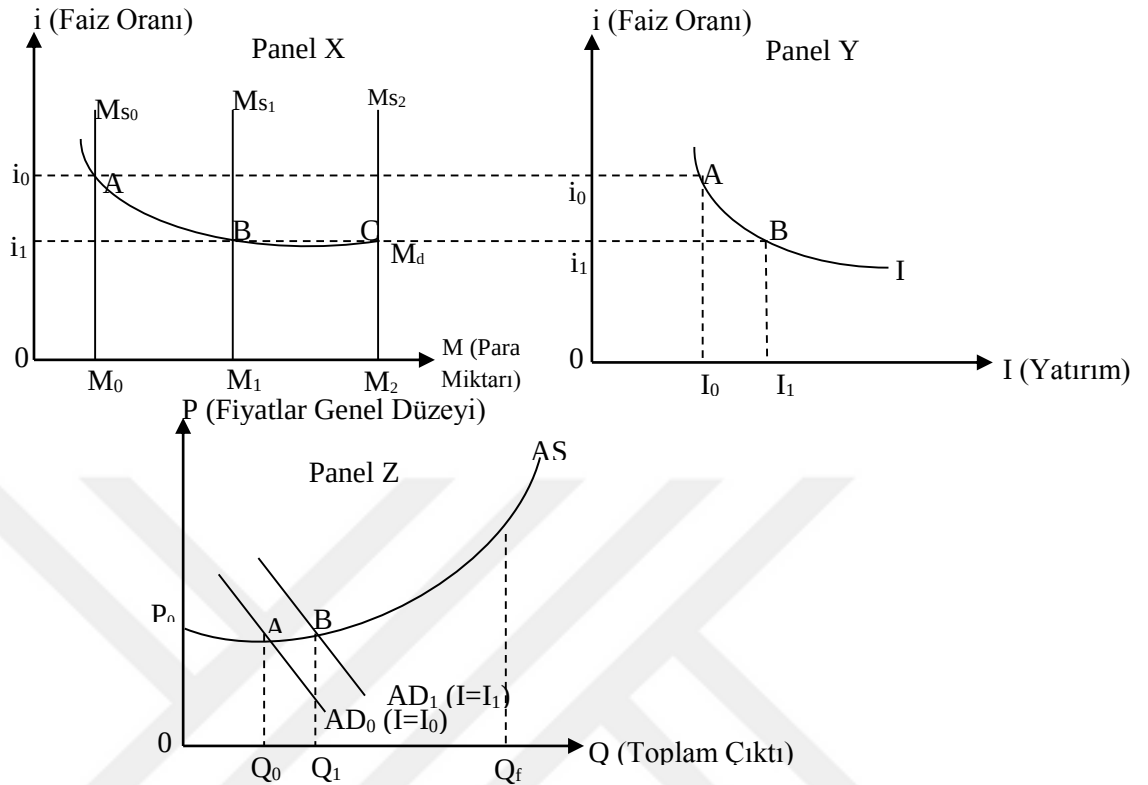
Keynesyen yaklaşıma göre ekonomi, yatırım, tüketim ve tasarrufların bileşiminden oluşan reel sektör ile finansal varlık ve sermaye akımlarından oluşan finansal sektörün bileşiminden meydana gelmektedir. Klasik yaklaşımda yalnızca fiyatlar genel düzeyinin belirleyicisi olan para arzı, Keynesyen yaklaşımda faiz oranları üzerinden reel ekonomiyi etkileyebilmektedir (Yalçın, 2018: 9-10). Para arzındaki değişimler doğrudan para piyasasına yansımakta ve yatırımlar, bu piyasada oluşan faizlerin değişimi üzerinden etkilenmektedir. Toplam çıktı miktarındaki değişim ise yatırımlarda meydana gelen değişim sonucunda sağlanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında Keynesyen yaklaşımın analiz ettiği aktarım mekanizması, para arzındaki değişimlerin toplam çıktı üzerinde doğrudan değil, faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin yatırımları etkilemesi aracılığıyla ortaya çıktığından “dolaylı aktarım mekanizması” olarak adlandırılmaktadır (Cengiz, 2008: 116).

Fisher’in Miktar Teorisinde elde tutulmak istenen para miktarını aşan kısmın ekonomik birimler tarafından tüketime yönlendirildiği varsayılırken, Keynesyen yaklaşımda hanehalklarının, elde tutmak istedikleri para miktarını aşan kısmını ödünç verme seçenekleri de bulunmaktadır.

Fisher'in Miktar Teorisine göre para, yalnızca işlem amacıyla talep edilmektedir ve yatırım talebi ile tasarruf arzının kesişmesi sonucu oluşan faiz oranındaki değişmelere duyarsızdır. Keynesyen yaklaşımda ise faiz, para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Keynes'e göre işlem ve ihtiyat amacıyla para talebi Klasiklerde olduğu gibi faiz değişimlerine tamamen duyarsız olmamasına karşın çok sınırlı bir düzeyde duyarlı kabul edilirken, esasen spekülasyon amacıyla para talebinin faize duyarlı olduğu kabul edilmekte ve Keynesyen para talebi fonksiyonu "Likidite Tercihi Teorisi" olarak adlandırılmaktadır.

Finansal araçların satın alınması ya da halihazırda var olan yatırımların el değiştirmesi olarak tanımlanabilen plasman, Keynesyen yaklaşımda yalnızca para ve tahville sınırlandırılmıştır. Likidite Tercihi Teorisine göre ekonomik birimler, değişen faiz oranı karşısında bu araçlardan yalnızca birine yönelmektedirler. Açık piyasa işlemi yoluyla para arzının arttığı dönemlerde, düşen faiz oranları yatırımı cazip hale getirmektedir. Böyle bir durumda ekonomik birimlerin yatırım talepleri artacaktır. Tam tersi şekilde para arzının azaltılarak faizlerin yükselmesi halinde yatırım kârlı görünmeyecek, ekonomik birimlerin yatırım talepleri azalacaktır. Bu durum, para talebi-faiz oranı etkileşiminin, negatif yönlü olduğunu ortaya koymaktadır. (Cambazoğlu, 2010: 10-11; Katı, 2014: 23). Keynesyen parasal aktarım mekanizmasının işleyişi Şekil 2'de gösterilmektedir.

**Şekil 2:** Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Cambazoğlu, 2010: 13.

Panel X'in para piyasasını, Panel Y'nin yatırımları ve Panel Z'nin ise toplam çıktı miktarını gösterdiği Şekil 2'de ekonomi başlangıçta A noktasında ( $i_0, M_0$ ) dengededir. Merkez Bankası tarafından uygulanan genişletici bir para politikası sonucunda ekonomik birimlerin ellerinde, tutmak istediklerinden daha fazla para bulunmakta ve ellerinde daha az miktarda para tutmak isteyen ekonomik birimler, bu fazla parayı Keynesyen yaklaşımın belirlediği tek plasman olanağı olan tahvil alımında kullanmaktadır. Artan tahvil fiyatları sonucunda faiz oranları, Panel X'te görüleceği gibi  $i_0$ 'dan  $i_1$ 'e düşmektedir. Faiz oranlarındaki azalış, azalan sermaye maliyetiyle birlikte yatırımları daha cazip kılmakta ve yatırımlar, Panel Y'de görüldüğü üzere daha düşük bir düzeyi ifade eden  $i_1$  faiz oranında,  $I_0$ 'dan  $I_1$  düzeyine artmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış ise Panel Z'de görüldüğü üzere toplam talep (AD) eğrisini,  $AD_1$  konumuna kaydırmakta ve ekonomi daha yüksek bir toplam çıktı düzeyi olan  $Q_1$  seviyesini temsil eden B noktasında dengeye gelmektedir. Panel X'te para arzından, faiz oranlarına doğru gerçekleşen etki likidite tercihi; bu

etkinin Panel Y’de yatırımlar üzerinde yarattığı değişim ise sermaye maliyeti etkisi olarak adlandırılmaktadır.

Şekil 2’de C noktası faizlerin düşebileceği minimum düzeyi göstermektedir. Bu noktada oldukça düşük olan faiz oranları, ekonomik birimler üzerinde faizlerin tekrar artmasıyla tahvil fiyatlarının azalacağı yönünde bir beklenti yaratarak, fazla likiditenin elde tutulmasına neden olmakta, bu sebeple uygulanacak herhangi bir para politikası tahvil talebi veya faizler üzerinde değişim yaratmamaktadır. Bu durum “likidite tuzağı” olarak adlandırılmakta ve bu noktada etkinliğini kaybeden para politikası yerine maliye politikasının kullanılması gerekmektedir.

Keynesyen yaklaşıma üç eleştiri yapılmaktadır. Bunlardan birincisi, ekonomideki plasman olanaklarının para ve tahvil olmak üzere yalnızca iki araçla sınırlandırılması; ikincisi, finansal araçlara sadece kısa vadeli tasarrufları uzun vadeli yatırım sermayesine dönüştürme işlevinin yüklenmesi; üçüncüsü ise, yaklaşımda bahsedilen tek faiz oranının vadesinin belirsiz olmasıdır (Yalçın, 2018:11-12; Göktaş, 2010: 12; Cambazoğlu, 2010: 11-12).

### **1.2.3. Monetarist Yaklaşıma Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi**

Monetarist yaklaşımda aktarım mekanizmasının çıkış noktası, Friedman’ın Klasik Miktar Teorisini yeniden yorumlamasıdır. Monetarist yaklaşım bireylerin ellerinde tutmak istedikleri paranın varlığını kabul ederken, para talebi fonksiyonuna paranın ikamesi olan tahvil, hisse senedi ve mallar gibi diğer aktifleri de dahil etmektedir. Ayrıca para talebinin belirleyeni olarak büyük önem atfedilen faiz oranları konusunda Keynesyen görüşün aksine, Monetarist yaklaşım faiz oranlarındaki değişimin para talebi üzerinde çok düşük bir etkisi olacağını ileri sürmektedir (Kaçar, 2019: 10). Friedman ekonomideki kilit faktörün dolaşımdaki para olduğunu savunmakta ve öncelikle nominal-reel para miktarı ayırımına gitmektedir. Çalışmalarındaki bulgulardan hareketle, nominal para miktarının merkez bankaları, reel para miktarının ise ekonomik birimler tarafından belirlendiği gerekçesiyle nominal parayı (M), fiyat düzeyiyle (P) deflate ederek ayırtmaktadır. Bunun yanında Friedman, paranın dolanım hızının (V) istikrarlı olduğunu varsaymaktadır.

Friedman tarafından yapılan katkılar neticesinde Klasik Miktar Teorisi, “Modern Miktar Teorisi” adını almıştır.

Bu yeni teori, temelde para arzının toplam çıktı üzerindeki etkilerini incelemektedir. Monetaristler para miktarındaki değişimin çıktı düzeyini etkileme kanallarının sürekli değişim içinde ve birbirinden farklı olduğu gerekçesiyle, indirgenmiş form kanıtları kullanmakta ve bu süreci aşağıda şematize edilmiş haliyle “kara kutu” olarak nitelendirmektedirler.



Modern Miktar Teorisine göre merkez bankası tarafından uygulanan daraltıcı bir para politikası, ellerinde tutmak istediklerinden daha düşük bir miktarda paraya sahip olan ekonomik birimlerin, harcamalarını azaltmalarına neden olacaktır. Böyle bir durumda azalan toplam talep, fiyatları ve dolayısıyla üretimi azaltacaktır. Para piyasasındaki denge ise üretimdeki azalışın reel para talebini azaltması, fiyatlardaki azalışın ise nominal para miktarının reel değerini artırması ile yeniden kurulmaktadır.

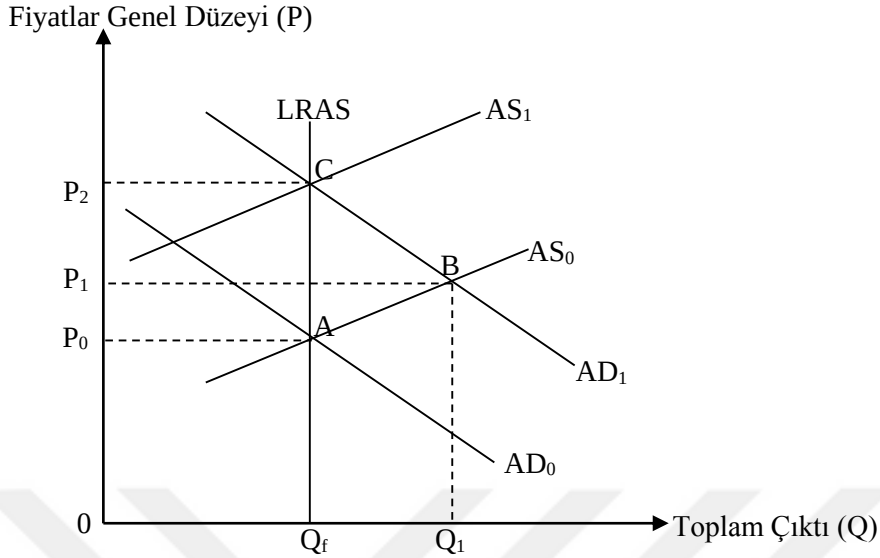
Monetarist yaklaşım, parasal aktarım mekanizmasının açıklanmasında Modern Miktar Teorisine ek olarak Meltzer ve Brunner’in de katkıları ile geliştirilen Nispi Fiyatlar Teorisini de kullanmaktadır. Nispi Fiyatlar Teorisine göre ekonomik birimler parayı; tahvil, hisse senedi, reel aktifler ve dayanıklı tüketim mallarıyla ikame edebilmektedirler. Yani paranın hem finansal hem de reel aktiflerle ikame ilişkisi bulunmaktadır. Bu ikame ilişkisi ise portföydeki varlıkların ayrı ayrı sağladıkları marjinal getiriler üzerinden kurulmakta ve bu sayede optimal portföy dengesi sağlanmaktadır. Oluşturulan bu portföyde yer alan varlıklardan herhangi birinin getirisinde meydana gelen değişme, portföyün yeniden düzenlenmesine sebep olmaktadır. Nitekim merkez bankası tarafından uygulanacak olan para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisi de bu yeniden düzenleme ile ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle para arzındaki değişiklikler, portföydeki finansal aktiflerin ağırlıklarını değiştirmek suretiyle öncelikle finansal piyasaları, daha sonra reel piyasaları etkilemektedir (Kaçar, 2019: 11-12; Cengiz, 2008: 119-121).

Merkez bankasının açık piyasa işlemleri (APİ) yoluyla para arzını artırdığı durumda, ellerinde tutmak istediklerinden fazla para olan ekonomik birimler, bozulan portföy dengelerini yeniden düzenlemek adına öncelikle az riskli yatırım araçları olan

tahvillere yönelecektir. Tahvillere artan bu talep, tahvil fiyatlarını artırırken, getirilerini düşürecek ve ekonomik birimler portföylerini yeniden dengelemek adına sırasıyla yüksek riziko ve getiriye sahip hisse senetlerine ve finansal olmayan aktiflere yönelerek, ellerindeki fazla parayı bu aktiflerle ikame edeceklerdir. Talebinin artmasına bağlı olarak getirileri düşen finansal aktifler karşısında, finansal olmayan aktiflerin daha cazip hale gelmesiyle likidite etkisi ortaya çıkacaktır (Friedman, 1969: 229-231). Reel aktiflere yönelen talep, fiyatları artırmakta ve üretimi daha kârlı kılarak yatırımları teşvik etmektedir. Düşük faiz oranlarının yatırıma dolaylı etkisi (finansal etki) ve eldeki istenilenin üzerinde fazla paranın, nispi fiyatlar ve diğer harcamalar üzerinden tüketim harcamalarını uyarması, nominal geliri artırmaktadır (gelir etkisi). Firmalar artan talebin karşılanması adına parasal değişim öncesi nominal ücretten, daha fazla işçi istihdam edecek ve bu durum işçilerin nominal ücretlerin yükseldiğini fark ederek, emek arzlarını geri çekmelerine kadar devam edecektir. Bu noktadan sonra istihdam, doğal işsizlik oranına geri dönmektedir. Dolayısıyla kısa dönemde, para arzındaki hareketlere bağlı olarak istihdam, faiz oranı ve üretim gibi reel değişkenler üzerindeki etki, uzun dönemde denge değerine dönmekte ve değişen yalnızca, nominal değişken olan fiyatlar genel düzeyi olmaktadır (Yay, 2001: 202-204).

Yukarıda anlatılan Monetarist parasal aktarım mekanizmasının işleyişi, Şekil 3’de görülmektedir.

**Şekil 3:** Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Cambazoğlu, 2010: 16.

Başlangıçta  $Q_f$ ,  $P_0$  düzeyinde A noktasında dengede olan ekonomi, para arzı artışına bağlı olarak yukarıda anlatılan mekanizmayla B noktasının temsil ettiği  $P_1$ ,  $Q_1$  düzeyine gelmektedir. Reel değişkenler üzerinde oluşan kısa dönemli ve geçici etkilerin giderilmesiyle ekonomi, uzun dönemde yalnızca fiyatların arttığı  $Q_f$ ,  $P_2$  bileşimini gösteren C noktasında dengeye gelmektedir.

Monetarist aktarım mekanizmasında para arzı dışsal kabul edilmekte ve sadece para otoritesinin tasarrufuna bırakılmaktadır. Para arzındaki değişimler doğrudan nominal harcamaları etkilemekte ve kısa dönemde, ekonominin tam istihdam düzeyinin altında bulunduğu durumda reel geliri etkilemektedir. Uzun dönemde ise para arzı yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde bir etki meydana getirmektedir (Seyrek ve diğerleri, 2004: 203).

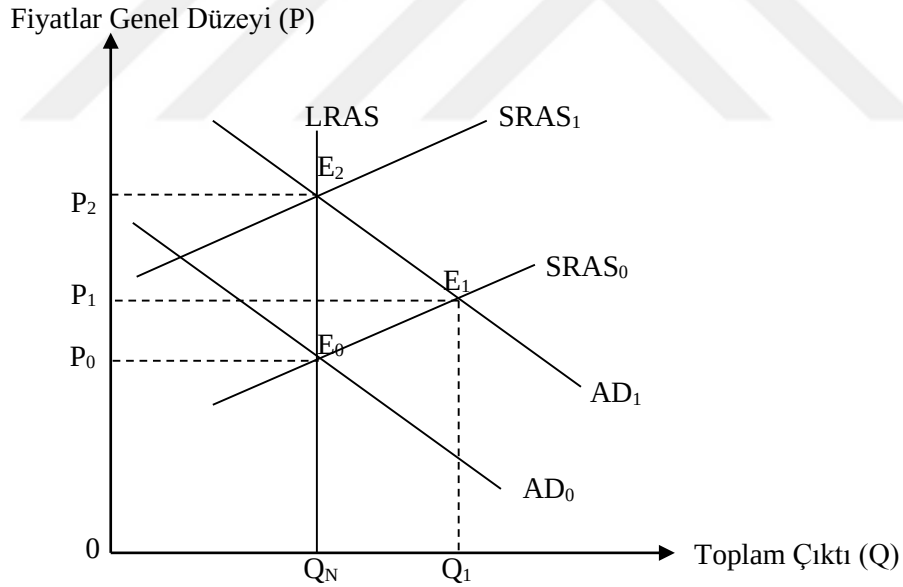
#### **1.2.4. Yeni Klasik Yaklaşım Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi**

Rasyonel Beklentiler Hipotezinin temelleri üzerine inşa edilmiş olan Yeni Klasik yaklaşım, 1970'lerdeki krizler karşısında yeterlilik gösteremeyen Keynesyen yaklaşıma tepki niteliğinde ortaya çıkmıştır. Yaklaşımın temelinde üç varsayım yer

almaktadır. İlki, üreticilerin piyasadaki tüm mallara kıyasla, kendi ürünleri hakkında daha yüksek düzeyde bilgiye sahip olmalarıdır. İkincisi, piyasaların sürekli temizlendiği yani fiyatların esnek olduğudur. Son varsayım ise, rasyonel beklentiler hipotezidir.

Rasyonel Beklentiler Hipotezi, 1960 yılında John Muth tarafından ortaya atılmış ve 1980'li yıllarda bireylerin yanılgılarını temel alan Keynesci ve Monetarist modellerin başarısızlığına karşın, iktisadi çevreler tarafından benimsenmeye başlanmıştır. Bu hipotez, ekonomik birimlerin gelecek beklentilerini oluştururken eldeki tüm mevcut bilgiyi (cari dönem + geçmiş tecrübeler) kullandıkları, üreticilerin ekonomideki tüm mallar hakkında tam bilgiye sahip oldukları, bireylerin rasyonel davranışlar sergileyerek sistematik hata yapmadıkları ve bu sebeplerle alım-satım işlemlerinin denge fiyatından gerçekleştiği bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır.

**Şekil 4:** Yeni Klasik Yaklaşımında Fiyat ve Çıktı Düzeyi



Kaynak: Katı, 2014: 32.

Şekil 4 Rasyonel Beklentiler Hipotezini temel alan Yeni Klasik yaklaşımda, genişletici bir para politikası uygulanması durumunda ekonomideki fiyat ve çıktı düzeyindeki değişimleri göstermektedir. Ekonomi ilk durumda  $E_0$  noktasında dengededir. Merkez bankasının uyguladığı genişletici bir para politikasıyla, toplam talep artarak  $AD_1$  konumuna gelmektedir.  $SRAS_0$  ve  $AD_1$  eğrilerinin kesiştiği  $E_1$

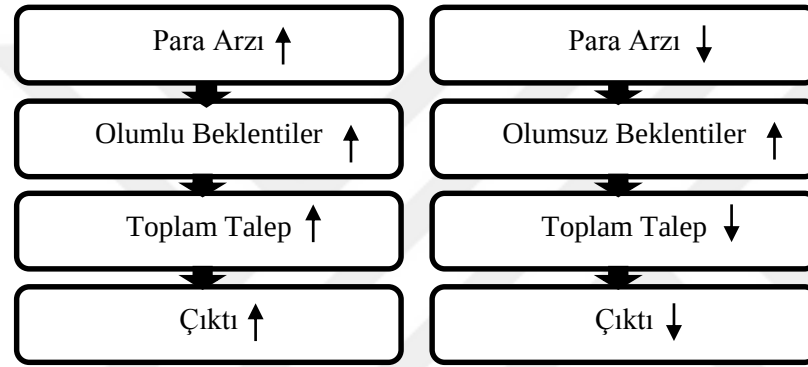
noktasında ekonomi, önceki duruma kıyasla daha yüksek bir çıktı ve fiyat düzeyini göstermektedir. Burada önemli olan faktör, merkez bankasının uyguladığı politikanın açıklanıp açıklanmadığı, diğer bir deyişle, politikanın ekonomik birimlerinin beklentilerine uygun mu yoksa beklentilerinin dışında mı olduğudur. Uygulanan politika ekonomik birimlerin beklentileri yönünderse (para otoritesi önceki dönemlerde geçici bir süre için para arzını artırmış ve ekonomik birimler bu artışın geçici olduğunu biliyorlarsa) ekonomik birimler bir yandan harcamalarını artırarak, fiyatlar genel düzeyini yükseltirken diğer yandan da reel gelirlerinin sabit kalması için ücret taleplerini de artıracaklardır. Bu durumda kısa dönem toplam arz eğrisi  $SRAS_1$  konumuna kayacak ve kısa dönemde denge  $E_2$  noktasında gerçekleşecektir. Dolayısıyla uygulanan politikanın ekonomik birimler tarafından beklendiği durumda, kısa dönemde çıktı düzeyi etkilenmeksizin yalnızca fiyatlar artacaktır. Bunun aksine uygulanan genişletici para politikası ekonomik birimlerin beklentisi dışında veya bekledikleri düzeyin üzerinde gerçekleşiyorsa, ekonomik birimler hem fiyat düzeyini tahmin edemeyecek hem de ücret taleplerini değiştirmeyeceklerdir. Dolayısıyla  $SRAS$  eğrisinde herhangi bir değişim olmazken,  $AD$  eğrisi para arzındaki artışla birlikte  $AD_1$  konumuna kayacaktır. Bu durumda denge  $E_1$  noktasında gerçekleşecektir. Ekonomik birimlerin beklentileri dışında gerçekleşen veya açıklanmayan politikalar, ekonomi üzerinde kısa dönemde toplam çıktı ve fiyat artışıyla sonuçlanmaktadır. Yeni Klasik Yaklaşımda beklentiler önemli bir role sahiptir. Chicago Üniversitesinden Robert Lucas, geleneksel politika değerlendirmelerinde beklentilerin hesaba katılmamasını eleştirmekte ve bu eleştiri literatürde “Lucas Kritiği” olarak bilinmektedir (Katı, 2014: 31-32, 36; Şıklar, 1992: 68-70).

Beklentiler konusunda değinilmesi gereken bir diğer konu da zaman tutarsızlığıdır. Zaman tutarsızlığı para otoritesinin ilan etmiş olduğu politika ile uyguladığı politika arasında veya uyguladığı politika ile ekonomik birimlerin beklentilerinden sonra sürdürdüğü politika arasındaki tutarsızlık olarak tanımlanmaktadır. Zaman tutarsızlığı kavramını geliştiren Kyland-Prescott, Barro Gordon ve Calvo, para politikalarının kuralla bağlanması gerektiğini ileri sürmektedirler (Süslü ve Bekmez, 2010: 87-88; Kaytancı, 2008: 13).

Uygulanan politikanın beklentiler doğrultusunda olması durumunda ekonomik birimler, ellerindeki geçmiş ve cari dönem verilerini kullanarak fiyat düzeyini tam

olarak tahmin etmektedirler. Bu durumda ekonomi üzerinde reel etki gerçekleşmemektedir. Uygulanan politikanın etkisiz kaldığı bu durum “Politika Etkinsizliği” olarak adlandırılmaktadır. Ancak ekonomik birimler için belirsizlik oluşturacak ve tahmin hataları yapmalarına sebep olacak hiperenflasyon düzeyinde bir enflasyon olması durumunda, politikaların etkisinden söz edilebilmektedir. Politika etkinsizliği görüşü paranın yansız olduğunu ifade etmektedir. Bu ifade Klasik dikotominin yeniden canlanmasını sağlamıştır (Göktaş, 2010: 18).

**Şekil 5: Yeni Klasik Parasal Aktarım Mekanizması**



Kaynak: Katı, 2014: 33.

Şekil 5’te, Yeni Klasik yaklaşımda paranın reel ekonomiye aktarım mekanizması görülmektedir. Merkez bankasının işsizlik oranlarının yüksek olduğu bir ortamda genişletici bir para politikası uygulaması, bu politikanın ekonomik birimler tarafından beklenmemesi durumunda toplam talep ve çıktı düzeyini artırmaktadır. Ekonomik birimlerin merkez bankası tarafından daha önce de işsizlik oranlarının yüksek olduğu gerekçesiyle para arzı artışına gidildiğini bildikleri durumda sonuç farklılaşmaktadır. Böyle bir durumda rasyonel beklentilerle toplam talep yükselmektedir. Toplam harcamalardaki artış ise fiyatları, ücretleri ve faizleri yükseltmektedir. Bu kalemlerdeki artış merkez bankası tarafından hedeflenen yatırım harcamalarının gerçekleşmemesine, dolayısıyla çıktı üzerinde bir değişime neden olmamaktadır (Katı, 2014: 33-34).

Klasik dikotominin yeniden canlanması Reel Konjonktür Teorisinin geliştirilmesine neden olmuştur. Reel konjonktür teorisine göre iktisadi dalgalanmaların nedeni arz şoklarıdır. Bu teoriye göre para, fiyatların esnek olması ve

işletmelerin talep ve maliyet değişimlerine karşı fiyat yapılarını hızla düzenleyebilmeleri sebebiyle, hem uzun hem de kısa dönemde yansızdır. Yani Reel Konjonktür Teorisi, Klasik dikotomi varsayımını izlemektedir. Reel Konjonktür Teorisi savunucularına göre ise para arzı, çıktının nedeni değil sonucudur. şekil 5'te para arzındaki artış çıktı miktarındaki artışın sebebi olarak görünse de Reel Konjonktür Teorisine göre, ekonomik birimler ve firmaların ekonomide parasal bir şokla genişleme yaşanacağı beklentisi, bu birimlerin geleceğe dair para taleplerini artırır. Faaliyet hacmi ve para talebinin genişlemesi sonucu para otoritesi, geçici olmak koşuluyla para arzını artırır. şekil 5'te görülen parasal aktarım mekanizması, Reel Konjonktür Teorisi dikkate alındığı durumda beklentilerle başlamakta ve para arzı artışıyla (azalışıyla) sonuçlanmaktadır (Göktaş, 2010: 18-19).

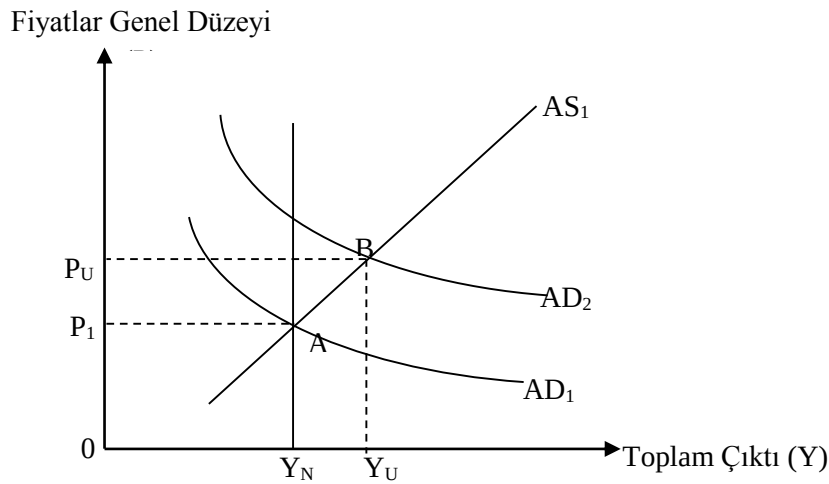
#### **1.2.5. Yeni Keynesyen Yaklaşıma Göre Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi**

Yeni Klasik yaklaşımın temel aldığı rasyonel beklentiler hipotezinin başarisının yalnızca teorik alanla sınırlı kalması, farklı teorik arayışların doğmasına sebep olmuştur. Yeni Keynesyen yaklaşım ise bu noktada hem rasyonel beklentiler hipotezinin geliştirilmesi hem de toplam arzı ihmal etmesi ve mikro iktisadi temellerden uzak olması yönünden eleştiri alan Keynesyen yaklaşımın eksikliklerinin giderilmesi amacıyla ortaya çıkmıştır. Bu çerçevede rasyonel beklentiler hipotezini, Keynesyen yaklaşımın ücret ve fiyat katılıkları ile sentezleyerek yeni bir model ortaya koymuşlardır (Yıldırım ve diğerleri, 2010: 1270).

Yeni Keynesyen yaklaşım, piyasaların sürekli temizlendiği ve paranın yansız olduğunu kabul eden Yeni Klasiklerin aksine, ücret-fiyat katılığını sebep göstererek, piyasaların dengelenmediğini ve paranın kısa dönemde yanlı olduğunu savunmaktadır. Yeni Keynesyen yaklaşımda para politikaları toplam talep yoluyla, toplam arzın artmasına ve çıktı düzeyinin etkilenmesine olanak vermektedir. Yeni Klasiklerden farklı olarak beklenmeyen politikaların yanı sıra, beklenen politikaların da toplam çıktı üzerinde etkili olacağını ileri sürmektedirler (Bocutoğlu, 2012: 329-332; Orhan ve Erdoğan, 2007: 212-221).

Yeni Keynesyen yaklaşım para politikası değişikliğinin her iki durumda da toplam çıktı üzerinde etkili olacağını, ücret ve fiyat katılıkları argümanı ile savunmakta ve ücret ve fiyatların tam esnek olmasını engelleyen faktörler üzerinde durmaktadır. Örneğin uzun vadeli iş sözleşmeleri bu faktörlerden biridir. Bu tarz sözleşmeler, gelecek dönemde enflasyon oranı ya da fiyat düzeyinin artacağına ilişkin beklentiler karşısında, sözleşme dönemi boyunca ücretlerin sabit kalmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumda ücretlerdeki değişim yalnızca, sözleşmelerin, geçerli olduğu süre içerisinde her iki tarafında da uzlaşısı neticesinde revize edilmesiyle sağlanacaktır. Ancak bu uzlaşının anlık bir şekilde gerçekleşmemesi, ücretlerin enflasyondaki değişime anında uyum sağlamamasını da açığa çıkarmaktadır. Bir diğer faktör ise işveren kesimin, ücretlerde sıklıkla değişim yapma konusundaki isteksizliğidir. Örneğin işsizlik oranında yaşanan bir artışa rağmen işverenler, işçilerin performansında bir düşüşü göze alamayabilir ve ücretlerde bir düşüş yaratmak istemeyebilirler. Yine bir başka faktör de menü maliyetleri olarak gösterilebilir. Nitekim söz konusu maliyetler, firmaların sıklıkla fiyat değişimine gitmelerini engellemektedir (Mishkin, 2004: 665-666).

**Şekil 6:** Yeni Keynesyen Yaklaşımında Beklenmeyen Genişletici Para Politikasının Etkileri

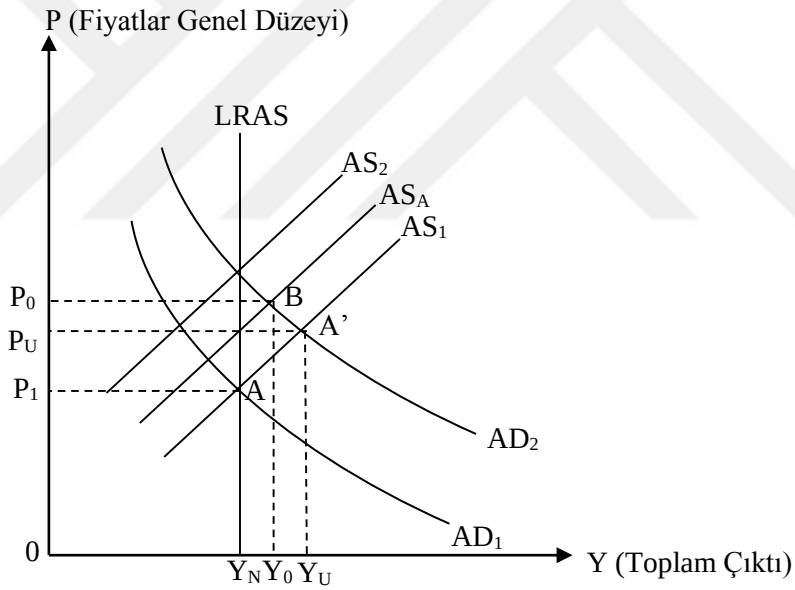


Kaynak: Katı, 2014: 38.

Şekil 6, Yeni Keynesyen parasal aktarım mekanizmasında ekonomik birimler tarafından beklenmeyen genişletici para politikasının etkilerini göstermektedir.

Ekonomi başlangıçta  $AD_1$  toplam talep eğrisi ile  $AS_1$  toplam arz eğrisinin kesiştiği,  $Y_N$  ve  $P_1$  çıktı-fiyat bileşiminde, A noktasında dengededir. Merkez bankasının sürpriz bir şekilde uyguladığı gevşek para politikası sonucu toplam talep artarak sağa kaymaktadır ( $AD_2$ ). Ekonomide beklenmeyen genişletici bir politika karşısında fiyatlar hemen artış eğilimi göstermemekte ve kısa dönemde toplam arz eğrisi sabit kalmaktadır. Bu sebeple denge, önceki duruma eş bir toplam arz düzeyinde ve daha yüksek bir toplam talep düzeyinde kurulmaktadır. Yeni denge noktası,  $P_U$  ve  $Y_U$  fiyat-çıktı bileşimini gösteren B noktasında oluşmaktadır. Şekilden de görüldüğü üzere Yeni Keynesyen yaklaşımda beklenmeyen genişletici para politikası, fiyatlar genel düzeyi ile birlikte toplam çıktı düzeyini de değiştirmektedir.

**Şekil 7:** Yeni Keynesyen Yaklaşımda Beklenen Genişletici Para Politikasının Etkileri



Kaynak: Katı, 2014: 39.

Şekil 7, Yeni Keynesyen parasal aktarım mekanizmasında, ekonomik birimler tarafından beklenen genişletici para politikasının etkilerini göstermektedir. Ekonomi başlangıçta  $AS_1$  toplam arz eğrisi ve  $AD_1$  toplam talep eğrisinin kesiştiği,  $Y_N$  ve  $P_1$  çıktı-fiyat bileşiminde, A noktasında dengededir. Merkez bankasının uyguladığı gevşek para politikası neticesinde AD eğrisi  $AD_2$  konumuna kaymaktadır. Böyle bir durumda ekonomik birimler için beklenen fiyat seviyesi yükseleceğinden, ücretler

üzerinde artış yönünde bir baskı oluşmakta ve AS eğrisi sola kaymaktadır. Ancak ücretlerdeki artış, ücret ve fiyat katılıkları varsayımıyla sınırlamakta ve dolayısıyla arz eğrisindeki kayma da sınırlı bir düzeyde gerçekleşmektedir. Nitekim AS eğrisi kısa dönemde  $AS_2$  konumuna değil,  $AS_A$  konumuna kaymaktadır. Böyle bir durumda ekonomi, başlangıç seviyesinin üzerinde,  $Y_0$  ve  $P_0$  çıktı-fiyat bileşimini ifade eden B noktasında dengeye gelmektedir. A' noktası ise beklenmeyen bir genişletici para politikası uygulamasıyla ulaşılabilecek denge noktasını temsil etmektedir. Şekilden de görüldüğü gibi B noktası, beklenmeyen bir para politikası uygulaması ile ulaşılabilecek çıktı düzeyinin altında ancak söz konusu politika ile ulaşılabilecek fiyat düzeyinin üzerinde bir dengeyi ifade etmektedir. Bu yeni denge noktasından hareketle Yeni Keynesyen yaklaşımda, para otoritesi tarafından uygulanan, beklenen bir genişletici para politikasının toplam çıktıyı yok kabul edilebilecek kadar küçük bir düzeyde artırdığı ve bu bağlamda nihai olarak fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olduğu söylenebilmektedir (Katı, 2014: 38-39). Ayrıca Yeni Keynesyen yaklaşım, işçilerin ücret sözleşmelerinde daha yüksek ücret talep edecekleri gerekçesiyle AS eğrisinin uzun dönemde  $AS_2$  konumuna kayacağını da ifade etmektedir (Erarslan, 2003: 41).

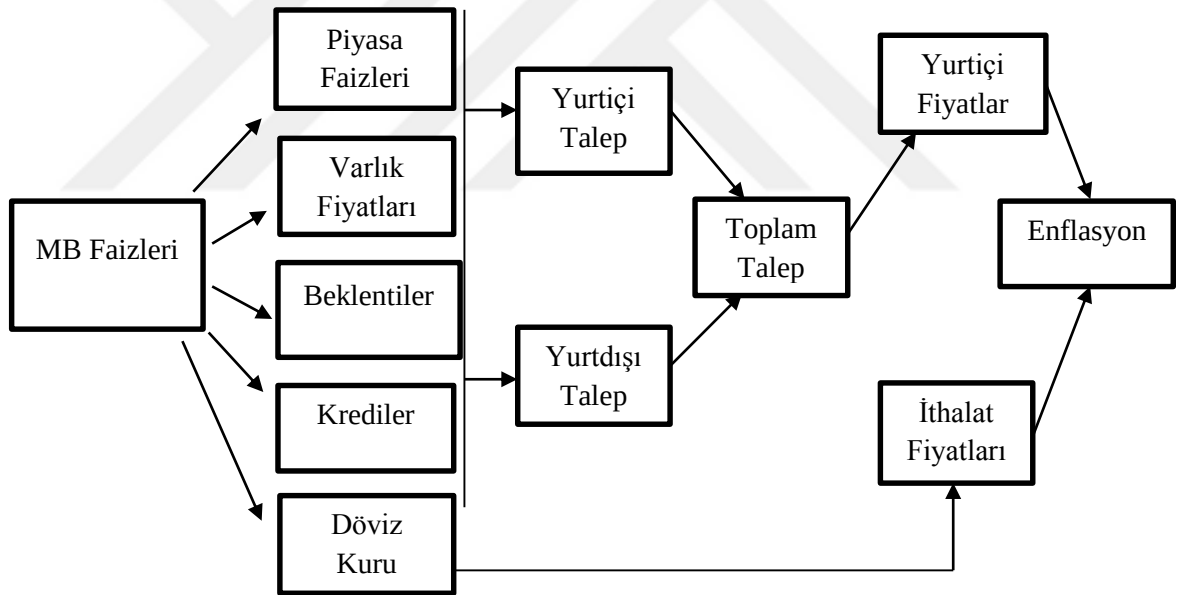
Yeni Keynesyen yaklaşımın ele aldığı parasal aktarım mekanizmasında, para arzındaki değişimler, toplam talebi faiz oranlarındaki değişim yoluyla etkilemektedir. Fiyatların yapışkan olduğu varsayımı altında nominal para arzındaki bir artış kısa dönemde reel para arzını artırır. Reel para arzındaki artışın yarattığı portföy dengesizliği, faiz oranlarının düşmesine sebep olmaktadır. Düşük faiz oranında, ellerinde tutmak istediklerinden daha fazla para olan ekonomik birimler, diğer varlıklara yönelerek, bunların fiyat ve getirileri üzerinde farklılığa yol açmaktadırlar. Faiz oranının bu farklılaşmadan etkilenecek belirlenmesi süreci, “faizin likidite tercihi teorisi” ya da “portföy miktarı teorisi” olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca bu reel faiz oranı değişimleri, toplam talebin unsurları olan yatırım, tüketim ve net ihracat üzerinde de etkiler meydana getirmektedir. Şöyle ki faiz oranlarında meydana gelen ve borçlanma olanaklarını artıran bir değişim, yatırım harcamalarını artırmaktadır. Dolayısıyla toplam talep artmaktadır. Para arzındaki değişimlerin faiz oranları üzerinden toplam talebin unsurları ve dolayısıyla toplam talebi etkilemesi süreci ise

Yeni Keynesyen yaklaşımın incelediği parasal aktarım mekanizması olarak ifade edilmektedir (Artar, 2010: 43).

### 1.3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI

Parasal aktarım mekanizması kanalları birbirleriyle etkileşim içinde olduğundan kesin sınırlarla ayrıştırılamamaktadır. Mishkin (1995) analizinde, geleneksel faiz oranı kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalı olarak 3 ana başlıkta inceleme yapmıştır. Bu çalışmada ise söz konusu kanallar; faiz oranı, varlık fiyatları, döviz kuru, kredi ve beklentiler kanalı olmak üzere 5 kategori çerçevesinde açıklanmaktadır. Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi genel haliyle Şekil 8’de görülmektedir.

Şekil 8: Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi



Kaynak: TCMB, 2013a: 3

Parasal aktarım mekanizması daha önce de açıklandığı üzere, merkez bankalarının politika faizine ilişkin kararlarının farklı kanallar üzerinden toplam talep, ithalat fiyatları, istihdam, tüketim ve üretim gibi ekonomideki reel değişkenler üzerinde değişimler yaratarak enflasyonu nasıl ve ne derecede etkilediğini gösteren mekanizmadır. Merkez bankası faizi olarak da bilinen politika faizi, merkez

bankalarının ekonomik değişkenleri etkilemek için kullandığı temel politika aracıdır. Bu çerçevede merkez bankasının politika faizine ilişkin kararı; piyasa faizleri, varlık fiyatları, beklentiler ve kredi kanalı aracılığıyla yurtiçi ve yurtdışı talep üzerinde değişiklikler yaratarak toplam talebi etkilemektedir. Toplam talepte meydana gelen değişim ise yurtiçi fiyatlar yoluyla enflasyon oranını etkilemektedir. Merkez bankasının politika faizine ilişkin kararı; enflasyon oranını bu dört kanal aracılığıyla toplam talep üzerinden etkilerken, bir diğer kanal olan döviz kuru kanalı aracılığıyla da ithalat fiyatları üzerinden etkileyebilmektedir.

### 1.3.1. Faiz Oranı Kanalı

Keynesyen IS-LM modeli ile ifade edilen geleneksel faiz oranı kanalında, para ve tahvil olmak üzere yalnızca iki varlık ele alınmaktadır. Keynesyen yaklaşımda para arzı artışları, tahvil talebini ve dolayısıyla tahvil fiyatlarını artırmaktadır. Tahvil fiyatlarındaki bu artışlar ise faiz oranlarında düşüş yönünde bir harekete yol açmaktadır. Faiz oranlarındaki bu düşüş azalan sermaye maliyeti yoluyla yatırımları cazip kılmakta, nihayetinde toplam talep ve üretim miktarını artırmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 13). Dolayısıyla faiz oranı kanalı, para arzındaki değişimin faiz oranları aracılığıyla reel ekonomiyi etkileme sürecini tanımlamaktadır. Bu süreç aşağıdaki gibi şematize edilebilir:

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

Hubbard (1994) tarafından tanımladığı şekilde faiz oranı kanalının işleyişinde dört temel varsayım bulunmaktadır:

- 1) Merkez bankaları, tam ikamesi bulunmayan dışsal para arzını (M) kontrol etmektedir.
- 2) Merkez bankaları kısa vadeli nominal faiz oranlarını ve fiyatların yapışkan olması aracılığıyla kısa vadeli reel faiz oranlarını ( $i_r$ ) etkileyebilmektedir.
- 3) Kısa vadeli reel faizler üzerinde meydana gelen değişiklikler, ekonomideki birimlerin yatırım ve tüketim kararlarında önemli bir rolü bulunan uzun vadeli reel faizleri etkilemektedir.

4) Para politikası değişimlerine bağlı olarak faize duyarlı harcama kalemlerindeki değişmeler, üretimdeki değişmelerle uyumlu olmalıdır (Hubbard, 1994: 4).

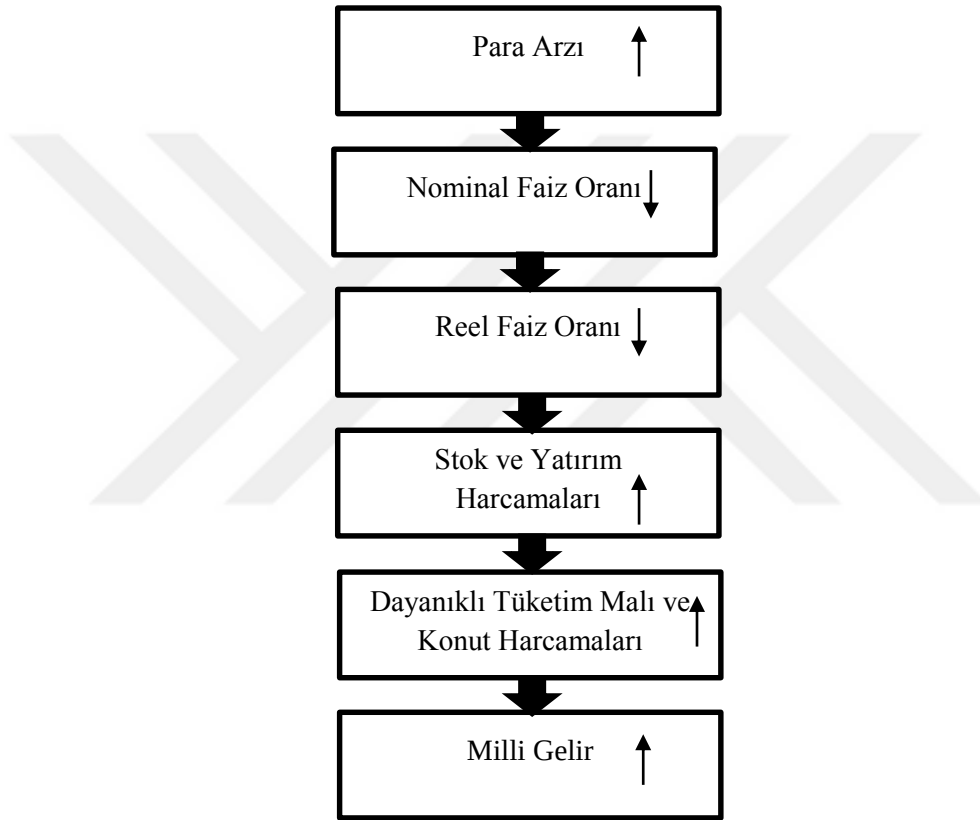
Para arzı ekonomik faaliyetlerin bir sonucu değil, sistem dışında para otoritesince belirlenen, yine aynı otorite tarafından kontrolü sağlanan ve tam ikamesi bulunmayan dışsal bir değişkendir. Nitekim ekonomide para arzının tam ikamesi olan bir değişkenin bulunması durumunda, söz konusu değişken uygulanan politikanın aksi yönde hareket edeceğinden dolayı faiz oranları üzerinde gerçekleşmesi beklenen etki azalacaktır (Cecchetti, 1995: 85; Kasapoğlu, 2007: 13).

Keynes'in faize duyarlı harcama kalemlerinden sabit sermaye yatırımlarını baz almasına ek olarak, daha sonraki dönemlerde yapılan çalışmalar stok yatırımları, dayanıklı tüketim malları ve konut harcamalarının da faizdeki değişmelerden etkilendiğini olduğunu ortaya koymaktadır. Faiz oranı kanalının temelinde, para talebinin nominal faiz oranının bir fonksiyonu olduğu yatmaktadır. Buna karşın yatırım harcamaları, dayanıklı tüketim malları ve konut harcamalarında temel alınan faiz oranı, reel faiz oranıdır (Akkılıç, 2007: 6-8). Yine aynı şekilde harcamaları etkileyen esas faktör kısa dönem faiz oranı değil, söz konusu faiz oranının gelecekte gerçekleşmesi öngörülen değerlerinin ortalaması olarak ifade edilen uzun dönemli reel faiz oranıdır. Birçok merkez bankası gecelik faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmakta, böylece gecelik faiz oranları piyasa tarafından bir ölçüt olarak alınmaktadır. Diğer kısa dönem faiz oranları da gecelik faiz oranı üzerindeki değişikliklere tepki vermekte, faiz oranlarının genel vade yapısı ve nihayetinde uzun dönem faiz oranları etkilenmektedir. Esasen uzun dönemli reel faizlerin tüketim ve yatırım harcamalarına ilişkin kararları etkilemesine dayanan faiz oranı kanalı, temelde kısa vadeli nominal faiz oranlarının kısa vadeli reel faiz oranlarına yön vermesi ile işlev kazanmaktadır. Nominal faiz oranlarındaki bir değişimin, reel faiz oranlarında da bir değişime yol açması ise fiyatların yapışkan, diğer bir deyişle fiyat ayarlamalarının yavaş gerçekleşmesi ile mümkün olmaktadır. Dolayısıyla faiz oranı kanalı, kısa dönemdeki fiyat katılıkları ile işlev kazanmaktadır (Mishkin, 1996: 2-3; Diaz, 1988: 164).

Faiz oranı kanalı, hanehalkının nakit akışı ve tüketim tercihleri ile üreticilerin yatırım kararlarını etkilemektedir. Hubbard (1994)'ün tanımlamış olduğu şartların

sağlanması halinde merkez bankasının gevşek para politikası uygulaması, fiyatların yapışkan olduğu varsayımıyla önce kısa vadeli reel faiz oranlarını ve ardından uzun vadeli reel faiz oranlarını azaltmakta, bu da sermayenin maliyetini azaltarak yatırım harcamalarını artırmaktadır. Artan yatırım harcamaları ise toplam talep ve üretim artışını beraberinde getirmektedir (TCMB, 2013a: 5).

**Şekil 9:** Faiz Oranı Kanalının İşleyişi



Kaynak: Kaya, 2017: 17.

Faiz oranı kanalının işleyişini gösteren Şekil 9’da merkez bankasının genişletici bir para politikası uygulaması sonucu ekonomik birimlerin tahvile olan talepleri artmakta, tahvil fiyatlarındaki artışla birlikte nominal faiz oranları azalmaktadır. Fiyatların yapışkan olduğu varsayımı altında reel faiz oranı da nominal faiz oranlarındaki azalışı takip etmektedir. Reel faiz oranındaki azalışın uyardığı harcama kalemlerindeki artış sonucunda milli gelir artmaktadır.

### **1.3.2. Varlık Fiyatları Kanalı**

Monetarist görüş, yalnızca faiz oranları ile işleyen bir parasal aktarım mekanizmasının varlığını reddederek, bu mekanizmanın faiz oranının yanı sıra diğer nispi fiyatlar yoluyla da işlediğini savunmaktadır. Monetaristlere göre faiz oranları, aktarım sürecindeki birçok nispi fiyattan yalnızca biridir ve geleneksel faiz oranı kanalı, Keynesyen IS-LM modelinde yalnızca faiz oranına odaklanılması sebebiyle Monetaristler tarafından eleştiri toplamıştır.

Para otoritelerinin, ekonomideki para miktarı ve nominal faiz oranlarında yaptıkları değişiklikler, varlık fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Para politikası üzerindeki değişikliklerle tahvil, hisse senedi ve gayrimenkul gibi serveti oluşturan varlıkların nispi fiyatları etkilenmekte, bu nispi fiyatlardaki değişim hanehalkı ile firmaların harcama ve yatırım kararlarını değiştirerek üretim ve toplam harcamalarda değişmeye yol açmaktadır. Franco Modigliani'ye göre parasal aktarım mekanizması içerisinde bu varlık fiyatları, ekonomiye etkileri sebebiyle ayrı bir öneme sahiptir (Mishkin, 1996: 4-5; Mishkin 1995: 5-7).

Monetaristler tarafından yapılan analizlerde, varlık fiyatları kanalı içinde hisse senedi fiyatları öne çıkmaktadır. Varlık fiyatları kanalı, finansal sistemin derinleşmesiyle önem kazanmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının yeterince gelişmemiş olması sebebiyle bu kanalın etkinliğinin sınırlı olduğu düşünülmektedir (Filiz, 2012: 92; Karaca, 2010: 45).

Bu çalışmada varlık fiyatları kanalı 2 kategoride incelenmektedir. Hisse senedi fiyatları kanalı ilk kategoriyi; konut ve arazi fiyatları ise ikinci kategoriyi oluşturmaktadır.

#### **1.3.2.1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı**

Parasal aktarım mekanizmasının hisse senedi fiyatları kanalı, iki alt kanal üzerinden işlemektedir. Bunlardan ilki olan Tobin q teorisi, toplam talebi yatırım üzerinden, ikinci alt kanal olan servet etkisi ise tüketim üzerinden etkilemektedir. Her iki etkinin de çıkış noktası, para otoritesinin ekonomideki para arzını değiştirmesi sonucunda hisse senedi fiyatlarındaki değişimdir.

Merkez bankasının para arzını artırması sonucu faiz oranları azalmakta ve bu azalış beraberinde tahvil getirilerini de düşürmekte, dolayısıyla ekonomik birimlerin hisse senedine olan talepleri artmaktadır (TCMB, 2013a: 6). Bu talep artışı sonucunda hisse senedi fiyatları yükselmekte, artan hisse senedi fiyatlarının reel değişkenler üzerindeki etkisi ise servet etkisi ve Tobin q teorisi üzerinden gerçekleşmektedir.

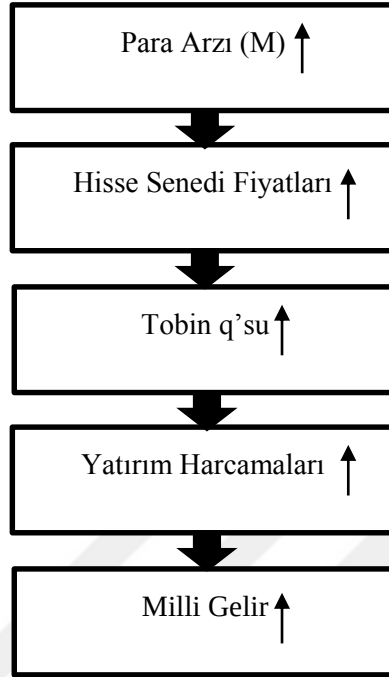
#### **1.3.2.1.1. Tobin q Teorisi**

Q teorisi, yatırımlar ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere James Tobin tarafından geliştirilmiştir. Tobin'in geliştirdiği modele göre q oranı aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır (Kaya, 2017: 26):

$$q = \text{Firmanın Piyasa Değeri} / \text{Sermayenin Yenileme Maliyeti}$$

Tobin q oranı, ilk defa 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Tobin q oranı için referans değeri 1 olarak alınmaktadır. Bu oranın 1'den büyük olması, firmanın kıt kaynakları etkin olarak kullandığının bir göstergesi iken, 1'den düşük olması ise optimal kaynak kullanımının gerçekleşmediğini ifade etmektedir (Canbaş ve diğerleri, 2004: 57-58). Tobin'in teorisine göre q oranının 1'den yüksek olduğu durumda firma, hisse senedi ihracı yoluyla yeni fabrika ve donanım satın alabilmekte ve bu satın alımın maliyeti firmanın piyasa değerinin altında kalmaktadır. Q oranı yüksek olan firma, yüksek fiyattan daha az hisse senedi ihracıyla daha fazla yatırım malı satın almaktadır. Bunun sonucunda ise milli gelir artmaktadır. Öte yandan q oranı 1'den düşük olan, diğer bir deyişle piyasa değeri sermaye yenileme maliyetinin altında kalan firma ise hisse senedi ihracı yoluyla yeni yatırım malları satın almak yerine eski sermayeye yönelerek, başka bir firmayı ucuza satın almakta dolayısıyla yatırım harcamaları azalmaktadır. Sonuç olarak milli gelir artışı q oranının yüksek olduğu duruma kıyasla daha düşük bir seviyede gerçekleşmektedir (Mishkin, 1996: 6). Tobin q teorisinin işleyişi genişletici bir para politikası uygulandığı varsayımıyla Şekil 10'da görülmektedir.

**Şekil 10:** Tobin q Teorisinin İşleyişi



Kaynak: Katı, 2014: 52.

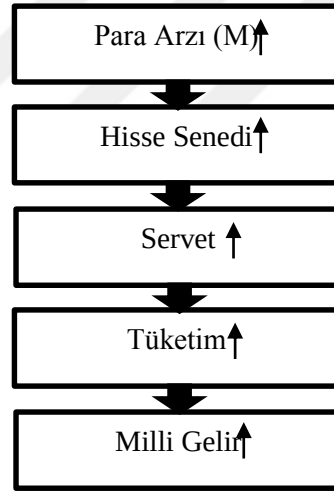
Merkez bankası tarafından faizleri azaltıcı yönde uygulanan politika çerçevesinde hisse senedine yönelik artan talep, dolayısıyla bu varlıkların fiyatlarını da artırmaktadır. Söz konusu varlıkların fiyatlarındaki bu artış, firmaların piyasa değerlerinde yükselişe yol açmak suretiyle  $q$  oranında da bir artışa sebep olmaktadır.  $Q$  oranı yüksek olan firmaların hisse senedi ihracı yoluyla yatırım harcamalarını artırması sonucunda yatırım ve üretim düzeyleri artmaktadır (Yalçın, 2018: 30).

Hisse senedi fiyatları ve yatırım ilişkisi hususunda aynı sonuca ulaşsalar dahi, Monetaristler ve Keynesyenler arasında temelde farklı iki yorum söz konusudur. Monetaristler'e göre merkez bankaları para arzını artırdığında, hanehalkının elinde tutulmak istenenden daha fazla para bulunmakta ve ellerindeki bu fazla parayı hisse senetlerine taleplerini artıracak yönde harcamaktadırlar. Bu da hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır. Keynesyenler'e göre ise ekonomik birimler, genişletici para politikası sonrası getirisi azalan tahvile karşın hisse senedini tercih etmektedirler. Hisse senetlerine artan bu talep ise hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır. Sonuç olarak, her iki görüş de daha yüksek bir  $q$  oranının, daha yüksek bir yatırım harcamasına yol açarak toplam üretimi artıracak hususunda uzlaşmaktadır (Mishkin, 1996: 6-7).

### 1.3.2.1.2. Servet Etkisi

Servet etkisinin temelinde Modigliani'nin geliştirmiş olduğu Yaşam Boyu Gelir Hipotezi yatmaktadır. Yaşam Boyu Gelir Hipotezi, ekonomik birimlerin yaşam boyu kaynaklarının beşeri ve reel sermaye ile finansal servetten oluştuğunu varsaymaktadır. Tüketim harcamaları da bu yaşam boyu kaynaklarca belirlenmektedir. Hipoteze göre hisse senetleri, ekonomik birimlerin finansal servetleri içinde önemli yer tutmaktadır. Hisse senetlerinin değerindeki her artış ekonomik birimlerin yaşam boyu gelirlerini ve dolayısıyla servetlerini artırırken, hisse senetlerinin değerindeki her azalış ise tam tersi yönde etki yaratacaktır. Servetteki bu artış ve azalışlar ise tüketim üzerinde ve tüketim harcamalarına bağlı olarak üretim üzerinde etki meydana getirecektir (Mishkin, 1996: 7).

**şekil 11:** Servet Etkisinin İşleyişi



Kaynak: Katı, 2014: 53.

şekil 11, merkez bankası tarafından genişletici para politikası uygulandığı varsayımı altında servet etkisinin işleyişini göstermektedir. Genişletici bir para politikası sonucu düşen faiz oranlarına bağlı olarak artan hisse senedi fiyatları, hanehalkının finansal servetinde bir artışa yol açmaktadır. Ortaya çıkan bu etki servet etkisi olarak adlandırılmaktadır. Servetlerinde artış meydana gelen hanehalkının tüketim düzeyi artmaktadır. Tüketim harcamalarındaki bu artış ise toplam üretimi artırmaktadır.

### 1.3.2.2. Konut ve Arazi Fiyatları

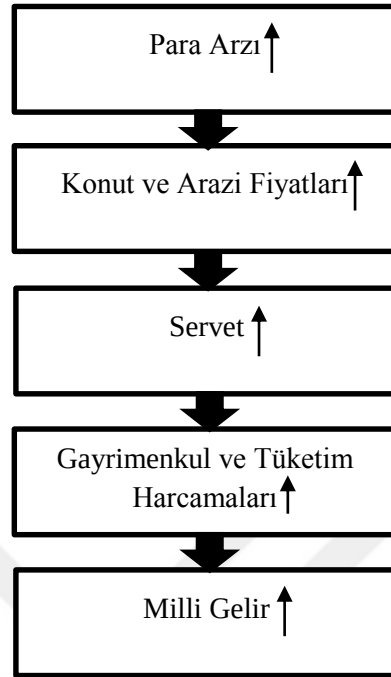
Gayrimenkuller, servetin önemli bir unsuru olarak para politikası değişimlerinden etkilenmekte ve ayrı bir kanal olarak varlık fiyatları içerisinde yer almaktadır. Bu kanalın işleyişi Tobin q teorisine dayanmaktadır. Konut ve arazi fiyatları ile düzenlenen yeni denklem aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Akkılıç, 2007: 17; Tunçay ve Gökçe, 2020: 2620-2621).

$$q = \text{Konutun Piyasa Değeri} / \text{Konutun Yenileme (veya inşa) Maliyeti}$$

Tobin q teorisinin konut yatırımlarına uyarlanması durumunda da q oranı için referans değeri 1 olarak alınmaktadır. Bu oranın 1'den büyük olduğu durumda konut yatırımları artarken, aksi durumda konut yatırımları azalmaktadır. Konut ve araziler servetin önemli bir unsuru olarak ekonomik bireylerin tüketim düzeylerini etkilemektedir. Konut ve arazi fiyatlarındaki değişimin servet ve dolayısıyla tüketim üzerindeki etkisi iki farklı şekilde meydana gelmektedir. Merkez bankası tarafından daraltıcı bir para politikası uygulanarak faizlerin yükseltildiği bir durumu düşünelim. Böyle bir durumda yükselen faizler sebebiyle konut edinmek için gerekli finansmanın maliyeti artmaktadır. Dolayısıyla ekonomik birimlerin konut talebi azalmakta, bu azalış ise konut fiyatlarını düşürmektedir. İlk etki, sahip olduğu varlığın değeri düşen konut sahibinin, servetindeki azalma sebebiyle kendini daha yoksul hissetmesi ve tüketim düzeyini azaltması şeklinde gerçekleşmektedir. İkinci etki ise kredi teminatı olarak gösterilecek konutların değerinin düşmesi sebebiyle kullanılabilecek olan kredilerin azalması şeklinde gerçekleşmekte ve yine tüketimde azalış yaşanmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 21).

Faiz oranlarını düşüren genişletici bir para politikası ise konut fiyatlarını artırırken, konutun yenileme (veya inşa) maliyetini düşürmektedir. Yenileme (inşa) maliyetinden yüksek olan konut fiyatları, konut inşa etmeyi daha kârlı ve cazip hale getirmektedir. Dolayısıyla konut harcamaları ve toplam talep artmaktadır (Mishkin, 2001: 5). Genişletici bir para politikası uygulandığı durumda konut ve arazi fiyatları kanalının işleyişi Şekil 12'de yer almaktadır.

**Şekil 12:** Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı'nın İşleyişi



Kaynak: Kaya, 2017: 31.

Faiz oranlarını azaltıcı yönde uygulanan genişletici bir para politikası, konut sahibi olmak için gerekli olan finansmanın maliyetini azaltacağından konut ve arazi talebini artırmaktadır. Talepteki bu artış, söz konusu gayrimenkullerin fiyatlarına da aynı doğrultuda yansımakta ve konut sahiplerinin servetlerinde bir artışa yol açmaktadır. Ayrıca konut fiyatlarındaki artış, teminatların da değerini artırarak konut sahibinin kredibilitesini yükseltmektedir. Konut sahiplerinin tüketim harcamaları da kredibilite ve servetlerindeki bu artışa paralel olarak yükselmektedir. Faiz oranlarının düşüşüyle azalan yenileme (inşa) maliyetleri de konut harcamalarında artışa yol açmaktadır. Dolayısıyla toplam talep ve milli gelir artmaktadır.

### 1.3.3. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru, açık ekonomilerde ekonomiyi etkileyen önemli bir faktördür ve bir aktarım kanalı olarak, ekonomik küreselleşme ile birlikte para politikalarındaki önemi giderek artmaktadır. Kur değişimleri ekonominin üretim ve hasıla düzeyi üzerinde önemli değişikliklere neden olmakta ve döviz piyasaları, farklı gelişmişlik

düzeyindeki ülkelerin merkez bankalarınca farklı şekillerde müdahalelere uğramaktadır (Yalçın, 2018: 27). Gelişmiş ülke merkez bankalarının döviz piyasalarına daha az müdahalede bulunmasına karşın, Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) 2001 yılında yapmış olduğu bir araştırmaya göre gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları, döviz piyasalarına yoğun bir şekilde müdahalede bulunmaktadır (Ağcaer, 2003: 2).

Döviz kuru kanalı, merkez bankasının para politikası uygulamalarına bağlı olarak döviz kurunda meydana getirdiği değişikliklerin, milli gelir ve enflasyon üzerindeki etkileri şeklinde ifade edilebilmektedir. Bu kanalın önemi, milli gelir içinde dış ticaret sektörünün payı olarak ifade edilen, ekonominin açıklık derecesine bağlı olarak belirlenmektedir. Öyle ki dışa açıklık derecesi arttıkça döviz kuru kanalının ekonomi üzerindeki etkisi artarken, aksi durumda bu etki azalmaktadır. Ayrıca ekonominin büyüklüğü ve açıklık derecesi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalı, küçük ve açık ekonomiler açısından büyük önem arz etmektedir (Büyükakın ve diğerleri, 2009: 176-177).

Mishkin (2001)'e göre sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde döviz kuru kanalı işlememekte ve kanalın gücü, ekonominin dışa açıklık derecesine paralel olarak artmaktadır. Ancak sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde, döviz kuru ile para politikasının etkinliği önemli ölçüde düşmekle birlikte tamamen ortadan kalkmamaktadır. Ücret ve fiyat katılıkları sebebiyle nominal kurlardaki bir artış (veya azalış), kısa dönemde reel kurlarda da bir artışa (veya azalışa) sebep olmaktadır. Uzun dönemde fiyatlar ve nominal kurlar ayarlandıkça, reel kurlar da denge değerine dönme eğilimi göstermektedir. Ekonomide sabit döviz kuru rejimi uygulaması durumunda, para politikasındaki bir değişiklik reel döviz kurunu fiyatlar üzerinden etkilemekte, böylece politikanın net ihracata etkisi düşük bir düzeyde gerçekleşmektedir. Yerli ve yabancı varlıkların tam ikame olmaması durumunda düşük düzeylerde de olsa sürdürülebilen para politikası etkinliği, bu varlıklar arasında tam ikamenin olması durumunda ortadan kalkmaktadır (Gür, 2003: 17; Taylor, 1995: 14; Mishkin, 2001: 7).

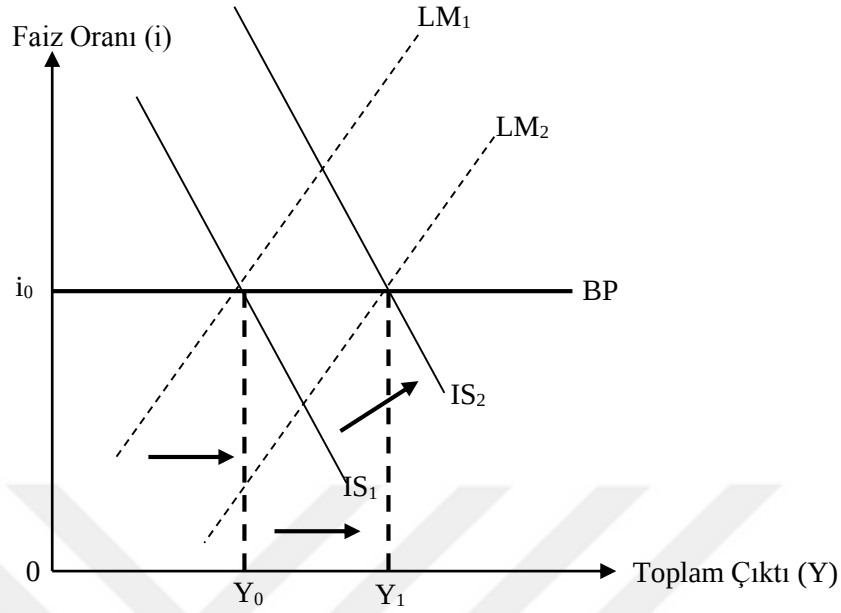
Parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalı, literatürde net ihracat etkisi ve bilanço etkisi olmak üzere iki kısımda incelenmektedir.

### 1.3.3.1.Net İhracat Etkisi

Döviz kuru kanalı teorik olarak, esnek döviz kuru sisteminde geçerli olan Mundell-Fleming modeline dayanmaktadır. Bu kanal, faiz oranı etkilerini de içermekte ve net ihracat üzerindeki etkileri, esnek döviz kurunu benimsemiş olan tam sermaye hareketliliği altındaki açık ekonomilerde daha net bir şekilde görülmektedir (Büyükkaynak ve diğerleri, 2009: 176; Taş, 2006: 37).

Robert Mundell, uluslararası sermaye hareketlerinin kaynağının, kısa dönem faiz oranları ve döviz kurları arasındaki ilişki olduğunu ifade etmektedir. Kısa dönemde nominal faiz oranlarının, nominal döviz kurlarını etkilemesi olarak bilinen faiz oranı paritesine göre, iki ülkedeki yurtiçi faiz oranları arasındaki fark, döviz kurunda gerçekleşmesi beklenen değişme oranına eşit olmaktadır. Bu ilişkinin kurulmadığı durumda sermaye, ülkeler arasındaki getiri oranı eşitlenene dek yüksek getiri oranına sahip olan ülkede kalmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 17). Mundell-Fleming modelinde genişletici para politikasının etkileri Şekil 13'te görülmektedir.

**Şekil 13:** Mundell-Fleming Modelinde Genişletici Para Politikası

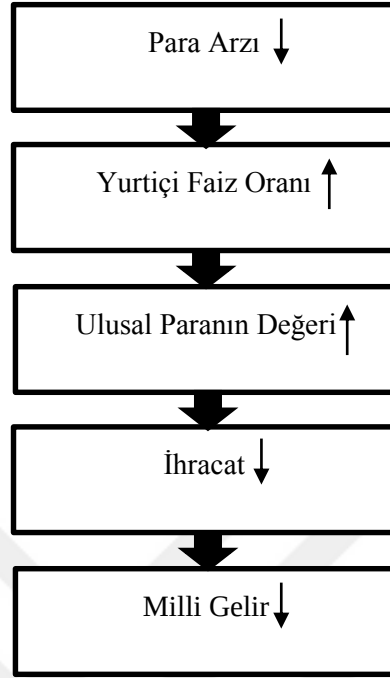


Kaynak: Özmen, 2019: 19.

Genişletici bir para politikası yurtiçi faiz oranlarını düşürürken, LM eğrisini sağa kaydırmaktadır ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ). Bu da ülkeden yabancı sermaye çıkışına işaret etmektedir. Faiz orandaki düşüşle birlikte döviz cinsinden mevduatlar, ulusal para cinsinden mevduatlara kıyasla daha cazip hale gelmektedir. Talebi artan döviz mevduatları dolayısıyla kur yükselmektedir. Kurdaki artış sebebiyle yerli malların fiyatı, yabancı mallar karşısında nispeten azalmakta ve net ihracatta bir artış yaşanmaktadır. Bu da IS eğrisinin sağa kaymasına neden olmaktadır ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ). Tüm bu gelişmelerin sonucunda toplam çıktı düzeyi artmaktadır. Diğer taraftan genişletici para politikasının azalttığı faiz oranları sonucu yükselen döviz kuru, üretim maliyetlerini de etkilemektedir. Artan döviz kuru sebebiyle ithal girdi maliyetleri yükselmekte, bu da maliyet enflasyonuna yol açabilmektedir (Mishkin, 2001: 7; Smets ve Wouters, 1999: 2).

Daraltıcı bir para politikası uygulanması durumunda döviz kuru kanalının işleyişi Şekil 14’te gösterilmiştir.

**Şekil 14:** Daraltıcı Para Politikası Altında Döviz Kuru Kanalı'nın İşleyişi



Kaynak: Katı, 2014: 58.

Merkez bankasının daraltıcı para politikası uyguladığı durumda, artan yurtiçi faiz oranları yerli mevduatları, yabancı mevduatlar karşısında daha cazip hale getirmektedir. Dolayısıyla ulusal paranın değeri artarken, döviz kuru düşmektedir. Döviz kurundaki bu azalmayla yabancı malların değeri, yerli mallara göre azalmaktadır. Bunun sonucunda ithalat artarken ihracat azalmakta, dolayısıyla net ihracat olumsuz etkilenmektedir. Net ihracattaki gerileme ise milli gelir düzeyinde azalışa sebep olmaktadır (Mishkin, 2004: 618).

#### **1.3.3.2. Bilanço Etkisi**

Döviz kuru değişimleri, net ihracata etkisinin dışında borçları ağırlıklı olarak döviz cinsinden olan firmaların bilanço yapısını etkilemek suretiyle de toplam talep üzerinde önemli etkiler meydana getirmektedir. Ulusal paranın değer kaybetmesine sebep olan genişletici bir para politikası, yabancı para cinsinden yüksek borca sahip olan firmaların borç yükünde bir artışa neden olmaktadır. Aktifleri ulusal para cinsinden olan bu firmalar için döviz kurunda yaşanan bir artış, firmaların sahip

oldukları borç yükünü artırırken, aktiflerinin değerlerinde herhangi bir değişime yol açmamaktadır. Firmaların borçlarının, aktiflerine oranla artış yönünde gelişme kaydetmesi ise net değer azalışıyla sonuçlanmaktadır. Bu durum ilki ters seçim ve ikincisi ahlaki tehlike olmak üzere firma için iki risk unsurunu açığa çıkarmaktadır. Dolayısıyla bu firmaların kredibiliteleri düşmekte ve firma yatırımlarında görülen gerileme, toplam çıktıda bir azalışla sonuçlanmaktadır. Öyle ki önemli miktarda yabancı para cinsinden borcu bulunan güçlü bir firma bile bu tür bir şok karşısında iflasa sürüklenebilmekte ve böyle bir durumda en verimli yatırım fırsatları için dahi kredi bulamamaktadır.

Döviz kuru değişimleri, finansal olmayan firmaların yanı sıra finansal kuruluşların bilançoları üzerinde de etkiler meydana getirmektedir. Hanehalkı ve firmaların borçlarını ödeyememeleri sebebiyle bankaların bilançoları da bozulmaktadır. Borçlarını tahsil edemeyen bankanın borç verme kapasitesinin düşmesi ve banka gibi finansal kuruluşların sahip olduğu döviz cinsinden borçların çok kısa vadeli olması sebebiyle likidite sıkışıklığı yaşanmaktadır. Bu durumun devamında ise banka ve diğer finans kuruluşlarının sermaye tabanları zayıflamakta ve borç vermeyi kesmektedirler. Bu da yatırımların, toplam harcamaların ve nihayetinde toplam üretimin azalması anlamına gelmektedir.

Genişletici bir para politikası sonucu ekonominin bilanço etkisi üzerinden daraltıcı etkilere uğraması, yalnızca ciddi seviyelerde yabancı para cinsinden borcu bulunan ekonomiler için geçerlidir. Bu sebeple bilanço etkisi, yerel para cinsinden ağırlıklı borca sahip olan gelişmiş ülkeler açısından nadiren önemli olsa da, yüksek düzeylerde döviz cinsinden borca sahip gelişmekte olan ekonomiler açısından oldukça önemlidir (Mishkin, 2001: 7-9).

#### **1.3.4. Kredi Kanalı**

Neoklasik finans teorisi sermaye piyasalarında tam rekabetin varlığını kabul etmektedir. Teoriye göre sermaye piyasalarında tam bilginin varlığı, piyasaya aktarılabilecek olan fonları, bunları en etkin şekilde kullanacak olan kişilere ulaştırmaktadır. Neoklasik finans teorisinde tam bilgi varsayımı geçerli olsa da gerçekte böyle bir durum mümkün değildir. Finansal piyasalar kusursuz bilgi

varsayımıyla işlememektedir ve bu piyasalarda her bilginin bir maliyeti vardır. Kredi kanalının ortaya çıkışı da tam bilgi varsayımının geçerli olmayışına, yani finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorununa dayanmaktadır. Bu kanal faiz oranı kanalına bir alternatif olmamakla birlikte, geleneksel faiz oranı kanalının etkilerini güçlendiren ve genişleten özelliklere sahiptir. Neoklasik finans teorisinin tam bilgi varsayımına karşın asimetrik bilginin alıcı ve satıcı arasındaki dengeleri nasıl bozduğu ise Akerlof'un Limon Piyasası Modeli ile açıklanmaktadır.

Limon piyasası modeli, iyi ve kötü olarak iki gruba ayrılmış otomobil piyasasını ele almaktadır ve kötü durumdaki araçlar “limon” olarak nitelendirilmektedir. Piyasada satıcının, kendi malı hakkında tam bilgiye sahip olmasına karşın alıcının böyle bir bilgiye sahip olması mümkün değildir. Bu durum, piyasada limon olarak nitelendirilen kötü araçların değerinin üzerinde satılmasına, iyi araçların ise değerlerinin altında satılmasına neden olmaktadır. İyi otomobile sahip bir satıcı, değerinin altında bir satışa razı olmayacağından, bu satıcılar limonlar tarafından piyasadan temizlenmektedir.

Akerlof'un limon piyasası örneğinde olduğu gibi asimetrik bilgi, menkul kıymetlerin de limon olabileceği düşüncesiyle finansal piyasa analizlerine dahil edilmiştir. Finansal piyasalarda da borç veren ve borç alanlar birbirleri hakkında tam bilgiye sahip değildir. Diğer bir deyişle bu iki kesim arasında asimetrik bilgi söz konusudur. Bu iki kesim arasındaki ilişkiden doğan asimetrik bilgi, kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini ortaya çıkarmaktadır (Gür, 2003: 21-22; Akerlof, 1970: 489-490).

Ters seçim, asimetrik bilginin finansal işlem gerçekleşmeden önce ortaya çıkardığı sorundur. Finansal piyasalarda bu sorun, aldığı krediyi riskli yatırımlarda kullanma potansiyeline sahip kişilerin, finansal kuruluşun bu kredi karşılığında talep edeceği en yüksek faiz oranını dahi kabul edecek kişiler olmaları, yani krediyi en çok talep edenler olmaları sebebiyle seçilme olasılıklarının en yüksek olduğu durumda ortaya çıkmaktadır. Bu tür borç sahiplerinin, aldıkları kredileri geri ödeyememe riski de mevcuttur ve finansal kuruluşlar bu durumun farkındadır. Bu durum ise bankaların, riskli yatırımcıların yanı sıra riski az ve güvenli nitelikteki yatırımlara yönelmeyi hedefleyen yatırımcılara dahi kredi kullandırmamaya karar verebilmesine neden olabilmektedir.

Ahlaki tehlike ise finansal işlem sonrasında ortaya çıkan bir sorundur. Finansal piyasalarda ahlaki tehlike borç veren açısından, borç alanın bu krediyi getirisi yüksek ve riskli yatırımlarda kullanmasıdır. Bu tür yatırımlar kredinin geri ödenme olasılığını azaltmaktadır. Nitekim borç alan kişiyi bu tür davranışlara itecek etkenler de mevcuttur. Yatırımcı, borç almış olduğu krediyi riski ve getirisi yüksek faaliyetlerde kullanması ve olumlu sonuçlar elde etmesi durumunda, bu faaliyet için harcamış olduğu miktarın çok daha üzerinde bir kazanç elde etmektedir. Faaliyetin olumsuz sonuçlanması durumu da ihtimaller dahilindedir. Her iki durum için de yatırımcının bankaya geri ödeyeceği tutar, kredi miktarı ve bunun faiziyle sınırlandırılmış olup, değişmemektedir. Yatırımcıyı getirisi ve riski yüksek olan faaliyete yönlendiren etken, her iki durumda da bankaya olan yükümlülüğünün sabit olmasıdır. Tüm bunların sonucunda bankalar, ters seçim sorunda olduğu gibi, riskli yatırımcıların yanı sıra güvenli yatırımcılara da borç vermemeye karar verebilmektedirler (Mishkin, 2004: 32-33).

Finansal sistem içinde asimetrik bilgidan doğan ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin varlığı, kredi tayinlamasına yol açmaktadır. Borç talep edenlerin, mevcut faiz oranından borçlanmayı kabul etmelerine karşın bankaların kredi arzını sınırlandırarak, bu kişilere kredi vermemesi durumu, kredi tayinlaması olarak tanımlanmaktadır (Taş, 2006: 47).

Literatürde, para politikası-reel ekonomi ilişkisini açıklayan iki farklı görüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; reel ekonominin, uygulanan para politikasınca faiz oranlarında yaratılan değişimin sermayenin maliyetini değiştirmek suretiyle dolaylı olarak etkilendiğini savunan parasalcı görüştür (geleneksel faiz kanalı). Bir diğer görüş ise bankaların kredi verme konusundaki iştahlarının da harcamalar ve dolayısıyla reel ekonomi üzerinde etkili olduğunu savunan kredi görüşüdür (kredi kanalı) (Bernanke, 1993: 55-57). Kredi görüşünü savunanlar, borç veren ve borç talep edenler arasındaki asimetrik bilginin bankalara söz konusu asimetrik bilginin minimize edilmesi konusunda özel bir rol yüklediğini, merkez bankalarına ise faiz ve parasal büyüklüklerden bağımsız olarak, banka bilançolarında değişiklikler meydana getirmek suretiyle toplam talebi etkileme gücü verdiğini ifade etmektedirler. (Erdoğan, 2012: 59). Finansal araçlar ve özellikle de bankalar, sermaye piyasasından borçlanma imkanı bulunmayan hanehalkı ile orta ve küçük ölçekli firmaların bu tür

kurumlara bağımlı olması ve asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunları azaltıcı yönde çalışmaları sebebiyle kredi kanalının merkezinde yer almaktadırlar (Bean ve diğerleri, 2002: 16-18).

Bir yatırım projesinin, firmanın kendi iç kaynaklarıyla finanse edilmesi ve dış kaynaklardan finanse edilmesi arasındaki maliyet farkı, “dış finansman primi” olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankası tarafından uygulanan para politikası, kredi görüşünde sadece faiz oranlarını değiştirmekle kalmayıp, dış finansman primini de etkilemektedir. Bu çerçevede para politikasının dış finansman priminde meydana getireceği değişiklikler, söz konusu politikanın faiz oranları üzerindeki etkisini de artırmaktadır. Dış finansman primi; kredi verenin değerlendirme, izleme ve tahsilat için beklenen maliyetleri, borçlanıcının söz konusu krediye konu olan faaliyet hakkında borç verenden daha fazla bilgiye sahip olmasının yol açtığı risk primi ile ahlaki tehlike veya buna bağlı kısıtlamalardan doğan bozulma maliyetlerini de içermektedir. Borç verenin, borçlanıcının faaliyetlerini takip edememesi veya borçlanıcı hakkında bilgi edinememesi aracılık maliyetlerini yükseltmektedir. Bernanke ve Gertler’e (1989) göre, dış fonların, iç fonlardan daha yüksek maliyetli olmasının sebebi bu aracılık maliyetleridir. Buradaki aracılık maliyetleri ise dış finansman primine işaret etmektedir.

Dış finansman priminin büyüklüğü, kredi verenlerin elde etmeyi bekledikleri getiri ile kredi kullananların katlanmış oldukları maliyet arasında bir fark meydana getiren kredi piyasası kusurlarını yansıtmaktadır. Kredi kanalına göre, faiz oranları üzerinde değişiklik yaratan para politikası uygulamaları, dış finansman primini de aynı doğrultuda değiştirmektedir. Dolayısıyla dış finansman primi üzerindeki bu ek etki, firmaların borçlanma maliyetlerini değiştirmek suretiyle reel harcamalar ve faaliyetler üzerinde daha büyük etkiler meydana getirebilmektedir.

Para politikasındaki bir değişme sonucu, bankalarca uygulanan kredi faiz oranlarındaki değişimin, para piyasası faiz oranlarından daha yüksek seviyelerde gerçekleşmesi, finansal hızlandırıcı olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir ifadeyle finansal hızlandırıcı, kredi piyasasının para politikasının etkisini artırdığı durumdur. Örneğin küçük ve orta ölçekli firmalar ile hanehalkları, daraltıcı bir para politikası sonucunda miktarı azalan banka kredileri için rekabet etmektedirler. Krediler üzerindeki bu rekabetçi baskı, kredi faizlerinin para piyasası faiz oranlarından daha

fazla artmasına neden olmaktadır. Aynı etki daraltıcı para politikasının varlık fiyatlarını etkilemesiyle de meydana gelebilmektedir. Dış finansman ihtiyacının sabit olduğu durumda, dış finansman primi, borçlanan firmanın net değeri ile ters orantılıdır. Borçlanan firmanın net değeri, Bernanke (1994) tarafından borçlanan firmanın likit fonları (iç fonlar) ile likit olmayan varlıklarının teminat değerleri toplamı olarak tanımlanmaktadır. Faiz oranlarını yükselten daraltıcı bir para politikası, varlık fiyatlarında ve doğal olarak kredi için gösterilecek teminatların değerlerinde bir düşüşe yol açmakta, bu da borçlanan firmanın net değerinde bir azalışa sebep olmaktadır. Söz konusu firmanın net değerindeki bu azalış sebebiyle artan dış finansman primi, firmanın borçlanma ihtiyacını artırmaktadır. Böyle bir durumda daraltıcı para politikası daha yüksek bir etkiye sahip olmaktadır ve üretim düzeyinde düşüş yaşanmaktadır (Kasapoğlu, 2007:23-24; Bernanke ve Gertler, 1995: 28-29, 34-35; Bernanke B., 1994: 23-24).

Kredi kanalında para politikası uygulamaları ile dış finansman primi arasındaki bağlantıyı açıklamak için, banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere iki mekanizma bulunmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995: 35). Bilanço kanalı, “nakit akımı kanalı”, “beklenmeyen fiyat düzeyi kanalı” ve “hanehalkı bilanço (likidite) etkileri” olmak üzere üç başlık altında incelenmektedir (Gür, 2003: 27).

#### **1.3.4.1. Banka Kredi Kanalı**

Finansal sistem içinde bankalar, özel bir öneme sahiptirler. Bunun sebebi söz konusu kuruluşların fon alışverişine konu olan taraflara ilişkin asimetrik bilgi sorununu minimize etmeleridir. Banka kredi kanalı, para politikasının bankaların rezervlerini ve buna bağlı olarak kredi arzını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır. Bankanın kredi arzı üzerinde meydana gelen bir değişim, tüketim ve yatırım harcamalarında da değişime neden olmaktadır. Harcamalardaki bu değişim ise istihdam ve üretim düzeylerini etkilemektedir (Akkılıç, 2007: 30; Mishkin, 2004: 621).

Bankanın rezervlerini azaltan daraltıcı bir para politikasıyla sınırlandırılan ödünç verilebilir fonlar, yalnızca bankadan borçlanabilen küçük firmalar için dış finansman primini artırmaktadır. Bu artış, küçük ölçekli firmalar için alternatif borçlanma kaynakları bulma imkânına sahip olan büyük firmalara nazaran daha fazla

olmaktadır. Bu da üretimde meydana gelmesi beklenen değişimlerin, yalnızca faiz oranı etkisiyle değil, aynı zamanda dış finansman primi etkisiyle de açıklanabilmesine olanak tanımaktadır (Romer ve Romer, 1993: 85).

Banka kredi kanalının geçerli olabilmesi için üç koşul vardır:

1) Banka kredileri ve menkul kıymetler, firmanın finansmanı açısından tam ikame edilebilir olmamalıdır.

Kredi arzında yaşanan bir azalış durumunda menkul kıymet ihracıyla faaliyetini sürdürmeyi amaçlayan firmalar tarafından, borçlanacakları hanehalkının, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarıyla karşılaşılmayacağına ikna edilebilmesi için bir aracıya gereksinim duyulmaktadır. Söz konusu gereksinim, bankalar tarafından sağlanan krediler ile menkul kıymetlerin birbirinin tam ikamesi olamayacağını ortaya koymaktadır.

2) Para otoritesince uygulanan politikalar, bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir.

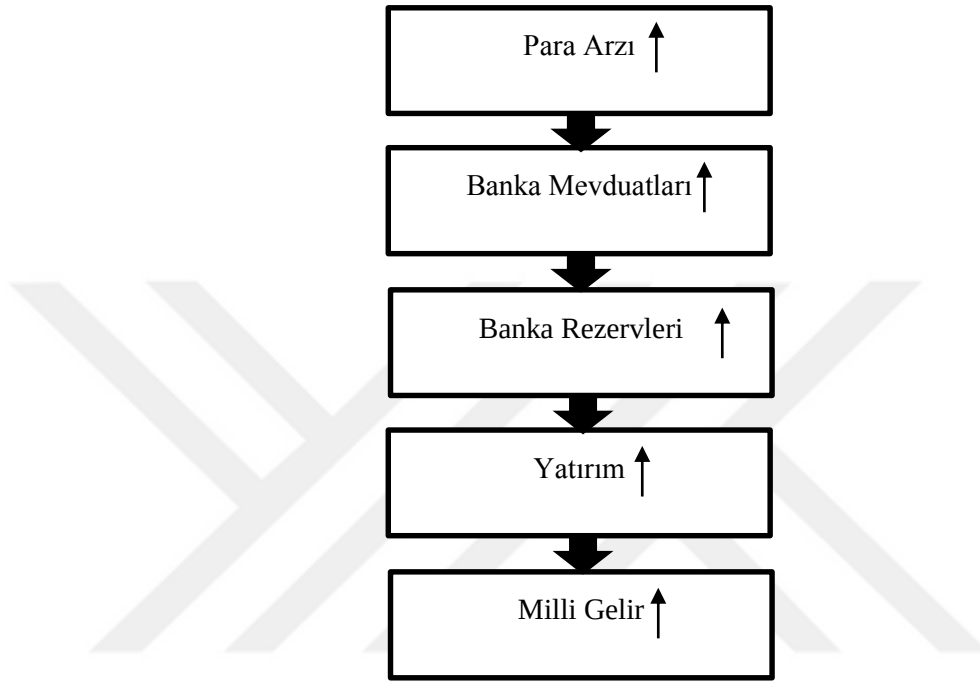
Ekonomide banka dışı finansal araçların varlığı ve bunların finansal sistem içindeki payının büyüklüğü, para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bunun yanında bankaların artan mevduat dışı kaynak toplama yetenekleri de söz konusu politikanın etkinliğini azaltan faktörlerden biridir. Bankaların, uygulanan politika sonucunda meydana gelen likidite ihtiyacını, kredilerini azaltmak yerine, menkul kıymetlerini azaltarak gidermesi de uygulanan para politikasının kredi arzı üzerindeki kontrolünü azaltmaktadır. Buna göre bankalar, uygulanan para politikasından doğan likidite ihtiyacını, menkul kıymetlerini azaltarak değil, kredi arzını azaltarak gidermelidir.

3) Para politikasının etkisini nötr olmaktan koruyacak mükemmel uyumlu olmayan fiyat ayarlamaları olmamalıdır.

Firmalar hanehalklarına nazaran, bankalarla daha yakın ilişki içindedirler. Bu sebeple kredi faizleri, para politikasında meydana gelen bir değişime mevduat faizlerinden daha hızlı tepki vermektedir. Ancak bankalar, bilançolarının aktifindeki bu hızlı likidite değişimine, pasiflerinde aynı hızda bir değişimle karşılık verememektedir. Bu durum bankaların aktiflerini yeniden düzenleyerek, kredi miktarını yeniden ayarlamalarını gerektirmektedir. Varsayımın aksine kredi ve mevduat faizlerinin mükemmel uyumlu olup, birlikte hareket ettikleri durumda,

bankanın aktiflerini yeniden düzenleme ihtiyacı oluşmamakta, böylece kredi kanalı çalışmamaktadır (İnan, 2001: 5-7). Bu aktarım kanalının işleyebilmesi, sözü edilen üç şartın yerine getirilmesi ile mümkündür.

**Şekil 15:** Banka Kredi Kanalının İşleyişi



Kaynak: Katı, 2014: 66.

Şekil 15, genişletici para politikası uygulandığı varsayımıyla banka kredi kanalının işleyişini göstermektedir. Para otoritesinin banka rezerv ve mevduatlarını artıran genişletici bir para politikası, banka bağımlısı borçlanıcılar göz önüne alındığında, kredi miktarını artırmaktadır. Kredilerdeki bu artış ise yatırım harcamalarının artmasına ve dolayısıyla milli gelir artışına sebep olmaktadır (Mishkin, 1996: 9). Tam tersine daraltıcı bir para politikası uygulamasıyla, banka mevduatları ve kredi arzı sınırlandırılmaktadır. Kredi arzındaki bu azalma doğal olarak yatırım harcamaları ve çıktı düzeyini de azaltmaktadır. Ancak, bankanın bu daraltıcı etkiyi mevduat dışı kaynaklara yönelerek kontrol altına alması durumunda, banka kredi kanalı işlevini yitirmektedir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008: 121).

Banka kredi kanalı, finansal aracılardan kredilere ilişkin davranışlarını da kapsamaktadır. Bankaların kredi kullandırma hususundaki istekliliği, bu kurumlara bağımlı olan firma ve hane halkını, harcamalarını değiştirmeye zorlamaktadır. Banka

kredisine yakın alternatif bir fon kaynağına sahip olmayan bu kesimler için, banka kredileri özeldir ve bankaların kredi verme gücü ve istekliliği, bu kesimin harcamalarını ve dolayısıyla hasılayı önemli ölçüde etkilemektedir (Akkılıç, 2007: 30-32).

#### **1.3.4.2. Bilanço Kanalı**

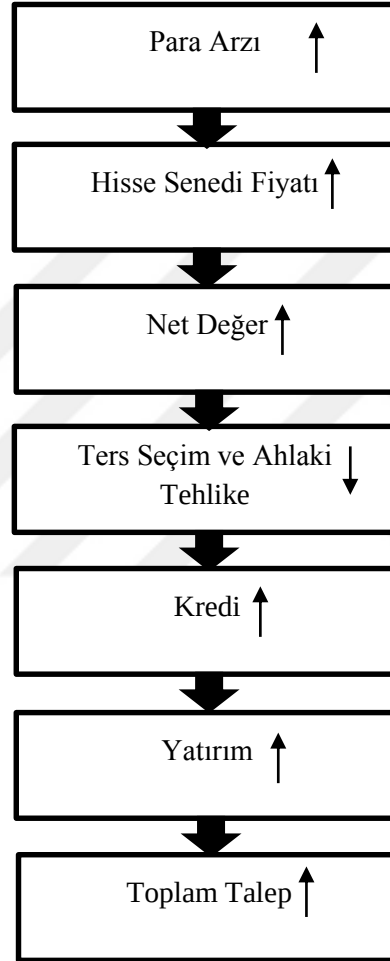
Faiz oranları, firmaların aktif ve pasiflerinin değerlerinde, dolayısıyla bilançolarının likiditesi üzerinde değişimler yaratmaktadır. Bu çerçevede bilanço kanalı, merkez bankası tarafından uygulanan bir para politikasının reel ekonomiyi etkilemesine imkan tanımaktadır. Kredi kanalındaki asimetrik bilgi, bilanço kanalında da önemli bir yer tutmaktadır. Firmanın sahip olduğu likit varlıklar ile teminat olarak kabul edilebilecek diğer varlıklarının toplamı, firmanın net değerini ifade etmektedir. Firmanın net değeri ile ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yine aynı ters yönlü ilişki, firmanın net değeri ile dış finansman primi arasında da mevcuttur. O halde bir firmanın net değeri ne kadar düşerse, artan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları sebebiyle, dış finansman primi de artmaktadır. Özellikle küçük ölçekli firmalar, net değerlerini olumsuz etkileyen daraltıcı bir politika uygulanması durumunda daha yüksek bir dış finansman primine maruz kalmakta, alternatif borç kaynakları olan büyük işletmelere oranla parasal daralmadan daha çok etkilenmektedirler (Akkılıç, 2007: 39-40).

Teminatların değerini azaltan bir net değer düşüşü, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini artırmaktadır. Bu sorunların artması ise verilen kredilerde azalışa yol açmaktadır. Çünkü daraltıcı bir para politikasını izleyen net değer düşüşü firmayı, öz kaynaklarında bir azalmaya neden olarak riski ve getirisi yüksek yatırımlara yönlendirmektedir. Bu tür yatırımlarda kredilerin geri ödenme olasılığının azalması sebebiyle, kredilerde ve dolayısıyla yatırım harcamalarında bir düşüş meydana gelmektedir (Cecchetti, 1995: 86; Mishkin, 1996: 10-11).

Gevşek para politikası uygulandığı varsayımı altında bilanço kanalının işleyişi Şekil 16'da göstermektedir. Para otoritesi tarafından gevşek para politikası uygulanması durumunda, azalan faizler dolayısıyla gerileyen tahvil getirilerine karşılık artan hisse senedi talebi ve fiyatları, firmanın net değerinde bir artışa yol

açmaktadır. Net değerdeki bu artışla ters orantılı olarak azalan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları, firma için dış finansman primini azaltırken, firmanın alabileceği kredi miktarını artırmaktadır. Artan krediler sonucunda yatırım harcamaları ve toplam talepte olumlu etkiler meydana gelmektedir (Mishkin, 2004: 622).

**Şekil 16:** Bilanço Kanalı'nın İşleyişi



Kaynak: Katı, 2014: 69.

#### 1.3.4.2.1. Nakit Akımı Kanalı

Nakit akımı kanalı, firmanın nakit giriş ve çıkışları arasındaki farkı ifade etmektedir. Genişletici bir para politikası, nakit akışlarını artırmak suretiyle firma bilançolarının iyileşmesine neden olmaktadır. Bu iyileşmenin bir sonucu olarak ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerindeki azalış kredilerde genişlemeye sebep olurken,

yatırım harcamaları ve toplam üretimi artırmaktadır (Gür, 2003: 32). Nakit akımı kanalının işleyişi aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$\begin{aligned} & \text{Para Arzı} \uparrow \rightarrow \text{Faiz Oranları} \downarrow \rightarrow \text{Nakit Akışı} \uparrow \rightarrow \text{Tersten Seçim ve Ahlaki Tehlike} \downarrow \\ & \rightarrow \text{Krediler} \uparrow \rightarrow \text{Yatırım} \uparrow \rightarrow \text{Üretim} \uparrow \end{aligned}$$

Nakit akımı kanalında önemli olan nokta, firmanın nakit akışını etkileyen faizlerin, geleneksel faiz oranı kanalında yatırımları etkileyen reel faiz oranının aksine nominal faiz oranı olmasıdır. Ayrıca bu faiz oranı, kısa vadeli bir faiz oranıdır. Çünkü firma ve hanehalkının nakit akışları üzerinde etkili olan faiz oranı, kısa vadeli krediler için ödenen faiz oranıdır (Mishkin, 1996: 12).

#### **1.3.4.2.2. Beklenmeyen Fiyat Düzeyi Kanalı**

Bilanço kanalının bir diğer alt kanalı olan beklenmeyen fiyat düzeyi, genişletici ya da daraltıcı yönde uygulanan bir para politikasının enflasyonu etkilemesi çerçevesinde işlemektedir. Borç ödemeleri nominal sözleşmeler ile sabitlendiği için fiyatlar genel düzeyindeki beklenmeyen yükselişler firmanın yükümlülüklerini düşürürken, varlıklarının reel değerinde bir düşüş yaratmamaktadır. Bu sebeple fiyatlar genel düzeyinde artışa yol açan genişletici bir para politikası, firmanın net değerini yükseltmektedir. Net değeri yükselen firmanın ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları azalmaktadır. Dolayısıyla yatırım harcamaları ve toplam üretim düzeyi artmaktadır (Mishkin, 2004: 623). Beklenmeyen fiyat düzeyi kanalının işleyişi aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\begin{aligned} & \text{Para Arzı} \uparrow \rightarrow \text{Beklenmeyen Fiyat} \uparrow \rightarrow \text{Tersten Seçim ve Ahlaki Tehlike} \downarrow \\ & \rightarrow \text{Krediler} \uparrow \rightarrow \text{Yatırım} \uparrow \rightarrow \text{Üretim} \uparrow \end{aligned}$$

#### **1.3.4.2.3. Hanehalkı Bilanço (Likidite) Etkisi**

Aktarım mekanizması çalışmalarının birçoğunun firma harcamaları üzerine yoğunlaşmasına rağmen kredi kanalı, hanehalkının dayanıklı tüketim malı ve konut

harcamalarını da aynı oranda dikkate almaktadır. Hanehalkı bilanço etkisinin işleyişi aşağıdaki gibi gösterilebilir (Erdoğan, 2012: 73).

$$\begin{aligned} & \text{Para Arzu} \uparrow \rightarrow \text{Hisse Senedi Fiyatları} \uparrow \rightarrow \text{Finansal Varlıklar} \uparrow \\ & \rightarrow \text{Finansal Sıkıntı Olasılığı} \downarrow \rightarrow \text{Dayanıklı Tüketim Malı ve Konut Harcamaları} \uparrow \end{aligned}$$

Genişletici bir para politikası neticesinde artan hisse senedi fiyatları, hanehalkının finansal varlıklarının değerini de artırarak hanehalkı için finansal sıkıntıya düşme olasılığını azaltmakta ve kendilerini finansal anlamda daha güvenli hissetmelerine neden olmaktadır. Söz konusu güven duygusu ise bu kesimin dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarını artırmaktadır. Aksine banka kredilerini azaltan daraltıcı bir para politikası sonucunda artan faiz oranları, hisse senedi fiyatlarında bir düşüş yaratarak, hanehalkının sahip olduğu finansal varlıkların değerini düşürmekte ve hanehalkının nakit akımını olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla hanehalkı bilançolarında bozulmalar meydana gelmekte ve hanehalkı güvenli bir finansal pozisyon almak için dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarını azaltmaktadır.

Bilanço kanalının hanehalkını nasıl etkilediğini görmenin bir başka yolu da dayanıklı tüketim malları ve konut harcamaları üzerindeki likidite etkilerini değerlendirmektir. Likidite etkileri kapsamında bilanço kanalı, hanehalkının harcama isteği üzerinden çalışmaktadır. Bunun sebebi, söz konusu varlıkların kaliteleri hakkındaki asimetrik bilgi nedeniyle likit varlıklar olmamalarıdır. Hanehalkının, gelirleri üzerinde gerçekleşen ekonomik bir şok sebebiyle sahip olduğu dayanıklı tüketim malları ve konutları paraya çevirme ihtiyacı duyması, bu varlıkların değerlerinin altında satılması sebebiyle hanehalkının nakit akımında önemli bir düşüşe yol açmaktadır. Böylesi bir şok durumunda hanehalkının elinde finansal varlıkların bulunması, bu varlıkların kolayca piyasa fiyatından satışının yapılarak nakit miktarının artırılabilmesini sağlamaktadır. Buradan hareketle hanehalkının finansal bir sıkıntıyla karşılaşma beklentisi, hanehalkını ellerinde daha az miktarda likit olmayan dayanıklı tüketim malı ve konut bulundururken, daha fazla miktarda likit finansal varlık bulundurmaya teşvik etmektedir (Katı, 2014: 72-73; Mishkin, 1996: 13-14).

Hanehalkının bilançosu, finansal kriz dönemlerinde sıkıntı yaşama olasılığının tahmininde oldukça önemli bir etkiye sahiptir. Hanehalkı borçlarına oranla çok miktarda finansal varlığa sahip olduğunda, finansal sıkıntı yaşama olasılıklarına ilişkin tahminleri düşük olmaktadır. Böyle bir durumda hanehalkları gayrimenkul ve

dayanıklı tüketim mallarına olan taleplerini artırmaktadırlar. Ayrıca sahip oldukları hisse senetlerinin fiyatlarındaki yükseliş de hanehalklarını daha güvenli bir mali duruma kavuşturmuştur. Bu güven hissi ise hanehalklarının yine dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarını artırmalarına neden olmuştur (Mishkin, 2004: 625).

Para arzının artırılması şeklinde uygulanan bir para politikası, beraberinde hisse senetlerinin fiyatlarını da artırmaktadır. Bu yolla finansal varlıkların değerinde bir artış sağlanmaktadır. Sonuç olarak bu değer artışının vermiş olduğu mali güven ile dayanıklı tüketim malı harcamaları da artmaktadır (Katı, 2014: 73). Aksi şekilde faiz oranlarını yükselterek, hanehalkı için nakit akışını azaltan daraltıcı para politikası, likit olmayan varlıklar niteliğinde olmaları sebebiyle, hanehalklarının gayrimenkul ve dayanıklı tüketim mallarına ilişkin taleplerini azaltmasıyla sonuçlanmaktadır. Hanehalkının bu tür varlıklara sahip olma isteğini azaltan nakit akışındaki düşüş, finansal sıkışıklık yaşanma ihtimalini de artırmaktadır. Toplam talepteki düşüş ise hanehalkının, bu finansal sıkışıklık beklentisi sebebiyle, dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarını azaltmalarından kaynaklanmaktadır (Mishkin, 1996: 15).

### **1.3.5. Beklentiler Kanalı**

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ait enflasyon başta olmak üzere ekonomik şartlardaki değişim beklentileri aracılığıyla çalışmaktadır. Sözü edilen beklentiler ekonomik birimlerin, merkez bankasının kararları ve bu kararlara bağlı olarak ekonomik koşulların değişmesi ile ilgili sahip oldukları bilgiye dayalı olarak oluşmaktadır (Kydland ve Prescott, 1977: 474). Beklentiler kanalı ile ilgili ilk çalışmalar, Kydland ve Prescott (1977) ile Barro ve Gordon (1983) tarafından yapılmıştır. Yapılan her iki çalışmanın da ortak noktası, merkez bankalarının güç kazanması için ekonomik birimlere ait beklentilerin yönünün saptanmasının bir gereklilik olduğudur. Ayrıca bu çalışmalar ekonomik birimlerin beklentilerinin, merkez bankası tarafından hedef olarak belirlenebileceğini de ortaya koymaktadır. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizması içinde beklentiler kanalı, ayrıca önem kazanmaktadır (Cambazoğlu, 2010: 29).

Beklentiler, üç farklı yaklaşımla açıklanmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, üç yaklaşımın en basiti olan durağan beklentilerdir. Durağan beklentilere göre ekonomik

birimler gelecek döneme ait beklentilerini oluştururken, bir önceki döneme ilişkin verileri baz almaktadır. Örneğin durağan beklentiler yaklaşımında ekonomik birimlerin gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentisi, cari dönemdeki enflasyon oranı ile aynı olmaktadır. Beklentilere ilişkin ikinci yaklaşım ise adaptif beklentilerdir. Bu yaklaşıma göre gelecek döneme ait beklentiler, geçmişe ait birden fazla döneme ilişkin verilere göre belirlenmektedir. Son yaklaşım ise kavram olarak ilk defa Muth tarafından kullanılan ve 1970’lerde Lucas tarafından ekonomik modellere dahil edilen rasyonel beklentilerdir. Rasyonel beklentilere göre ekonomik yapıyla ilgili tüm bilgiler herkes tarafından bilinmektedir ve ekonomik birimler geleceğe ilişkin beklentilerini oluştururken sahip oldukları geçmiş ve cari döneme ait tüm verileri kullanmakta ve sistematik hata yapmamaktadırlar (Cengiz, 2007: 108-110).

Para politikasındaki değişimler, ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin beklentilerini ve ekonomiye olan güvenlerini etkilemektedir. Bu etkilerin yönünü tahmin etmek ise son derece zordur. Merkez bankasının faiz oranlarını artırması, mevcut ekonomik büyümenin hedeflenenden fazla olduğu yorumuyla ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin beklenti ve güvenlerinde bir iyileşme yaratabileceği gibi; merkez bankasının enflasyon hedefini tutturmak için ekonomik büyümeyi yavaşlatmak istemesi şeklinde yorumlanarak, ekonomik birimlerin beklentilerini olumsuzla çevirebilmekte ve güvenlerinde bir azalmaya da sebep olabilmektedir. Diğer aktarım kanalları ile karşılaştırıldığında beklentiler kanalı, aktarım mekanizmasının en belirsiz kanalıdır ve bu belirsizlik, uygulanması amaçlanan politikanın ekonomi üzerinde yaratacağı etkiyi de belirsiz hale getirmektedir (Kasapoğlu, 2007: 10-11; Variçli, 2011: 39).

Sözkonusu belirsizliğin ortadan kaldırılabilmesi için ekonomik birimlerin beklentilerinin merkez bankası tarafından yönlendirilmesi gerekmektedir (Neumann, 2002: 356). Beklentiler üzerinde istenilen etkinin yaratılmasının ön koşulu, merkez bankası güvenilirliğidir. Güvenilirlik ise bir takım kurumsal düzenlemelerin tamamlanması ile sağlanmaktadır. Bu kurumsal düzenlemeler; merkez bankası bağımsızlığı, kurala dayalı para politikası, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile mali disiplin olarak sıralanabilmektedir. Bu özelliklere sahip bir merkez bankası, hedeflerini halka açıklamak yoluyla ekonomik birimlerin beklentilerini, uygulanacak politika ile uyumlu olacak şekilde yönlendirebilmektedir (Bakan ve Akçacı, 2015: 71).

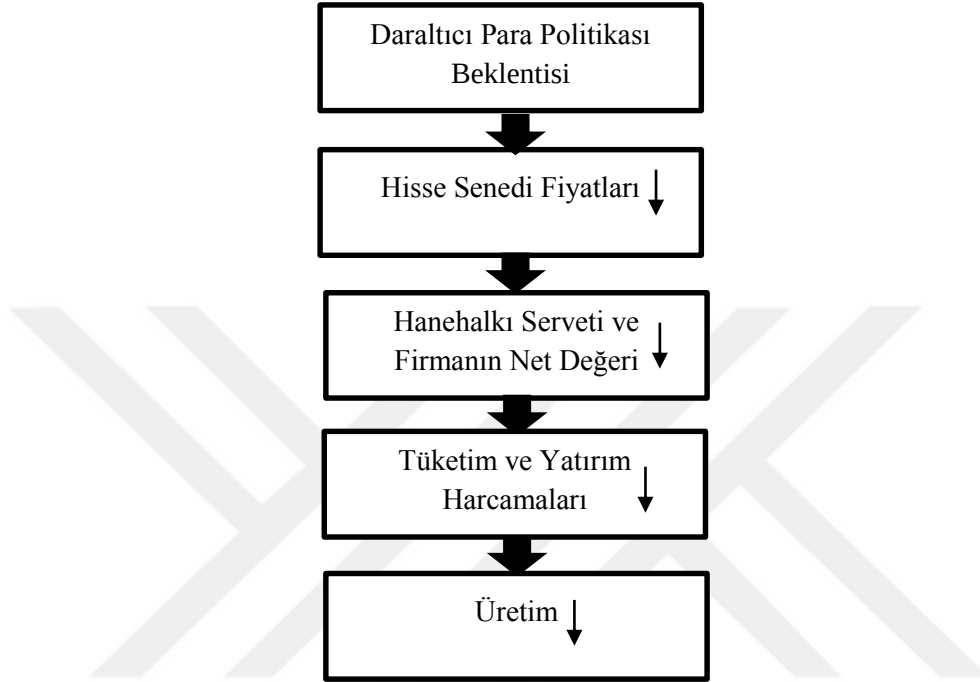
Güvenilir bir merkez bankasının gelecek dönemde uygulamayı planladığı politikayı halka ilan ettiği ancak cari dönemde, ilan etmiş olduğu bu kararı destekleyici nitelikte herhangi bir faaliyette bulunmadığı durumda, ekonomik birimler geleceğe ilişkin beklentilerini, ilan edilen politikayla uyumlu olacak şekilde değiştirmektedirler. Ekonomik birimlerin değişen beklentileri, para ve sermaye piyasalarında değişimler meydana getirebilmektedir. Bu değişimler ise enflasyon ve çıktı düzeyini etkilemektedir. Beklentiler kanalını diğer aktarım kanallarından ayıran en önemli özellik, politikanın fiilen uygulanmaksızın yalnızca duyurulması ile reel ekonomi üzerinde etki meydana getirmesidir. Bu etkinin gerçekleşebilmesi için sağlanması gereken en önemli koşul, merkez bankasının güvenilirliğidir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002:6-7). Merkez bankasının gelecek dönemde, ilan etmiş olduğu politikayla uyumlu davranışlar sergilememesi merkez bankası güvenilirliğinin sarsılmasına neden olmaktadır. Bu sebeple merkez bankalarının, ilan etmiş oldukları politikalar ile tutarlı davranmaları önem arz etmektedir.

Merkez bankası güvenilirliği ile ilgili bir başka husus da enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesidir. Merkez bankası güvenilirliğinin sağlandığı ve ekonomik birimlerin, merkez bankasının enflasyonla mücadeleye bağlılığına inandığı durumda politika faizlerinin artırılması, bu birimlerin enflasyonist beklentilerinin düşmesine sebep olmaktadır. Enflasyonist beklentilerinin azalması ise uygulanan politikanın etkinliğini artırmaktadır. Aksi şekilde merkez bankası güvenilirliğinin sağlanmadığı durumda politika faizlerinin artırılması, ekonomik birimlerde gelecek dönemde enflasyon oranının yükseleceği beklentisi oluşturabilmektedir. Dolayısıyla beklentiler kanalının merkez bankası amaçları doğrultusunda işlemesi için şeffaf ve güvenilir bir para politikası stratejisinin oluşturulması gerekmektedir (Yılmaz C., 2012: 13).

Uzun dönem faiz oranları, kısa vadeli faizlerin yakın gelecekte gerçekleşmesi öngörülen değerlerinin ortalaması olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla beklentiler kanalı, faizlerin uzun dönemde izleyecekleri seyri ve alacakları değerleri de etkilemektedir. Beklentiler kanalı ayrı bir kanal olmaktan ziyade para politikasında bir değişiklik olmaksızın, ekonomik birimler üzerinde politikada bir değişiklik olacağı beklentisi yaratarak diğer kanalları harekete geçiren bir tetikleyici niteliğindedir (TCMB, 2013a: 7; Taşkın, 2015: 50). Şekil 17, merkez bankası tarafından daraltıcı bir

para politikası uygulanacağı beklentisi altında, beklentiler kanalının işleyişini göstermektedir.

**Şekil 17:** Beklentiler Kanalının İşleyişi



Kaynak: Norrbin, 2000: 11.

Merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulayacağı yönünde oluşan beklentiler, faizlerin ve dolayısıyla tahvil getirilerinin artacağı düşüncesiyle hisse senedi talebinde ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında bir düşüş yaratmaktadır. Portföylerindeki varlıkların değerindeki bir düşüş ise hanehalkı servetini ve firmanın net değerini azaltmaktadır. Servetlerindeki bu azalışa bağlı olarak hanehalkı tüketim harcamalarını kısarken, firmalar da net değerlerindeki azalış sebebiyle yatırım için ihtiyaç duydukları sermaye malı alımlarını azaltmaktadırlar. Yatırım ve tüketimin azalması sonucunda toplam çıktı düzeyinde düşüş yaşanmaktadır. Beklentiler kanalı üzerinden gerçekleşen bu etkiyi varlık fiyatları kanalından ayıran en önemli nokta, reel etkinin para politikasında herhangi bir değişiklik olmaksızın gerçekleşmesidir (Norrbin, 2000: 11).

#### 1.4. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Parasal aktarım mekanizması kanallarının kusursuz bir biçimde işlemeleri her zaman mümkün olmamakta, ekonomide parasal aktarım mekanizmasının işleyişini etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. Aktarım mekanizması kanalları, farklı değişkenleri farklı hız ve yoğunluklarda etkilemektedir. Dolayısıyla para politikalarının reel sektör üzerindeki etkilerinin araştırılmasında, aktarım kanallarının ortaya çıkardığı etkilerin tüm ekonomiler için aynı olup olmadığı ya da ekonomilerin hangi özelliklerinin aktarım mekanizması kanallarının işleyişi ve göreceli önemini belirlediği sorularının cevaplanması önem arz etmektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 7).

Para politikasının reel ekonomiyi ne derecede ve ne kadar hızlı etkilediğinin değerlendirilmesinde iki önemli husus vardır. Bu hususlardan birincisi, merkez bankasının direkt olarak kontrol edebildiği kısa dönem faizler ve diğer para politikası araçlarının, finans-dışı sektörler üzerinde etkili olan kur, piyasa faizi ve varlık fiyatları gibi değişkenler üzerindeki etkileridir. Bu bağlantının ne kadar güçlü olacağını ise temelde finansal sistemin yapısı belirlemektedir. Bir diğer husus, ekonomik birimlerin harcama kararları ve finansal durumları arasındaki bağlantıdır. Zira piyasa fiyatlarında yaşanan bir değişikliğin, toplam talep üzerinde yaratacağı değişiklik, hanehalkı ve firmaların likidite durumları tarafından belirlenmektedir.

1980-1990 dönemindeki finansal liberalizasyon, parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üzerinde etkili olan bu iki hususu önemli ölçüde etkilemiştir. Finansal sistem içinde siyasi otoritenin etkisinin azalmasının kredi kanalını, geleneksel faiz oranı kanalı karşısında daha önemsiz hale getirmesi bu duruma örnek olarak verilebilmektedir. Ayrıca piyasa ekonomilerinin yükselişi ile finansal sistemin derinleşmesi, finans dışı özel sektör bilançolarının hem varlık hem de yükümlülük taraflarında çeşitlenmeye neden olmuştur. Bu çeşitlenme ile varlık fiyatları ve bilhassa döviz kuru kanalı önem kazanmıştır (Kamin ve diğerleri, 1998: 15-16).

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üzerinde etkili olan yedi faktör bulunmaktadır. Bu faktörler; resmi müdahaleler, ekonominin fiyat mekanizması, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerde vade yapısı, sermaye hareketleri,

finansal kaynaklar ile hanehalkı ve firmaların finansal yapıları olarak sıralanabilmektedir (Kasapoğlu, 2007: 32-37).

#### **1.4.1. Resmi Müdahaleler**

Siyasi otoritenin finansal piyasalara müdahalesi; faiz kontrolleri, diğer finansal piyasa fiyatları ve banka kredilerine uygulanan limitler, siyasi otorite tarafından seçilmiş alanlara sağlanan krediler olmak üzere üç şekilde gerçekleşebilmektedir. Finansal liberalleşme süreci ile doğrudan kontroller önemini yitirmiş ve bunların yerini açık piyasa işlemleri (APİ) gibi dolaylı kontrol mekanizmaları almıştır (Kamin ve diğerleri, 1998: 16-21).

Basit bir ifadeyle faiz oranı kanalı, politika faizi kararlarının piyasa faizlerini etkilemesiyle çalışmakta ve faiz oranları üzerindeki kontroller, bu kanalın işleyişinde aksaklıklara yol açmaktadır. Bu kontrollerin kaldırılması ise politika faizinde yapılan değişikliklerin, piyasa faiz oranlarına daha hızlı ve güçlü bir şekilde yön vermesini sağlamıştır. Nitekim Sellon (2002), ABD’de faiz oranı kontrollerinin kaldırılması öncesinde politika değişikliklerinin harcama kararları üzerinde krediler aracılığıyla etkili olduğu sisteme, söz konusu kontrollerin kaldırılması sonrasında geleneksel faiz oranı kanalının hakim olduğunu saptamıştır (Çavuşoğlu, 2010: 34-35).

Merkez bankaları, bankaların kredi arzını kontrol etmek suretiyle ekonomideki harcama düzeyi üzerinde bir tasarrufa sahip olmaktadır. Bu mekanizma ise banka kredi kanalı olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bankaların kullandırabileceği kredilere konulan limitler, doğrudan bu kanalın etkinliği üzerinde sonuçlar doğurmaktadır. Ekonomik birimlerin, harcama kararlarında yüksek ölçüde banka kredilerine bağımlı oldukları ekonomilerde hükümetler tarafından banka kredilerine konulan limitler, bu birimlerin harcamalarında ve dolayısıyla toplam talepte önemli bir düşüşe yol açmaktadır. Söz konusu limitlerin düzeyi çerçevesinde bu düşüş, merkez bankasının hedeflediğinden çok daha yüksek olabilmektedir. Nitekim ABD’de enflasyonun kontrol altına alınması doğrultusunda Mart-Temmuz 1980 döneminde uygulanan kredi kontrolleri, toplam talepte yarattığı aşırı düşüş nedeniyle yalnızca dört aylık bir periyotta sürdürülebilmiştir. Bu durum FED başkan yardımcısı Frederick Schultz tarafından; kredi kontrollerinin, uygulama dışında tutulan sektörlerde dahi bir

daralmaya yol açtığı, yaz dönemi başlangıcında kontrollerin kaldırılması sonrasında ekonominin toparlanma hızının şaşırtıcı derecede yüksek olduğu şeklinde ifade edilmiştir (Schreft, 1990: 45-46). Seçilmiş bazı alanlara hükümet eliyle doğrudan kredi sağlanması ise genişletici para politikası uygulanan dönemlerde kredi kanalının etkinliğini artırırken, daraltıcı para politikasının uygulandığı dönemlerde ise kredi arzındaki sınırlamayı azaltacağından, kredi kanalının etkinliğini azaltmaktadır (Akkılıç, 2007: 56-57).

#### **1.4.2. Ekonominin Fiyat Mekanizması**

Ücret ve fiyatların tam esnek olduğu bir ekonomide meydana gelen parasal bir şok, döviz kuru, varlık fiyatları, faktör ve mal fiyatları ile tüm nominal para ve kredi büyüklüklerinde parasal şok ile aynı oranda ve eş zamanlı bir değişim yaratmaktadır. Parasal şokun toplam talep üzerinde meydana getirdiği değişimler, ücret ve fiyat düzeylerinin yeniden ayarlanması sebebiyle üretim düzeyini değiştirmemekte, dolayısıyla toplam arz üzerinde kalıcı bir etki yaratmamaktadır. Böyle bir durumda tüm aktarım kanallarının fiyatlar üzerindeki etkisi aynı olmakta ve bu sebeple her bir kanalın göreceli önemini belirlemeye çalışmanın bir anlamı olmamaktadır.

Tam esnek fiyat mekanizmasının kusursuz işleyişi için ekonomide tam rekabet şartlarının sağlanması gerekmektedir ve bu durum her ekonomide sağlanamamaktadır. Dolayısıyla fiyatlar kimi zaman devlet, kimi zaman ise monopol gücüne sahip özel sektör tarafından belirlenmektedir. Ekonomide toplu iş sözleşmeleri nedeniyle firmaların maliyetlerini düşürememelerinden kaynaklı fiyat katılıkları bulunmaktadır. Yüksek miktarda yatırım ve eğitim maliyeti içermesi sebebiyle ekonomideki çoğu firma teknoloji-yoğun değil, emek-yoğun üretimi tercih etmektedir. Bu sebeple firmaların büyük bir kısmı fiyat değişimleri karşısında iş sözleşmelerinin süresini beklemek zorundadır. Fiyat katılığının geçerli olduğu durumda parasal aktarım mekanizması içinde her bir kanal, ekonomideki reel değişkenleri farklı büyüklükte ve farklı hızlarda etkilemektedir (Sever, 2019: 23; Taşkın, 2015: 53-54).

### 1.4.3. Finansal Sistemin Yapısı

Finansal sistemin yapısı; finansal piyasaların derinliği ve gelişmişlik düzeyi, alternatif finansman kaynaklarının mevcudiyeti, borçlanma kısıtları, bankacılık sektörüne dair hukuk sisteminin etkinliği ve bankacılık sektöründeki rekabet gibi unsurlardan oluşmaktadır. Finansal piyasaların serbest olduğu durumda, borç-tasarruf kararlarını etkileyen faiz oranlarının, para piyasası faiz oranlarına duyarlılığı parasal aktarım sürecini önemli ölçüde etkilemektedir. Söz konusu duyarlılığın derecesi ise finansal sistemin yapısı tarafından belirlenmektedir (TCMB, 2013a: 7).

Kredi ve mevduat faizlerinin merkez bankası kontrolü altında bulunan faiz oranlarındaki değişmelere duyarlılığı, para politikalarının reel ekonomiye aktarımının ne kadar hızlı ve güçlü olacağını göstermektedir. Kredi ve mevduat faizlerinin duyarlılık seviyesini belirleyen en önemli unsur ise bankacılık sektörünün rekabet derecesidir. Rekabetçi bir ortamda çok sayıda bankanın bulunması, fonlama maliyetlerindeki bir değişimin kredi ve mevduat faiz oranlarını etkileme hızını artırmaktadır. Tersine, az sayıda bankanın bulunması, oligopolistik bir fiyatlamaya neden olarak söz konusu duyarlılığa yavaş ve asimetrik bir nitelik kazandırmaktadır. Ayrıca, bankacılık sektörü içinde kar maksimizasyonu amacı taşımayan devlete ait veya devlet destekli bankaların paylarının artması da kredi ve mevduat faizlerinin merkez bankası kontrolündeki kısa vadeli faiz oranlarına olan duyarlılığını azaltmaktadır.

Duyarlılık derecesini etkileyen diğer unsurlar alternatif fon kaynakları, sermaye ve tezgah üstü piyasaların varlığı ile ekonomik birimlerin bu kaynaklara erişme olanaklarıdır. Ayrıca güçlü bir sermaye piyasasının bulunması da politika değişikliklerinin reel ekonomiye olan etkilerini güçlendirmektedir. Gelişmiş ve rekabetçi nitelikteki sermaye piyasaları, para piyasası faiz oranlarındaki bir değişiklikten, mevduat ve kredi faiz oranlarına nazaran daha hızlı etkilenmektedir. Bu çerçevede güçlü sermaye piyasaları, para politikalarının bankalar üzerindeki etkisini artırmaktadır (Kamin ve diğerleri, 1998: 22-28).

Finansal sistemin yapısı, para politikası faiz oranları duyarlılığının dışında hangi aktarım kanalının etkin işlediğini de belirlemektedir. Monopol gücüne sahip birkaç bankanın oluşturduğu finansal sistem içinde faiz oranı kanalının etkisi

zayıflarken; finansal varlık çeşitliliğindeki azalma da varlık fiyatları kanalının etkinliğini kaybetmesine neden olmaktadır. Ayrıca finansal yönden gelişmemiş olan ekonomilerde dış ticaret işlerinin devlet kontrolünde yapılması sebebiyle döviz kuru kanalı da etkinliğini yitirmektedir. Tüm bunlara karşın çok sayıda aracı kurumun faaliyet gösterdiği ve yüksek ürün çeşitliliği içeren gelişmiş bir finansal sistem, faiz oranı, döviz kuru ve varlık fiyatları kanallarının daha etkin işlemlerini sağlamaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 8-9).

#### **1.4.4. Finansal Sözleşmelerde Vade Yapısı**

Finansal sözleşmelerin vadesi, politika değişikliğinin borçluların nakit akışında yarattığı değişimler yoluyla ekonomik aktiviteyi etkileyebilme gücü ile doğrudan ilişkilidir (TCMB, 2013a: 7). Ekonomik aktivite üzerindeki etki yalnızca para politikası değişikliğinin mevduat ve kredi faizlerini değiştirmesine değil, para politikası değişikliğiyle belirlenen yeni faiz oranının finansal sözleşmelere yansımaya süresine de bağlıdır. Bu bağlamda iki önemli unsur ön plana çıkmaktadır. Bu unsurlardan ilki finansal sözleşmelerin vadesidir. Finansal sözleşmelerde vade kısaltıldıkça, yeni sözleşmeler politika faizinin etkilediği piyasa faiz oranından yapılmakta ve para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki etkisi hızlanmaktadır.

Vade yapısı, gelecek enflasyon ve para politikasının enflasyona vereceği tepkilere ilişkin beklentilerle oluşmaktadır. Dolayısıyla vade yapısı zaman içinde değişmekte ve ekonomiler arasında farklılık göstermektedir. Ekonomiler arasındaki farklılık ise merkez bankasının kredibilitesi ve enflasyonla mücadeleye bağlılığına ilişkin beklentilerin farklı olmasından kaynaklanmaktadır.

Değişen para politikası faiz oranlarının finansal sözleşmelere yansımaya süresine ilişkin ikinci önemli unsur ise, kredilere ve mevduatlara uygulanan faiz oranlarının vadesi tamamlanmadan önce değiştirilip/değiştirilemeyeceğidir. Sözleşmelerin değişken faiz oranları ile yapılması, kredi borçluları ve mevduat sahiplerinin faiz oranlarından doğrudan etkilenmesine ve değişen para politikasının, ekonomik aktivite üzerindeki etkisinin daha hızlı bir şekilde ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Kamin ve diğerleri, 1998: 31-32; Egert ve MacDonald, 2006: 10).

#### 1.4.5. Sermaye Hareketleri

Ekonominin büyüklüğü, dış ticaret hacmi ve sermaye akımlarına açıklık derecesi, döviz kuru kanalının etkinliğini ve para politikasının faiz oranlarını kontrol edebilme yeteneğini belirlemektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 9).

Sermaye hareketleri serbestisi altında uygulanan para politikasının, reel ekonomi üzerinde ne derecede etkili olacağı, uygulanan kur rejimi ve yurtiçi finansal varlıkların, yurtdışı finansal varlıklarla ikame edilebilirlik derecesi tarafından belirlenmektedir (TCMB, 2013a: 8). Sermaye hareketleri serbestisi ile dalgalı kur rejiminin uygulandığı bir ekonomide, para politikası iki kanal üzerinden işlemektedir. Bu kanallardan ilki, merkez bankasının para arzında bir değişim yaratmak suretiyle uyguladığı para politikasının reel ekonomi üzerinde etkiler meydana getirmesine olanak veren faiz oranı kanalı ve likidite etkileridir. İkinci kanal ise para politikasının, toplam talep ve fiyatları döviz kuru üzerinde yarattığı değişimlerle etkilediği döviz kuru kanalıdır. Yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıkların ikame edilebilirlik derecesinin artması, kurların faiz oranlarındaki değişimlere vereceği tepkiyi artırmakta ve para politikasının etki alanını genişletmektedir.

Sermaye hareketleri serbestisi altında sabit kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde ise yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesinin para politikası üzerindeki etkisi yukarıda anlatılan durumun tersi şekilde işlemektedir. Böyle bir ekonomide yurtiçi ve yurtdışı varlıkların tam ikame olduğu durumda, merkez bankası tarafından yapılan bir para politikası değişikliği, ekonomideki parasal koşulları değiştirmemektedir. Söz konusu varlıkların arasındaki ikame oranının düşük olması ise merkez bankalarının yurtiçi faiz oranlarında, yurtdışı faiz oranlarının etkisi olmadan değişiklik yapabilme olanaklarını artırmaktadır. Diğer bir ifade ile merkez bankası tarafından bağımsız bir para politikasının uygulanabilme olanağı, yurtiçi finansal varlıkların, yurtdışı finansal varlıklarla ikame edilebilirlik derecesi ile ters yönde ve aynı oranda değişmektedir.

Sermaye hareketlerinin artmasının önemli bir etkisi de gelişmekte olan ekonomilerdeki firmaların birçoğunun, yurtdışından finansman bulma olanaklarının artmasıdır. Yurtdışından borçlanma olanaklarının artması ile firmaların yurtiçi kredilere olan bağımlılığı azalmakta ve para politikasının toplam talep üzerindeki

etkisi azalmaktadır. Firmalar yurtiçi kredi faizlerini yükselten daraltıcı bir para politikası sonucunda dış borçlanmaya yönelmektedirler. Bu da daraltıcı para politikasının etkisinin azalmasına yol açmakta ve yurtiçindeki bankaların kredi faiz oranlarını artırmaları önünde bir engel oluşturmaktadır. Dolayısıyla dalgalı kur rejiminde yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farkta meydana gelen bir değişim, döviz kurunda eş bir değişimle dengelenmediği sürece para politikasının harcamalar üzerindeki etkisi azalmaktadır (Kamin ve diğerleri, 1998: 34-35).

#### **1.4.6. Finansman Kaynakları**

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üzerinde etkili olan bir diğer faktör de finansman kaynaklarıdır. Parasal aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde işlemesinin önkoşullarından biri, firma ve hanehalklarının banka kredilerine bağımlılık derecesidir. Söz konusu bağımlılık derecesi arttıkça, hanehalkı ve firmaların yatırım ve tüketim harcamalarının parasal aktarım mekanizması kanalları ile etkilenebilme gücü artarken; tersi durumda bu etki azalmaktadır. Yatırımların iç finansman ile gerçekleştirildiği ve finansal aracılık faaliyetlerinin gelişmemiş olduğu ekonomilerde, banka kredilerine bağımlılık derecesinin düşük olması sebebiyle para politikasında yapılan değişikliklerin toplam talebe etkisi sınırlı olmaktadır (TCMB, 2013a: 8). Bankalar, hanehalkı ve firmalardan topladıkları tasarrufları, yatırımların ve bazı durumlarda tüketim harcamalarının finansmanı için kredi olarak kullanılmaktadır. Bankalar tarafından gerçekleştirilen bu işlemler, finansal aracılık faaliyetlerinin geliştiği ekonomilerde önemli bir hacme sahiptir. Dolayısıyla banka kredilerine bağımlılık derecesinin yüksek olduğu gelişmiş ekonomilerde, para politikasında yapılan değişikliklerin toplam talebe etkisi daha yüksek olmaktadır (Gür, 2003: 42; Kamin ve diğerleri, 1998: 38).

#### **1.4.7. Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları**

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi, ekonomideki birimlerin finansal yapıları çerçevesinde farklılık gösterebilmektedir (TCMB, 2013a: 8). Bu farklılığın nedeni ise, ekonomik birimlerin borçlanma ve harcama davranışlarının genel

ekonomik durumlarına göre şekillenmesidir. Hanehalkı ve firmaların finansal yapılarının ekonominin belirli bir kesimi için güçlü, diğer bir kesimi için zayıf olması, para politikasının bu ekonomik birimler ve dolayısıyla reel ekonomi üzerinde yaratacağı etkilerin tahmin edilebilirliğini azaltmaktadır.

Finansal sistemin gelişmediği veya sınırlı bir gelişim gösterdiği ekonomilerde, ekonomik birimlerin tasarrufları ağırlıklı bir şekilde bankacılık sisteminde toplanmakta ve diğer finansal araçlara ilişkin yatırım oranı düşük seviyelerde seyretmektedir. Bu ekonomilerde, varlık fiyatları kanalı düşük bir etkiye sahiptir. Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte firma ve hanehalkı portföylerinin çeşitlenmesi ve bu ekonomik birimlerin para politikalarına olan duyarlılıklarının artması beklenmektedir.

Hanehalkı ve firmaların bilanço pozisyonlarının gücü ile para politikasının bu birimlerin borçlanma ve harcama kararları üzerindeki etkisi ters orantılıdır. Daraltıcı bir para politikası uygulanması durumunda varlıklarının borçlarından fazla olduğu güçlü bilançolara sahip firmalar, varlık fiyatlarında yaşanan veya yaşanması beklenen düşüş karşısında herhangi bir endişeye kapılmamaktadır. Böylesi bir durumda para politikasının bu firmaların harcamaları üzerindeki etkisi kısıtlı olmaktadır. Aksine, varlıklarının borçlarından daha az olduğu zayıf nitelikte bilançoya sahip firmalar için varlıklarının fiyatlarında yaşanacak bir düşüş, firmanın likiditesini ve borçlarını ödeme gücünü oldukça etkilemektedir. Bu durum firmanın borçlanmasında ve harcama kararlarında keskin bir azalmaya sebep olmaktadır. Dolayısıyla hanehalkı ve firma bilançolarının gücü arttıkça, para politikası değişikliklerinin, harcamalar üzerindeki etkisi aynı oranda azalmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 37-38; Kamin ve diğerleri, 1998: 43-44). Daha açık bir ifadeyle gelişmiş bir finansal sistem, para politikası kararlarının kredi kanalı dışında varlık fiyatları kanalı ile de reel ekonomiye aktarımını mümkün kılar; bu mekanizmanın güçlü bilanço pozisyonuna sahip ekonomik birimler üzerindeki etkileri azalmaktadır.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE’DEKİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİ**

Parasal aktarım mekanizması açısından Türkiye ekonomisi, 2001 öncesi ve sonrası olarak iki döneme ayrılabilir. Enflasyonun kontrol altına alınması ve finansal piyasalarda istikrarın sağlanması amacıyla nominal döviz kurunun temel politika aracı olarak kullanıldığı 2001 öncesi dönemde sabit döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulanmıştır. Dolayısıyla bu dönem içinde ekonomik birimlerin beklentileri ve fiyatlama davranışları da döviz kuruna endekslenmiştir. 2001 Krizi sonrasında yaşanan yapısal dönüşüm süreciyle birlikte Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)’nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş ve araç bağımsızlığına kavuşturulmuştur. 2002-2005 döneminde örtük, 2006 sonrasında ise açık enflasyon hedefleme rejimi uygulayan TCMB, bu doğrultuda kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Dalgalı kur rejimi ile birlikte enflasyon hedefleme stratejisinin uygulandığı 2002 yılı sonrasında kurlarda artan oynaklık, döviz kurunun ekonomik birimler için referans olma özelliğini yitirmesine neden olmuştur. Bu dönem itibarıyla uygulanan para ve maliye politikalarıyla mali baskınlığın azalması, finansal piyasaların derinlik kazanması ve ekonomide güven ortamının temin edilmesi parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmıştır (TCMB, 2013a: 9-10). 2008 Küresel Krizin yol açtığı ekonomik sorunlar, fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da temel amaç olarak benimsenmesini gerekli kılmıştır. Her iki amacın da tek bir politika değişkeni olan politika faizinin kullanımıyla eş zamanlı olarak gerçekleştirilememesi nedeniyle TCMB; 2010 yılı itibarıyla fiyat istikrarı ile finansal istikrarın bir arada sağlanabilmesi amacıyla birden fazla politika aracının bir arada kullanıldığı yeni bir para politikası yaklaşımını benimsemiştir.

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’deki para politikası uygulamaları ve bu çerçevede parasal aktarım mekanizmasının işleyişi; 1980-2001 dönemi ve 2001 sonrası dönem olmak üzere iki ana başlık altında incelenecektir.

## **2.1. 1980-2001 DÖNEMİ**

1980-2001 dönemi, Türkiye’de piyasaların kurulmaya başlandığı, finansal sistemin işlev kazanması amacıyla gerekli altyapının temin edildiği ve enflasyonun kontrol altına alınması amacıyla farklı para politikası stratejilerinin uygulandığı bir dönem olmuştur. Diğer bir deyişle bu dönem, para politikalarının reel ekonomiye aktarım süreci olarak ifade edilen parasal aktarım mekanizmasının işler hale getirilmesi için gerekli altyapının temin edildiği dönem olarak da değerlendirilebilmektedir. Bu çerçevede söz konusu dönem; Türkiye’nin dışa açıldığı 1980-1990 dönemi, TCMB’nin para arzı üzerinde kontrolünün arttığı 1990-2000 dönemi ve enflasyona ilişkin beklentilerin döviz kurundaki değişimlere endekslediği 2000-2001 dönemi olmak üzere üç alt başlıkta incelenmiştir.

### **2.1.1. 1980-1990 Dönemi: Dışa Açılma Dönemi**

1930 yılında kurulan TCMB’nin temel görevi ekonomik kalkınmanın desteklenmesi olarak belirlenmiştir. Ekonomik büyümenin birinci (1933-1937) ve ikinci (1938-1942) beş yıllık sanayi planları süresince ve sonrasında TCMB kaynakları tarafından finanse edilmesi, ödemeler dengesinin bozulması ve enflasyon artışı ile sonuçlanmıştır. 1963 yılında Devlet Planlama Teşkilatının kurulması sonucu ithal ikameci sanayileşme stratejisi benimsenmiş, 1960’ların sonundaki döviz rezervi eksikliği ve dış ticaret açığı kaynaklı ödemeler dengesi krizi sebebiyle 1970 yılında Türk Lirası (TL) devalüe edilmiş ve ithalattaki miktar kısıtlamaları artırılmıştır. İthal ikameci sanayileşme stratejisi altında, 1973 ve 1979 yıllarında yaşanan petrol krizleri, girdiler içinde önemli bir yer tutan petrol fiyatlarını ve dolayısıyla enflasyonu artırmıştır. Artan enflasyon karşısında uygulanan genişletici maliye politikaları ile birlikte iç borçların bara basılarak kapatılmaya çalışılması enflasyondaki artışı daha da hızlandırmıştır. 1970’lerin sonunda Türkiye ekonomisi, yüzde yüz oranında enflasyon, döviz rezervi eksiği ve cari işlemler açığıyla karşı karşıya kalmış, bu olumsuz tablo 1980 yılında zirveye tırmanmıştır (Erkan, 2003: 2-3).

Türkiye ekonomisinde finansal piyasaların görünüşü, 1980 öncesinde aşağıdaki şekilde özetlenebilmektedir (Binay ve Kunter, 1998: 11):

- Mevduat faiz oranları ile kredi faiz oranları üzerinde faiz kontrolleri mevcuttu.

- Mevduat sahipleri ve bankalar için kambiyo kısıtlamaları vardı.
- Ekonomik birimlerin, portföylerinde döviz bulundurmaları yasaktı.
- Para politikası üzerinde birokrasi sektörün sübvansede edilmesinde kullanılan tercihli kredilerin önemli bir rolü vardı.

- Kalkınma amacıyla öncelikli kesimlere ucuz kredi sağlanmaktaydı.
- Finansal piyasa işlemleri ve gelirleri diğer gelirlere nazaran daha yüksek bir oranla vergilendirilmekteydi.

- Finansal aracılık hizmetlerinin maliyeti yüksekti.
- Kurumsallaşmış bir finansal sistem mevcut değildi.
- Yerli ve yabancı bankaların finansal sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmişti.

- Menkul kıymetler piyasasının olmaması sebebiyle firmaların nihai finansman kaynakları banka kredileriydi.

- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları yüksekti.
- Para piyasası yok kabul edilebilecek düzeyde sınırlıydı.
- Bankalar anonim şirket olarak faaliyet gösterebilmekteydi.

Yukarıda özetlenen ve 1970-1980 döneminde yaşanan yüksek oranda enflasyon artışı, cari işlemler açığına bağlı olarak artan bütçe açığı, yatırım ve tasarruf arasındaki makasın sürekli olarak açılması ile finansal piyasaların durumu ithal ikameci sanayileşme stratejisinin terk edilmesine zemin hazırlamıştır. Türkiye ekonomisinde, 24 Ocak 1980 Kararlarıyla ithal ikamesi yoluyla sanayileşme stratejisinden vazgeçilerek, ihracat yoluyla sanayileşme stratejisi uygulanmaya başlanmıştır. 24 Ocak 1980 Kararları, parasal aktarım mekanizmasının etkili bir şekilde işleyebilmesi için gerekli altyapıyı hazırlaması sebebiyle büyük bir öneme sahiptir.

24 Ocak 1980 Kararlarının para piyasaları açısından önemli maddeleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Erkan, 2003: 4, 6-7):

- Türk Lirası %48.6 oranında devalüe edilmiş ve döviz piyasası üzerindeki kontroller kaldırılarak döviz alım-satımı serbestleştirilmiştir.

- Faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılarak reel faiz politikası izlenmiştir.

- Ekonomik istikrar ve serbestleşme sürecindeki en önemli yenilik kur politikasında yaşanmıştır. 1980 öncesi dönemde katı kambiyo denetimi altındaki sabit kur sistemi, yerini daha esnek kur politikalarına bırakmıştır.

- TCMB bünyesinde, ihracatın desteklenmesi amacıyla İhracatı Teşvik Fonu oluşturulmuş ve bu alanda faaliyet gösteren girişimcilerin faaliyetleri, söz konusu fon ile sübvansede edilmiştir.

- Devlet Planlama Teşkilatı, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı arasındaki koordinasyonu sağlamak amacıyla Para ve Kredi Kurulu oluşturulmuş ve para politikaları ve kredi politikaları ile ilgili kararları almakla yetkilendirilmiştir.

24 Ocak Kararları bir istikrar paketi niteliği taşımaktadır. Bu kararların enflasyon artışını engellemek ve ödemeler dengesindeki bozulmayı önlemek şeklinde iki temel hedefi bulunmaktadır. 1970'lerin sonundan itibaren üç haneli rakamlarla ifade edilen enflasyon oranları ve yüksek dış ticaret açıkları, 24 Ocak 1980 Kararları sonrasında serbest faiz politikası ile birlikte esnek döviz kuru politikasının uygulanması neticesinde 1981-1982 döneminde iki haneli rakamlara indirilmiştir.

1983 yılında para ve maliye politikalarında görülen gevşeme sonucu 1981 ve 1982 yıllarında enflasyondaki artış hızının gerilemesinde kaydedilen gelişme tersine dönmüş, pozitif düzeylere ulaşan reel faiz oranlarının tekrar negatife dönmesi de enflasyonun hızlanmasına katkı sağlamıştır. Şöyle ki 1983 yılı için enflasyon oranının, hem hedeflenen rakamın hem de faiz oranlarının üzerinde gerçekleşmesi reel faiz oranlarını negatife döndürmüştür. Reel faiz oranlarındaki bu dönüşüm ise tüketim harcamalarını artış eğilimine sokmuştur. 1980 yılında kredi ve mevduat faiz oranlarının piyasa şartlarında oluşması neticesinde TCMB'nin mevduat faizini bir politika aracı olarak kullanması engellenmiştir. 1981 yılında para politikasının etkinliğini artırmak ve finansal piyasalar üzerinden fon transfer sistemi geliştirmek amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulan Sermaye Piyasası Kurulu, 1983 yılı itibariyle operasyonel olarak göreve başlamıştır (Erdoğan, 2012: 102-107; Göktaş, 2010: 54; TCMB, 1984: 52, 64).

1984 yılı içinde ödemeler bilançosunu iyileştirmek ve enflasyondaki artışın önüne geçmek için daraltıcı para politikası uygulanmış ve nominal faizler artırılmıştır.

Fakat dış ticaret ve serbestleştirilen ödemeler sistemi sebebiyle TCMB'nin dış varlıklarının beklenenin üzerinde artmasına bağlı olarak parasal büyüklükler hızla genişlemiştir. Para arzının artış hızını engellemek üzere yılın devamında, TCMB tarafından sağlanan reeskont kredilerinin durdurulması, disonibilite oranının yükseltilmesi, zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına ilişkin cezai faiz oranlarının artırılması gibi bir takım önlemler alınmıştır. Ancak yüksek enflasyon sebebiyle reel faiz oranları yılın büyük bir bölümünde düşük düzeylerde kalmış ve reel döviz kuru değeri lenmiştir. Buna bağlı olarak azalan para talebi karşısında ekonomide likidite fazlası oluşmuş dolayısıyla enflasyon üzerindeki baskı devam etmiştir. 1984 yılı itibariyle kambiyo rejimine de düzenleme getirilmiştir. Ekonomik birimlerin döviz bulundurması ve dövizle işlem yapması suç olmaktan çıkarılmış, bankalarda döviz tevdiat hesapları açmaları serbestleştirilmiştir.

1985 yılında TCMB, para arzı üzerindeki kontrolünü, rezerv para ve rezerv para çarpanının etkilenmesi yoluyla sağlamıştır. TCMB tarafından kamu kesimine verilen kredilerdeki artıştan kaynaklanan rezerv para artışı, özel kesime tahvil ve hazine bonosu satışları, zorunlu faiz oranlarının düşürülmesi gibi tedbirlerle önlenmeye çalışılsa da esas olarak TCMB tarafından kamu kesimine kullandırılan kredilerin kontrol altına alınması ile yavaşlatılabilmektedir. Ayrıca reel faiz oranlarının yüksek seviyelerde tutulması ve TL'ye değer kaybettirilmesi sonucunda para talebinin artırılması, para arzındaki artışın enflasyon üzerinde meydana getireceği etkiyi azaltmıştır (TCMB, 1985: 35-36; TCMB, 1986: 27-28).

1986 yılı Fransa, Almanya, ABD ve İsviçre ekonomilerinin, 1970-1980 döneminde uyguladıkları parasal hedefleme stratejisinin Türkiye'de uygulanması adına TCMB bünyesinde piyasaların kurulmaya başlandığı bir geçiş döneminin başlangıcıdır (Erdoğan, 2012: 107). Bu çerçevede 1986 yılından başlanarak bir takım düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler; Bankalararası Para Piyasası'nın (BPP) kurulması, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) faaliyete geçirilmesi ile bu çerçevede birçok yeni finansal yatırım aracının da sisteme dahil edilmesi ve API'nin 4 Şubat 1987 tarihi itibariyle bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmasıdır (Erdoğan, 2012: 107; Akçay, 1997: 100-101). Dolayısıyla 1986-1989 dönemi, Türkiye'de parasal hedefleme stratejisine geçiş için gerekli altyapının oluşturulduğu bir dönem olmuştur. Nitekim bu dönemde TCMB tarafından hazırlanan

parasal programların esas amacı, parasal hedefleme stratejisinde olduğu gibi enflasyonun düşürülmesi değil, merkez bankası bilançosunun kontrol altına alınmasıdır. Bu amaçla TCMB tarafından 1986 yılında ilk defa, M2 para arzının hedef olarak belirlendiği, bu hedef doğrultusunda ise rezerv para artışının kontrolüne dayalı bir parasal program oluşturulmuştur. Ayrıca TCMB tarafından 1987 ve 1989 yıllarında da parasal programlar hazırlanmış ancak kamuoyu ile paylaşılmamıştır (Eren, 1999: 156; Korap, 2011: 11-14). Parasal hedefleme stratejisine geçiş için gerekli koşulların sağlanmasına yönelik olarak yapılan düzenlemeler, parasal aktarım mekanizmasının işlev kazanması açısından da önem taşımaktadır. Bu bağlamda BPP'nin kurulması, bu piyasada aracılık işlevini üstlenen TCMB'nin, kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirmek suretiyle bankaların kredi arzları üzerinde bir değişim meydana getirerek, banka kredi kanalına etkinlik kazandırmaktadır. Bunun yanında İMKB'nin faaliyete geçirilmesi ve yeni yatırım araçlarının finansal sisteme kazandırılması da finansal piyasaların derinleşmesini, dolayısıyla varlık fiyatları kanalının önem kazanmasını sağlamaktadır. API'nin bir para politikası aracı niteliğinde kullanılmaya başlanması da toplam rezervlerin kontrolü sonucu parasal aktarım kanallarında değişim meydana getiren kısa vadeli faiz oranlarının yönlendirilebilmesine imkan sağlamaktadır (Kasapoğlu, 2007: 8).

1987'den itibaren kamu açıklarındaki artış, enflasyon artışının hızlanması, finansal piyasalarda yaşanan dengesizlikler ve TL'den kaçsın önlenmesi amacıyla Şubat 1988 tarihinde bir takım önlemler alınmıştır. Bu çerçevede TCMB ilk olarak faiz oranlarını artırmış dolayısıyla faiz kanalı üzerinden finansman maliyetlerini artırarak toplam üretimi kısımıştır. Bu çerçevede TCMB, 1988 yılının ilk çeyreğinde BPP'ye alt ve üst sınırlar getirerek, çift yönlü kotasyon sistemi uygulaması başlatmış, vadesiz döviz hesaplarına uygulanan munzam karşılık oranlarını artırmış ve TL üzerindeki denetimini güçlendirmek amacıyla bu karşılıkların TL cinsinden yatırılmasına ilişkin düzenlemelerde bulunmuştur. Ayrıca kur politikaları ile bankacılık sisteminde döviz ve efektif rezervlerinin kullanımında etkinliğin sağlanması amacıyla Ağustos 1988'de yine TCMB bünyesinde döviz ve efektif piyasaları açılmıştır. Alınan önlemler özel sektörün fiyatlama davranışı ile birlikte üretim ve yatırım kararlarını olumsuz etkileyerek, enflasyonun hızla artmasına ve ekonomide durgunluğa sebep olmuştur (Erdoğan, 2012: 112).

Ağustos 1989'da sermaye hareketleri ve döviz işlemleri tamamen serbestleştirilmiştir. 1980 öncesinde dolaysız para politikası araçlarını kullanan TCMB, bu dönemden 1988 yılına kadar dolaylı para politikası araçlarına geçiş süreci yaşamış, 1989 yılı itibarıyla dolaylı para politikası araçlarından ağırlıklı olarak piyasa bazlı araçları kullanmaya başlamıştır. 1989 yılına kadar bir para politikası aracı olarak kullanılmak yerine kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılan orta ve uzun vadeli reeskont kredileri, 1989 yılı Ekim ayında alınan kararla yalnızca bankacılık sisteminin likidite düzeyi üzerinde kontrol sağlamak amacıyla kullanılacak kısa vadeli kredilerden oluşmak kaydıyla sınırlandırılmıştır. Böylece reeskont kredileri yalnızca para politikasının yürütülmesinde kullanılacak bir araç haline gelmiştir. Sıcak para girişinin artması, gümrük vergilerinin düşürülmesi, reel ücretlerde yaşanan ani artışlar ile yeni finansal araçların sağlamış olduğu olanaklar sayesinde yurtiçi talep, büyük oranda canlanmış ve ekonomi hızlı bir büyüme dönemine girmiştir (Akçay, 1997: 102-103; Kesriyeli, 1997: 18-19; Binay ve Kunter, 1998: 21).

### **2.1.2. 1990-2000 Dönemi: Parasal Hedefleme**

Parasal hedefleme stratejisi, merkez bankasının, ekonomik birimleri ekonomide likidite fazlasının oluşmayacağına inandırmak amacıyla enflasyonla doğrudan etkileşim içinde olan parasal değişkenler üzerine hedefler koymak ve bu hedefleri gerçekleştirmek suretiyle uyguladığı bir hedefleme stratejisidir. Parasal hedefleme stratejisinde, parasal bir büyüklüğe ilişkin artış oranı hedef olarak belirlenmektedir. Bu çerçevede merkez bankası parasal taban, geniş para arzı veya kredi büyüklüklerinin artış oranını hedeflemektedir. Parasal hedefleme stratejisi, temelde para arzının merkez bankalarınca kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır. Bu yönlendirmenin başarılı olması ise gelişmiş para ve sermaye piyasalarının varlığıyla mümkün olmaktadır (Cukierman, 1996: 4-5; Erdoğan, 2005: 39; Kalaycı, 2002: 275).

1990 yılı TCMB tarafından ilk defa parasal program ilan edilen yıldır. TCMB, parasal programın hedefleri olarak toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası olarak dört bilanço

kaleminin seçildiğini açıklamıştır. Ayrıca programda ilan edilen hedefler gerçekleştirilirken finansal piyasaların korunmasına da özen gösterileceği, TCMB'nin likidite yaratmak amacıyla TL cinsinden kredi açmak yerine döviz işlemlerini tercih edeceği de açıklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedefleyen parasal programın, döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmaksızın işlemesi amaçlanmıştır. Parasal program ile TCMB bilançosu yeniden düzenlenmiş ve şeffaflaştırılmış, ilan edilen hedefler yeniden düzenlenen bu bilanço üzerinden seçilmiştir. Parasal programdaki hedeflerin gerçekleşmeleri açısından iç varlıklar ve toplam iç yükümlülüklerle ilişkin hedefler tutturulmuş, bilanço büyüklüğü hedeflenen üst sınırı aşmış ve merkez bankası parası ise hedeflenenin altında kalmıştır. Hedeflerin tutturulabilmesini sağlayan en önemli nokta iç kredi genişlemesinin sınırlandırılmış olmasıdır (TCMB, 1991: 31-32; Özer, 2011: 13). Finansal piyasalardaki istikrarın korunmasına da dikkat edileceği açıklanan parasal programın uygulandığı 1990 yılında, faiz oranları ve döviz kurları üzerinde aşırı bir dalgalanma gözlemlenmemiştir.

1991 yılında Körfez Krizi ile birlikte artan kamu açıkları sebebiyle ekonominin faiz, ücret, döviz kuru ve fiyat gibi değişkenlerine dair göstergeler bozulmaya başlamıştır. TCMB tarafından bu yıl için parasal program ilan edilmek yerine, TL ve döviz piyasalarındaki istikrarın korunması ve rezerv paradaki büyümenin kontrol altına alınması amaç edinilmiştir. Bu çerçevede merkez bankası rezervleri de göz önünde bulundurularak, kurlarda meydana gelecek olası baskılar engellenmeye çalışılmıştır. 1989-90 döneminde yaşanan sermaye girişi, 1991 yılında Körfez Krizi ve diğer etkenler sebebiyle geçmiş yıllardakinin aksine net sermaye çıkışı olarak kendini göstermiştir. Bu durum TL'yi değer kaybına uğrattırırken, döviz talebini artırmış ve dolayısıyla kurlar üzerinde büyük bir baskı oluşturmuştur. Parasal genişleme ve belirsizliklerin tetiklediği enflasyonist beklentiler, faizlerin artırılmasını gündeme getirmiş, böylece döviz kurlarındaki dalgalanmanın yanına faiz oranları da eklenmiştir. Faiz oranları ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların meydana geldiği 1991 yılı, para piyasaları için istikrarsız bir yıl olmuştur (Kesriyeli, 1997: 21; TCMB, 1992: 11, 28, 34).

1992 yılında, aynı 1990 yılında olduğu gibi TCMB bilançosunun kontrolünü amaçlayan bir parasal program açıklanmış, bilanço üzerinden sırasıyla bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, Net İç Varlıklar (NİV) ve merkez bankası parası

olmak üzere dört kalem seçilmiş ve bu büyüklükler üzerinden hedefler belirlenmiştir. Parasal program çerçevesinde, kamu kesimine yıl boyunca kullanılması hedeflenen kaynakların tamamının yılın ilk çeyreğinde kullanılması üzerine TCMB, programın ana amacına ulaşamayacağını kabullenerek, yılın devamı için para politikası ile kurdaki aşırı dalgalanmanın önüne geçmeyi amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda TCMB, döviz satmak suretiyle döviz piyasalarına müdahalede bulunurken, ortaya çıkan likiditenin döviz piyasaları üzerinde oluşturacağı baskıyı önlemek adına API'yi aktif olarak kullanmıştır. Parasal programının hedef değişkenlerden biri olan merkez bankası parası, API'den doğan yükümlülüklerin artması sonucu hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir. 1992 yılı parasal programı yüksek mali baskınlık sebebiyle başarısızlıkla sonuçlanmıştır (TCMB, 1993: 11-12, 39, 41).

TCMB 1993 yılı için parasal program açıklamamıştır. Bunun sebebi ise kamu kesimi finansman açıklarının kontrol altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması ve bu durumda parasal program ilan edilse dahi uygulanmasının mümkün olmadığının bir önceki yıl tecrübe edilmiş olmasıdır. 1993 yılında da 1991 yılında olduğu gibi finansal piyasalarda istikrarın korunması gözetilerek, döviz kuru ve faiz oranlarının istikrarlı hareketi amaçlanmıştır. 1993 yılında hükümetin ilk kısa vadeli hedefinin, kamu bütçesi üzerinde baskı yaratan faizlerin düşürülmesi olduğunun açıklanması ile 1993 yılına kadar TL'nin ABD doları karşısında değerlendirilmesi ve bu durumun sürdürülmesinin amaçlanması bir arada değerlendirildiğinde, ekonomide iki adet nominal çıpanın bulunduğu gerçeği ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda bir yandan kurların değer kaybetmesi engellenirken, öte yandan faizleri azaltıcı nitelikte bir baskı oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda hazine ihalelerinin iptalinin gerçekleştirilmesi finansal piyasalarda istikrarsızlığın artmasına ve kurlar üzerinde aşırı dalgalanmalara yol açarak, enflasyona ilişkin olumsuz beklentileri artırmıştır. Enflasyonist beklentilerin oluşturduğu belirsizlik, dövize yönelik talebi artış eğilimine sokmuş ve 1994 Krizine temel oluşturmuştur (Erdoğan, 2012: 122).

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle yurtdışından sağlanan kredilerin Devlet İç Borçlanma Senetlerine (DİBS) yatırılması ve bu yolla yüksek karlar elde edilebilmesi, bankaların yüksek oranda döviz açık pozisyonunda faaliyet göstermelerine sebep olmuştur. Ayrıca karşılık oranlarının döviz tevdiat

hesaplarına, TL mevduatlarından daha düşük uygulanmasının sağladığı maliyet avantajı da bankaların döviz açık pozisyonunda çalışmalarına katkıda bulunmuştur. Artan kamu açıklarına paralel olarak yükselen iç faiz oranları kısa vadeli sermaye girişlerini hızlandırarak TL'nin reel olarak aşırı değerlendirilmesine yol açmıştır. Yüksek kamu açıkları, iç dengenin yanı sıra dış dengeyi de bozarak dış ticaret açıklarına neden olmuştur. 1993 yılında kamu açığı ve dış ticaret açığında gerçekleşen önemli artışlar sonucunda 1994 yılında ülkenin kredi notunun düşürülmesi ve hazinenin, faizlerin düşürülmesi amacıyla çok düşük miktarlarda borçlanması ile birlikte bankacılık kesimi döviz açık pozisyonlarını kapatmaya çalışmıştır. Bu durum ise döviz kurlarının artmasına yol açmış ve finansal piyasalarda krize neden olmuştur (Önder, 2005: 191; Akçay, 1997: 119). Merkez bankası yılın ilk üç ayında kamu açıklarının piyasalara etkilerini azaltmak için API yoluyla borçlanarak bir yandan para arzı üzerinde kontrol sağlamaya, öte yandan doğrudan döviz satarak kurlardaki artışı dengelemeye çalışmıştır. Kurlardaki yükseliş ile birlikte yaşanan büyük miktarda sermaye çıkışları, merkez bankası döviz rezervlerini hızlı bir şekilde ve büyük oranda eritmiş, TCMB net döviz rezervleri 1993 yılsonuna göre 1.2 milyar ABD doları azalmıştır. Finansal krize ilişkin olarak "5 Nisan Ekonomik Önlemler ve Uygulama Planı" adı altında bir istikrar paketi açıklanmıştır. Bu önlemlerle kısa vadede enflasyonun düşürülerek finansal piyasalarda istikrar ve döviz kurlarında dengenin sağlanması, orta vadede ise finansal piyasalarda istikrarsızlık yaratan yüksek düzeydeki kamu açıkları ve dış ticaret açıklarının giderilmesi yoluyla uzun dönemli bir büyümenin temin edilmesi amaçlanmıştır. 5 Nisan Kararlarına ihtiyaç duyulmasının iki sebebi vardır. İlki, TCMB tarafından yıllardır düşük kur yüksek faiz politikasının izlenmesidir. İkinci sebep ise kamu açıkları ve kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yüksek düzeylerde seyretmesi ve bunların TCMB kaynaklarından finanse edilmesidir (TCMB, 1995: 13, 48; Oktay, 1994: 36). 5 Nisan Kararları kapsamında merkez bankasının bağımsızlığını artıran, kamu açıklarının azaltılmasını sağlayan, bankaların denetimini ve merkez bankasının parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü artıran düzenlemeler yapılmıştır. Özellikle para politikasına ilişkin olarak alınan önlemler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Önder, 2005: 192-194; Arat, 2003: 40-41):

- TL, 5-7 Nisan arasında devalüe önemli ölçüde devalüe edilmiştir. Döviz ve efektif piyasalarına konu olan kurların, piyasa kuralları çerçevesinde serbestçe

belirlenmesi kararı alınmış ve TCMB tarafından “gösterge niteliğinde” ilan edilmeye başlanmıştır. 5 Nisan Kararlarının bir parçası olan kur politikasının, enflasyonun düşürülmesinde nominal çıpa olarak kullanılması amaçlanmıştır.

- Kontrolden çıkan mali disiplini tekrar sağlamak amacıyla, IMF ile Stand-By anlaşması yapılarak, anlaşma gereği TCMB’nin NİV ve resmi rezervler gibi hedeflere uyması zorunlu kılınmıştır.

- Kamu kesiminin TCMB kaynaklarına başvurması, hazine kısa vadeli avans limitinin hesaplama tabanının değiştirilmesi suretiyle kademeli olarak azaltılmıştır.

- TCMB bilançosu içinde aşırı boyutlara ulaşan “Değerleme Hesabı” 1995 yılı başından hareketle yavaş yavaş menkul kıymetleştirilerek, TCMB’nin API için kullanabileceği portföyü genişletilmiştir.

TCMB ikincil piyasalara aktif bir şekilde katılarak kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrolünü artırmak amacıyla, Şubat 1994 tarihinde İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı ve Nisan 1994 tarihinde İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı’nda işlem yapmaya başlamıştır. Nitekim TCMB’nin bu piyasada işlem yapmak suretiyle kısa vadeli faiz oranları üzerinde kontrol sahibi olması, ilerleyen süreçte haftalık repo ihale faiz oranını politika aracı olarak kullanmasına ve bu sayede parasal aktarım mekanizması kanallarıyla reel ekonomiyi etkilemesine imkan sağlayacaktır. Para politikasının etkinliğinin artırılması amacıyla vadeli/vadesiz ayrımı yapılmaksızın, TL mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranı %8 ve döviz tevdiat hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranı sıfır olarak belirlenmiştir. Kriz sonrasında bankacılık sistemine duyulan güvenin yeniden temin edilmesi amacıyla gerçek kişilere ait TL mevduat ve döviz tevdiat hesaplarının tamamı mevduat sigortası kapsamına alınmıştır. Ekonomide istikrarın sağlanması amacıyla, bir parasal program oluşturularak, Mayıs 1994 tarihinde yürürlüğe konmuştur. Parasal program ile kısa vadede yılın ilk çeyreğinde kaybedilen rezervlerin kazanılması, orta vadede ise fiyat istikrarının sağlanması hedeflenerek, yılın geri kalan kısmında daraltıcı para politikası uygulanmıştır. TCMB’nin faizleri yükseltmesiyle kurdaki artış kontrol altına alınmış, döviz rezervlerinde meydana gelen erime bu şekilde telafi edilmiştir. TCMB, piyasadan döviz almasının ortaya çıkardığı likiditenin sterilizasyonunda API yanında bankalar arası para piyasası işlemlerini de kullanmıştır. Alınan önlemler neticesinde kamu kesiminin iç piyasadan tekrar borçlanabilmesi ve

özel kesimin dış borçlanma olanaklarının tekrar sağlanması ile krizden çıkış, beklenilenden daha kısa bir sürede gerçekleşmiş ve finansal piyasalarda istikrar sağlanmıştır.

1995 yılının ilk on ayında uygulanan para politikası, finansal piyasalarda istikrarın korunması ve enflasyonun düşürülmesi amaçlarıyla 5 Nisan Kararları sonrasında uygulanan para politikasının devamı niteliğindedir. TCMB, döviz kurlarını enflasyonla mücadele kapsamında bir nominal çıpa olarak kullanmaya devam etmiş ve kur politikasının kredibilitesini artırmak amacıyla dış varlık artışına önem vermiş, uluslararası rezerv artışına karşın API ile aktif bir sterilizasyon politikası uygulamıştır. 1995 yılında doğrudan para politikası araçlarının kullanımından vazgeçilerek, modern bankacılık ilkeleri kapsamında dolaylı para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca IMF ile imzalanan Stand-By anlaşması kapsamında kur sepetinin, aylık olarak enflasyon oranları kadar değerlendirilmesinin hedeflenmesiyle gerçekçi kur politikası uygulanmaya başlanmış, bir bakıma hedeflenen reel kurlar olmuştur. Ancak sermaye hareketleri serbestisi altında kur ve faizlerin bir arada belirlenmesi ve yönetilmesi uzun dönemde sürdürülebilecek bir uygulama değildir (Önder, 2005: 194-198; Erdoğan, 2012: 124-125). Para politikasının başarısıyla 1995 yılının ilk iki çeyreğinde düşen enflasyonun üçüncü çeyrekte itibaren tekrar yükselişe geçmesi, ikinci çeyrekte büyüme oranının %12.4 gibi yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi ve uluslararası rezervlerin hızlı artışı, bir takım ekonomik önlemlerin alınmasını gerekli kılmış ve bu çerçevede 6 Eylül Kararları uygulamaya konulmuştur. Bu kararlar enflasyonist baskıların önlenmesi, büyüme oranlarının kontrol altına alınması ve bankaların açık pozisyonlarının azaltılması amaçlarıyla döviz alımlarının durdurulmasını, döviz ve efektif piyasalarının düzenlenmesini ve tüketici kredileri ile dış ticarete Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) kesintilerinin ayarlanmasını içermektedir (Gür, 2003: 58-59).

1995 sonunda yaşanan erken seçim, gümrük birliğine girilmesi, siyasi nedenler ve Stand-By anlaşmasının sona erdirilmesi ile ekonomide belirsizlikler artmıştır. Belirsizlik ortamının getirdiği finansal piyasalarda istikrarın sağlanması gerekliliği neticesinde enflasyonla mücadele ikinci planda tutularak bir parasal program hazırlanmıştır. Uygulanan program ve para politikasının temel amacı, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasıdır. Bu amaçlar doğrultusunda döviz

kurları gözetim altına alınmış, net iç varlık ve rezerv para artışı kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. TCMB'nin, kur politikası ile reel döviz kurlarındaki dalgalanmanın en aza indirilmesinin hedeflendiğini piyasalara duyurması üzerine kurlardaki yükseliş beklentilerinin kırılması, bu dönem içinde piyasalara müdahale edilme gereksinimini azaltmıştır. Ayrıca rezerv para artışını kontrol altında tutma amacına odaklanan TCMB, faizlerin belirlenmesini doğrudan müdahalede bulunmadan, hazinenin iç borçlanma stratejisine bırakmıştır (Tonus, 2007: 195; Erdoğan, 2012: 132-134).

TCMB'nin 1997 yılında uygulamış olduğu para politikası, 1996 yılında uygulanan politika ile aynı şekilde finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasını amaçlamaktadır. Bu istikrar hedefinin gerçekleştirilmesi ise temelde iki koşula bağlanmıştır. İlki, TL ve döviz piyasalarında meydana gelecek kısa süreli ve hızlı fiyat (faiz, döviz kuru) değişikliklerinin önlenmesi, ikincisi ise piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır. Kur politikası ise finansal piyasalarda istikrarın sağlanması amacıyla kurdaki dalgalanmaları minimuma indirmeyi hedeflemektedir. İlk koşulun sağlanması doğrultusunda TCMB, döviz kurlarının yıl boyunca beklenen enflasyon oranlarına paralel bir seyir izlemesini ve para piyasası faiz oranlarının istikrar kazanması neticesinde piyasalar tarafından referans faiz oranı olarak benimsenmesini sağlamıştır. TCMB'nin, enflasyon tahminlerini altı aylık dönemlerle piyasalara duyuracağını ve parasal program çerçevesinde gerçekleştirilecek olan uygulamalarda öngörülen bu enflasyon oranlarının dikkate alınacağını açıklaması ise finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasının ikinci koşulu olan yüksek enflasyon oranlarının piyasalarda meydana getirdiği belirsizliklerin azaltılması hususunda gerçekleştirilen bir diğer uygulamadır. Nitekim TCMB'nin bu yaklaşımı ile piyasalarda enflasyon beklentileri kırılarak piyasa üzerindeki belirsizlikler büyük ölçüde giderilmiştir. Faiz politikası 1997 yılında da 1996 yılında olduğu gibi TCMB müdahalesi olmaksızın, Hazinenin iç borçlanma stratejisi çerçevesinde şekillenmiş ve reel faiz oranları yıl boyunca yüksek düzeylerde seyretmiştir (Erçel, 1998: 3-8; Karataş, 2000: 146).

Daha önceki yıllarda ortaya konulamayan enflasyonla mücadelede siyasi kararlılığın sağlanması sonucu 1998 yılı, para politikasından daha çok maliye politikası uygulamalarında yapılan değişikliklerin önem arz ettiği bir yıl olmuş ve enflasyonla mücadele doğrultusunda gelecek 3 yılı kapsayan bir program

oluşturulmuştur. Bu çerçevede 1998 yılı için %50, 1999 yılı için %20 ve 2000 yılı için tek haneli enflasyon oranları hedeflenmiştir. Bütçe açıkları finansman yönteminin, ekonomik değişkenleri uyarlayarak ve enflasyonist beklentileri tetikleyerek enflasyonu artırması, bu yöntemi enflasyondaki artışın önemli bir kaynağı haline getirmiş ve program, enflasyonist olmayan finansman yöntemlerini hedefleyecek şekilde değiştirilmiştir. TCMB'nin 1996 ve 1997 yıllarında uygulamış olduğu para politikaları finansal piyasalarda istikrarın temini ve sürdürülmesini amaçlamış ve büyük ölçüde başarılı olmuştur. TCMB 1998 yılında da temel olarak finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını amaçlamış, enflasyonla mücadeleyi de diğer bir amaç olarak benimsemiştir. Para politikası hedefleri doğrultusunda 1998 yılının ilk çeyreği, ikinci çeyreği ve ikinci yarısı için ayrı parasal programlar açıklanmıştır. İlk iki çeyrekte uygulanacak olan parasal programlar için hedef değişken olarak rezerv para büyüklüğü seçilmiştir. Yılın ilk çeyreğinde kısa vadeli sermaye girişlerinin artması ile birlikte faiz oranlarındaki düşüş, enflasyon beklentilerinin kırılması, bütçe ve parasal alandaki olumlu gelişmeler sonucunda enflasyon oranları hızla azalmış, bu azalma ikinci çeyrekte de sürdürülmüş ve ilk altı ayda dış piyasalardaki olumsuzluklara rağmen finansal piyasalarda istikrar sağlanmış ve hedeflere ulaşılmıştır. 1998'in ilk iki çeyreğinde hedeflere ulaşılması üzerine IMF ile 1999 yılı enflasyon hedeflerini de içeren "Yakın İzleme Anlaşması" imzalanmıştır. Yılın ikinci yarısı için uygulanacak olan parasal program bu anlaşma çerçevesinde oluşturulmuş, hedef büyüklük olarak rezerv para yerine yeni türetilen analitik bilançodaki NİV seçilmiştir. 1998 yılı Ağustos ayı ortalarında Rusya'da başlayan Ruble Krizi ve bunun yol açtığı kısa vadeli sermaye çıkışlarının ekonomi üzerinde yarattığı belirsizliklere ek olarak erken seçim kararıyla ekonominin seçime endeksli hale gelmesi, TCMB için finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını yeniden öncelikli amaç haline getirmiştir. TCMB, ikincil piyasalarda oluşan faiz oranları ile tutarlı olması amacıyla bankalar arası para piyasası faiz oranlarını artırmış, Ruble Krizi'nin iç piyasaya etkilerini azaltmak için faiz oranlarını politika değişkeni olarak kullanması sonucunda nominal ve reel faizler yükselmiştir. Döviz kuru politikası 1998 yılında da önceki yıllarla aynı şekilde, reel döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların en aza indirgenmesini ve kur sepeti artış oranının enflasyon oranları ile paralel seyretmesini amaçlamıştır. Bu çerçevede yılın ilk altı ayında artan kısa vadeli sermaye girişleri karşısında döviz satın

alma yoluyla piyasalara müdahale eden TCMB, Ruble Krizi sonrasında yaşanan sermaye çıkışları neticesinde döviz satışı yoluyla piyasalara müdahalede bulunmuştur. Yılın ilk yarısında 1997 Asya Krizinin etkileri, ikinci yarısında ise 1998 Rusya Krizi ile diğer olumsuz iç ve dış ekonomik gelişmelere rağmen TCMB, uygulanan parasal programlar ile finansal piyasalarda istikrarı büyük ölçüde sağlamıştır (Erdoğan, 2012: 137; Gür, 2003: 59-60; TCMB, 1999: 69-73, 117-118).

1998 yılındaki Rusya Krizinin kısa vadeli sermaye çıkışlarına sebep olmasının yarattığı ekonomik belirsizlik ve 1999 yılının seçim yılı olmasının getirmiş olduğu siyasi belirsizlik nedeniyle 1999 yılı para politikası da temel olarak finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ile birlikte enflasyonun kontrol altına alınmasını amaçlamıştır. Kur politikası da bu amaç doğrultusunda belirlenmiş ve kur sepeti artış oranı, 1999 yılında da hedeflenen enflasyon oranlarına paralel olarak yürütülmeye çalışılmıştır. Yaz ayları itibariyle dağılan belirsizlik ortamı sonucunda ise kur politikası, hedeflenen enflasyona göre değil, gerçekleşen enflasyona göre yürütülmeye başlanmıştır. TCMB'nin ihtiyaç duyduğu döviz tutarını bankalararası piyasalarda gerçekleştirdiği işlemler ile etkin bir şekilde karşılayabilmesi göz önünde bulundurularak, zorunlu döviz ve efektif devir ve satış oranları Nisan 1999'dan itibaren %0 olarak belirlenmiştir. 5 Temmuz 1999'da bankacılık sisteminin acil fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi amacıyla bankalar arası para piyasasında Gün İçi Limit (GL) uygulamasına başlanmıştır. 11 Ağustos 1999 tarihinde ise vadeli işlemlerde sürekliliğin sağlanması ve bu işlemlere derinlik kazandırılması amacıyla bankalar arası para piyasasına tahsis edilen borç alabilme limitlerine ek olarak, Vadeli İşlem Limiti (VL) tahsis edilmiştir. Böylece 1999 yılında bankalar arası para piyasasında iki yeni uygulama başlatılmıştır. Para politikasının diğer bir hedefi olan finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunması doğrultusunda TCMB, API yoluyla finansal kuruluşların kısa dönemli likidite ihtiyaçlarının giderilmesini sağlamıştır. Yıl boyunca azalma eğiliminde olan API stoku, artan likidite talebi ve bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından devralınması neticesinde Aralık ayı itibariyle artış eğilimine girmiştir. Kur politikasıyla uyumlu bir şekilde yürütülen faiz politikası ise piyasa faiz oranlarının net dış varlık artışına imkan tanıyacak düzeylerde oluşmasını amaçlamış, piyasaların gereksinimi olan likiditenin, net dış varlık artışı karşılığında temini sağlanmaya çalışılmıştır (TCMB, 2000: 25, 80-82, 88, 129, 144).

Merkez bankaları ekonomideki fiyatlama davranışını, dolayısıyla enflasyonu ve bununla birlikte reel üretim artışını doğrudan kontrol edememektedirler. Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikaları, reel ve nominal değişkenleri parasal aktarım mekanizması aracılığıyla etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, merkez bankaları tarafından belirlenen nihai hedefler, bu hedefle doğrudan ilişkili olan ara ve operasyonel hedef değişkenlerin etkilenmesi yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Bir değişkenin ara hedef olarak belirlenmesinin dışında nominal çıpa olarak kabul edilmesiyle de nihai hedeflere ulaşılması mümkündür (Telatar, 2002: 109-110; Kara F., 2009: 28). Ayrıca ekonomide istikrarın sağlanması amacıyla birden fazla nominal çıpanın kullanılabilmesi de söz konusu olabilmektedir. 1999 yılı için hâlihazırda devam eden ekonomik daralma süreci ile birlikte reel faizler ve borç stokunda meydana gelen aşırı artışlar güçlü bir çıpaya dayalı bir istikrar programının uygulanmasını zorunlu hale getirerek, para politikası araçlarına kıyasla para politikası stratejilerinin önem kazanmasına neden olmuştur. Böylece 22 Aralık 1999 tarihinde IMF ile birlikte, TÜFE'nin 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7'ye indirilmesini öngören, üç yıllık bir enflasyonla mücadele programı uygulamaya konulmuştur. Program, enflasyon üzerinde kontrolün sağlanması, reel faizlerin düşürülmesi yoluyla artan borç stokunun önüne geçilmesi ve ekonomik büyümenin artırılması amaçlarıyla, kur çıpasına dayalı olarak oluşturulmuştur. Enflasyonun en önemli belirleyicilerinden biri olması sebebiyle kurlar üzerinde sağlanacak olan kontrol ile enflasyonun azaltılması amaçlanmıştır. Aynı zamanda kurların kontrol edilmesinin, kur riskinin azalması ve beklentilerin yönetilmesi ile reel faizlerde düşüşe yol açacağı da öngörülmüştür. Bu düşüşün negatif büyümedeki artışı frenlemesi ve borçlanma maliyetini azaltması yoluyla da borç stokundaki artışın önüne geçilmesi hedeflenmiştir (Önder, 2005: 219-220). 2000 yılında yürürlüğe girmek üzere hazırlanan enflasyonla mücadele programının temel ilkeleri ve içeriğine ilişkin detaylara izleyen kısımda yer verilecektir.

### **2.1.3. 2000-2001 Dönemi: Döviz Kuru Hedeflemesi**

Döviz kuru hedeflemesi, bir ülkenin enflasyonist beklentileri kontrol altına almak, dolayısıyla enflasyonu düşürmek amacıyla ulusal parasının değerini, güçlü bir

ülkenin parasına bağlayarak uyguladığı bir hedefleme stratejisidir (Quispe-Agnoli, 2001: 3). Döviz kuru hedefleme stratejisi, en uç noktalarda sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru rejimi olarak iki farklı şekilde uygulanabilmektedir. Ayrıca bu iki kur rejimi arasında çok sayıda karma döviz kuru rejimi de bulunmaktadır. Esnek döviz kuru rejimi, kurların döviz arz ve talebi çerçevesinde belirlenmek üzere piyasa koşullarına bırakılarak dengeye geldiği bir rejimdir. Sabit döviz kuru rejimi ise iki şekilde uygulanabilmektedir. Bunlardan ilki olan ve para kurulu şeklinde uygulanan sistemde döviz kuru, sabit bir değere bağlanmakta ve para basımı tamamen döviz karşılığında gerçekleşmektedir. Bu sistemde para basma yetkisine sahip otoritenin, para politikası üzerinde herhangi bir tasarrufu ve açık piyasa işlemlerini yönetme hakkı bulunmamaktadır. Dolayısıyla döviz piyasasında gerçekleşen işlemlerin, para piyasaları üzerindeki etkilerinin sterilize edilmesi mümkün olmamaktadır. Bir diğer yöntem olan ve tam dolarizasyon şeklinde uygulanan sistemde ise yabancı bir para birimi, resmi para birimi olarak kullanılmaktadır. Tam dolarizasyon, kur riskini ve kur belirsizliğini ortadan kaldırarak yabancı sermaye girişinde artışa imkan tanımasına karşın, merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulamasını zorlaştırmaktadır. Türkiye’de 1980-1981 döneminde sürünen parite, 1981-1989 döneminde yönetimli dalgalı kur, 1990-1993 döneminde geriye dönük sürünen parite, 1994-1997 döneminde ileriye ve geriye dönük sürünen parite, 1998-2000 döneminde ise ileriye dönük sürünen parite rejimi uygulanmıştır (Kılavuz ve diğerleri, 2011: 86-87; Erdoğan S., 2008: 126-132).

Parasal büyüklükleri temel alan istikrar programlarının aksine döviz kuru temelli istikrar programlarının ortak özelliği, programın başlangıcında faizlerde ve ekonomik aktivitede önemli bir iyileşme yaşanmasına karşın ilerleyen süreçte cari işlemler dengesinde bozulmalar meydana gelmesidir. Merkez bankası güvenilirliğinin sağlandığı ve istikrar programı uygulama sürecinin etkin bir şekilde yönetildiği ekonomilerde ise kur çıpası, politika uygulamaları sonucu enflasyon azalışının çok daha hızlı gerçekleşmesine imkan sağlamaktadır. Yüksek enflasyonun yaşandığı ekonomilerde döviz kurları, enflasyonu girdi maliyetlerini etkilemesi ile doğrudan ve döviz üzerinden yapılan sözleşmelerin beklentiler kanalını etkilemesi ile de dolaylı olarak etkilemektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde döviz kurları, Türkiye ekonomisinde de enflasyonun en önemli belirleyicilerinden biridir. Döviz kuru çıpası

kullanımı sonucunda yurt içi enflasyon oranlarının, yurt dışı enflasyon oranlarına yakınsayacağı şeklinde yaygın bir düşünce vardır. Bu sebeple döviz kuru temelli istikrar programlarının örnekleri birçok ülkede görülmektedir. Şili’de 1978 yılında uygulanan Tablita Planı, Meksika’da 1987 yılında uygulanan PACTO Planı ve 1985 yılında İsrail tarafından uygulanan İsrail İstikrar Programı bunun örneklerindendir<sup>1</sup> (TCMB, 2000: 83-84).

2000 yılına gelindiğinde, önceki yıllarda gerçekleştirilen enflasyonla mücadele girişimlerinin ve parasal hedefleme stratejilerinin başarısızlıkla sonuçlanması, TCMB’nin yeni bir politika arayışına girmesine sebep olmuş ve bu çerçevede ara hedef olarak seçilen döviz kurları neticesinde enflasyonu düşürmeye yönelik bir politika uygulanması kararlaştırılmıştır. Döviz kuru hedefleme stratejisine geçiş amacıyla 1999 yılında imzalanan Yakın İzleme Anlaşması, aynı yıl içinde mali destekli bir Stand-By anlaşmasına dönüştürülerek, IMF ile birlikte 2000-2002 döneminde uygulanacak enflasyonu düşürme programının çerçevesi çizilmiştir. Söz konusu program 3 yıl içinde enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere indirmek ve ekonominin büyüme potansiyelini artırmak amacıyla 1 Ocak 2000 tarihinde uygulanmaya başlanmıştır (Erdoğan, 2012: 141-142).

2000-2002 döneminde, programın da temelini oluşturan yönlendirilmiş kur politikası uygulanmıştır. Uygulanan kur politikası 18 aylık iki ana döneme ayrılmıştır. İlk 18 ay içinde 1 ABD Doları+0.77 Euro’dan oluşan kur sepetinin günlük değerleri, yıllık %20 olarak hedeflenen TEFİ artış oranına göre belirlenerek önceden ilan edilmiştir. Bu sayede enflasyon beklentilerinin kırılması suretiyle, yüksek düzeylerde kronikleşmiş enflasyonun temel sebeplerinden biri olan geçmiş dönem enflasyonuna endeksli sözleşmelerin azaltılması amaçlanmıştır. Temmuz 2001-Aralık 2002 arasındaki ikinci 18 aylık dönemde uygulanacak olan kur politikasında ise bir önceki uygulamanın terk edilerek, kademeli olarak genişleyen bant sistemine geçileceği açıklanmıştır. Bu dönem içinde kur sepeti artış oranının belirlenen bant değerleri içinde (+/-%3.75) hareket etmesi, bant genişliğinin Temmuz 2001-Aralık 2002 arasında kademeli olarak yükseltilmesi ve ayrıca TCMB tarafından kurların bant içerisindeki hareketine müdahale edilmemesi kararlaştırılmıştır. Bant sistemine

---

<sup>1</sup> Başlangıçta olumlu gelişmeler kaydedilen Tablita ve Pacto Planları, aşırı değerlenen ulusal paranın yüksek düzeyde cari işlemler açığına yol açması sebebiyle başarısızlıkla sonuçlanmıştır. İsrail İstikrar Programı ise bir yıl içinde programda belirlenen tüm hedeflere ulaşarak başarıyla sonuçlandırılmıştır.

geçilmesi aynı zamanda TCMB'nin sabit kur rejiminden çıkış stratejisini de oluşturmaktadır.

Kur politikası çerçevesinde şekillenen likidite yönetimine göre TCMB'nin piyasaya TL vermesinin yalnızca döviz karşılığında olması koşuluna bağlanmasıyla, uygulanan programın performans kriteri olan NİV artışının sınırlandırılması ve bu kalem üzerindeki dalgalanmaların azaltılması amaçlanmıştır. TCMB tarafından NİV üzerinde artışa neden olacak kamu fonlaması ve döviz girişinin arttığı dönemlerde sterilizasyon politikasının uygulanmasına son verilmiş ve makroekonomik dengelerin faiz oranlarındaki değişim sonucunda oluşması planlanmıştır (Erçel, 1999b: 7-10, 12-13).

Programın başlangıcında, benzer programları uygulayan ülke örneklerindeki<sup>2</sup> gibi Türkiye'de de enflasyon oranları hızla azalmış ve büyüme oranları artış eğilimine dönmüştür. Uygulanan programın kur belirsizliğini ortadan kaldırmasıyla faiz oranları düşme eğilimine girmiştir. Ayrıca faizlerdeki düşüşün devam edeceği beklentisi ve kurların önceden ilan edilmesiyle bankalar, kısa vadeli ve döviz cinsinden kaynaklara yönelirken, kullandıkları kredileri uzun vadeli ve TL cinsinden olacak şekilde ayarlamışlardır. Bankaların, bilançolarında yeniden ayarlamaya gitmesi ile birlikte faiz dışı denge ve özelleştirmelere ilişkin olumlu beklentiler faiz oranlarını daha hızlı bir düşme eğilimine sokmuştur. Faiz oranlarındaki bu hızlı düşüşler ve programa duyulan güven neticesinde enflasyon oranları uzun bir aradan sonra ilk defa %40 düzeyinin altına inmiştir. Ancak faizlerdeki aşırı düşüşün kredi faizlerine de aynı düzeyde yansması, banka kredi kanalı aracılığıyla kredi arzında, özellikle tüketici ve konut kredilerinde hızlı bir artışa yol açmıştır. Bu kredilerdeki artışın sebep olduğu tüketim harcamaları ise toplam talebi ve ithalatı önemli ölçüde artırmıştır. Enflasyon oranı uzun bir aradan sonra %40 düzeyinin altına inmiş olsa da, toplam talep ve ithalattaki artış sebebiyle kur sepeti artış oranının üzerinde kalmış ve TL aşırı değerlenmiştir. Bu noktada devreye giren döviz kuru kanalı çerçevesinde, aşırı değerlenen ulusal para ithalatı artırırken, ihracatın azalmasına neden olmuştur. Dış ticaret dengesindeki bu olumsuz gelişme ise cari işlemler açığının yükselerek

---

<sup>2</sup> 1978 yılında Tablita Planı'nın uygulanmasıyla Şili Ekonomisinde bir yıl önce %80'e ulaşan enflasyon oranları bir yıl içinde %37'ye, 1987 yılında PACTO Planı'nın uygulanmasıyla Meksika Ekonomisinde aynı yıl için %159'a ulaşan enflasyon oranları, 1993 yılında %8.3'e gerilemiştir.

GSYİH'nın %4.9'una ulaşması ile sonuçlanmıştır (Erdoğan, 2012: 147-149; Gür, 2003: 61-63; Öçal, 2005: 41).

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden itibaren bankalar, yurtdışından sağladıkları kredileri TL'ye çevirerek yüksek faizli DİBS'lere yatırmış ve bu yolla yüksek kârlar elde etmişlerdir. Program çerçevesinde sıkı para ve maliye politikalarının desteklenmesi doğrultusunda gerçekleştirilecek olan yapısal reformların gecikmesi, programa olan güveni sarsmış ve kısa vadeli faizler yükselmeye başlamıştır. Faiz oranlarındaki bu yükseliş ise portföylerinde yüksek miktarda DİBS tutan bankaların finansal yapılarını bozarak, finansal piyasalara ilişkin güvenin azalmasına sebep olmuştur. Ayrıca bankacılık sektörü, etkin bir şekilde denetlenmemesi sebebiyle yapısal problemlerinin artması ve kısa vadeli kaynaklarla finanse edilen uzun vadeli DİBS'lerin vade uyumsuzluğunu artırması gibi sebeplerle zayıf bir yapıya bürünmüştür. Arjantin kaynaklı sermaye çıkışları ve sermaye girişlerinin yavaşlaması<sup>3</sup>, yapısal reformlar ve özelleştirmelerde yaşanan gecikmeler, Türk bankacılık sisteminin zayıflığı ve döviz arzının azalması, 2000 yılı Ekim ayından itibaren faiz oranları üzerinde artış yönünde yoğun bir baskı meydana getirmiştir. Faizlerin artış eğilimine girmesiyle birlikte açık pozisyonda faaliyet gösteren bankalar, hızla açık pozisyonlarını kapatma girişiminde bulunarak döviz taleplerini artırmışlardır. Vade uyumsuzluğunun artması sebebiyle Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK)'nın bankacılık kesimine ilişkin düzenlemeleri hızlandırması, bankaların döviz taleplerini daha da artırmalarına ve dolayısıyla faizlerin daha hızlı yükselmesine neden olmuştur. Programda belirlendiği üzere TCMB, bankaların döviz talebini TL karşılığında gerçekleştirerek piyasalara döviz satmaya başlamış, artan döviz talebi karşısında azalan TL likiditesi ise bankaların likidite sıkışıklığı yaşamasına neden olmuştur. Yaşanan likidite sıkışıklığının, Kasım ayı sonunda çok yüksek düzeylere ulaşması sonucunda Kasım 2000 Krizi meydana gelmiştir (Önder, 2005: 191, 228-229; Gür, 2003: 62-63; Afşar, 2010: 49).

---

<sup>3</sup> Arjantin Ekonomisi 1999 yılında %3.1 negatif büyüme yaşamış ve 2000 yılının ilk yarısında da büyüme hedefini tutturamamıştır. Söz konusu ekonomiye ilişkin işsizlik oranları da üretim ve satışlardaki gerilemeyle artmaya başlamıştır. 2000 yılında TÜFE %0.7 gerilerken, TEFE %2.5 artmıştır. Döviz gelirlerindeki azalmanın dış ticaret dengesindeki iyileşme ile telafi edilememesi sonucunda cari işlemler açığı 2000 yılında da yüksek düzeylerde seyretmiştir. Uluslararası piyasalarda Arjantin Ekonomisine kaybolan güven, ülkenin risk primini artırarak sermaye girişlerini yavaşlatmış ve faiz oranlarını önemli ölçüde artırmıştır (TCMB, 2001a: 5).

Kasım 2000 tarihinde yaşanan likidite sıkışıklığı karşısında TCMB, API yoluyla piyasaya fon sağlamış, hızla ekonomiye hakim olan güvensizlik ortamı ise TCMB tarafından sağlanan likiditenin piyasada aynı hızda döviz talebine dönüşmesine sebep olmuştur. Döviz talebindeki artış karşısında TCMB, yüksek miktarda döviz satışı gerçekleştirerek programın performans kriteri olan Net Uluslararası Rezervleri (NUR), belirlenen taban limitinin altına indirmiştir. Yine aynı dönemde bankalararası para piyasası gecelik repo faizi, yaşanan likidite sıkışıklığı sebebiyle %200'e yükselmiştir. TCMB, NUR'daki azalışın hızla devam etmesi üzerine piyasaları koşulsuz şekilde fonlamayı bırakarak, programda belirlenen haliyle söz konusu fonlamanın yalnızca döviz karşılığında yapılacağını açıklamıştır. Alınan önlemler ve IMF desteği ile piyasaya hakim olan güvensizlik ortamı kırılmış ve döviz talebi azaltılmıştır. Ayrıca kriz döneminde eriyen NUR, kriz sonrasında TCMB tarafından yapılan döviz alımları neticesinde Şubat 2001 tarihine kadar büyük ölçüde telafi edilmiştir. Ekonominin toparlanmaya başladığı Şubat 2001 sonrasında yaşanan olumsuz siyasi gelişmeler sonucu programa duyulan güvenin azalması, döviz talebini yeniden artırmış, aşırı düzeyde artan döviz talebinin yarattığı likidite sıkışıklığı ise ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Dolayısıyla kura dayalı istikrar programı 22 Şubat 2001 tarihinde terk edilerek, TL dalgalanmaya bırakılmıştır (Kadioğlu ve diğerleri, 2001: 9, 11; Aydoğan, 2004: 101; Önder, 2005: 229-230).

2001 yılında uygulanan para politikası üç döneme ayrılmaktadır. Şubat 2001 krizine kadar olan ilk dönemde TCMB, 2000 yılında kur çıpasına dayalı olarak uygulanan program gereğince NİV büyüklüğünün kontrolüne dayalı bir strateji izlemiştir. Şubat 2001 Krizi ile Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın (GEGP) açıklandığı 15 Mayıs 2001 arasındaki ikinci dönemde, kilitlenen ödemeler sisteminin tekrar işler hale getirilmesi ve finansal piyasalara ilişkin istikrarın yeniden sağlanmasına yönelik bir strateji izlenmiştir. 15 Mayıs 2001 sonrasındaki üçüncü dönemde ise kurlardaki aşırı dalgalanmaların kontrol altına alınarak, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için gerekli altyapının oluşturulmasına yönelik bir politika benimsenmiştir (Gür, 2003: 65-66).

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejilerinin başarısızlıkla sonuçlanmasına ek olarak, diğer ülkelerdeki başarılı performansı, para politikasında etkinliğin sağlanması ve ekonomide azalan güven ortamının yeniden tesis edilmesini

sağlayacak önlemleri de içermesi sebebiyle 2001 yılında, enflasyon hedefleme stratejisine geçilmesi uygun görülmüştür. Enflasyon hedefleme stratejisi için gerekli koşullardan yalnızca merkez bankası bağımsızlığının sağlanmasının söz konusu stratejinin başarıyla yürütülmesi için yeterli olmaması nedeniyle, gerekli tüm koşulların sağlanmasına yönelik bir geçiş sürecinin yaşanması kararlaştırılmıştır (Erdoğan, 2012: 151-152; Büyükkın ve Erarslan, 2004: 18). Kriz sonrasında uygulanacak olan makroekonomik politikalar, Nisan ayında açıklanan GEGP kapsamında şekillenmiş, enflasyon hedeflemesi stratejisinin önkoşulları sağlanana dek nominal çıpa olarak para tabanının hedeflenmesi, temel politika aracı olarak ise kısa vadeli faiz oranlarının kullanılması kararlaştırılmıştır (TCMB, 2002a: 16).

GEGP temel olarak, terk edilen kur politikası sonrası oluşan güvensizlik ve istikrarsızlığın hızlı bir şekilde azaltılmasını, kamu yönetimi ve ekonominin yeniden yapılandırılması için gerekli altyapının tesis edilmesini amaçlamaktadır. Ayrıca enflasyonla mücadelenin mevcut kur sisteminde de kararlı bir biçimde sürdürülmesi, kamu ve TMSF bankaları öncelikli olmak üzere bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması, kamunun finansman dengesinin güçlendirilmesi, enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikasının uygulanması ve tüm bu uygulamaların etkin bir şekilde işlemlerini sağlayacak yasal altyapının oluşturulması da programın diğer hedeflerini ortaya koymaktadır. GEGP kapsamında başta finansal sektörün yeniden yapılandırılması, devlette şeffaflığın artırılması ve kamunun finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabet ve etkinliğin artırılması ile sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi alanlarında olmak üzere toplamda 15 yasal düzenleme gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2001b: 12-30). 2001 yılında ABD'ye karşı düzenlenen 11 Eylül saldırılarının uluslararası finansal piyasalarda meydana getirdiği istikrarsızlık nedeniyle Hazine'nin dış finansman gereksiniminin artması ve enflasyonun hedeflenenin üzerinde gerçekleşmesi sonucunda GEGP, 2002 yılı başlangıcında 2002-2004 dönemini de kapsayacak şekilde yeniden düzenlenmiştir (TCMB, 2003: 14).

2000 öncesi dönem de dahil olmak üzere TL likiditesinin bankacılık sektöründe dengesiz bir şekilde dağılması, Kasım 2000 Krizi ve sonrasında kur politikası ve likidite yönetiminin etkinliğini azaltarak faizlerin aşırı düzeyde yükselmesine neden olmuştur. Faizlerdeki bu yükselişten aşırı derecede etkilenen kamu ve TMSF bünyesindeki bankaların, özellikle TCMB'nin sıkı likidite yönetimi

uyguladığı 19 Şubat 2001 sonrasında likiditeye erişimlerinin büyük ölçüde sınırlanması ödemeler sisteminin kilitlenmesine sebep olmuştur. 22 Şubat 2001 tarihi itibarıyla TCMB'nin önceliklerini, faiz oranları üzerinde kontrol sağlanarak para politikası etkinliğinin artırılması, ödemeler sistemindeki tıkanıklığın giderilerek finansal istikrarın sağlanması ile dolaylı kamu borcu olan kamu ve TMSF bankalarına ait yükümlülüklerin daha uzun vade ve düşük faizle finanse edilerek kamu borcu üzerindeki baskının azaltılması oluşturmuştur. Bu doğrultuda TCMB, söz konusu bankalara doğrudan likidite sağlamanın yanı sıra aktif olarak gerçekleştirdiği repo işlemleri neticesinde gecelik faiz oranlarını düşürerek bu bankalara makul faiz oranlarından borçlanma imkanı tanımıştır. Ayrıca piyasa faiz oranları, repo işlemleri çerçevesinde açığa çıkan aşırı likidite sonucunda TCMB tarafından ilan edilen borçlanma faizi düzeyine gerilemiş ve TCMB'nin kısa vadeli faizler üzerindeki kontrolü artmıştır. Daha önce de belirtildiği üzere TCMB'nin kısa vadeli faizler üzerinde kontrol sağlması, politika faizinde yapılacak olan bir değişimin piyasa faiz oranlarını yönlendirmesi temeli üzerine kurulu olan faiz oranı kanalının etkin bir şekilde işleminin esas koşulu olması sebebiyle parasal aktarım mekanizması açısından son derece önemlidir.

Dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte Hazine ve TCMB, kamu ve TMSF bankalarının likidite sorunları ve devasa düzeylere ulaşan yükümlülüklerine kalıcı bir çözüm getirmek amacıyla birlikte hareket etme kararı almışlardır. Hazine tarafından kamu ve TMSF bankalarına DİBS'ler ihraç edilerek, net kamu borcu değiştirilmeksizin, dolaylı kamu borcu doğrudan Hazine borcuna dönüştürülmüş ve bu DİBS'ler TCMB tarafından satın alınmıştır. Söz konusu bankaların diğer bankalara yükümlülüklerini yerine getirmeleri neticesinde oluşan likidite fazlası ise yine TCMB tarafından API ile piyasadan çekilmiştir. Ayrıca piyasadaki likidite fazlası, para piyasası faiz oranlarını, TCMB'nin ilan etmiş olduğu faiz oranları seviyesine çekmiş ve böylece faiz oranları TCMB tarafından belirlenmeye başlamıştır. Şubat 2002 tarihinde kamu bankaları ve Nisan 2002 tarihinde TMSF bankalarının repo borcunun TCMB'ye ödenmesiyle "Kamu ve TMSF Bankaları Likidite Operasyonu" sona erdirilmiştir. Öte yandan açığa çıkan aşırı likidite ve bankaların açık pozisyonları neticesinde artan döviz taleplerinin kurlar üzerinde meydana getirdiği baskının

azaltılması amacıyla TCMB, gerçekleştirdiği döviz satış ihaleleriyle etkin bir sterilizasyon politikası da uygulamaya başlamıştır.

Kamunun borç çevriminde oluşacak risklerin uzatılan vadeler neticesinde azaltılması, risklerin azalmasına paralel olarak faizler üzerinde azalan baskı neticesinde faizlerdeki düşüşün hızlandırılması, bankaların açık pozisyonlarının azaltılması neticesinde para ve kur politikalarının etkinliğinin artırılması amaçlarıyla 16 Haziran 2001’de Hazine tarafından iç borç takası gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede Hazine’nin ortalama 6 ay vadeli iç borçları, 37.5 ay vadeli DİBS’lerle değiştirilmiştir. Yapılan operasyonlar neticesinde, hem TCMB’nin faiz oranları üzerindeki kontrolünün sağlanması ile faiz politikasının etkin bir şekilde kullanılması hem de dalgalı kur rejiminde para politikasının etkinliğini azaltan bankacılık sistemi açık pozisyonu probleminin çözümüyle söz konusu kur rejimi altında uygulanacak olan para politikasının etkinliği sağlanmıştır (Önder, 2005: 236-245).

2001 yılında yaşanan gelişmeler içinde en önemlisi, 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklikle TCMB’nin operasyonel bağımsızlığa kavuşmasıdır. Mayıs 2001 tarihinde TCMB Yasası’nın 4. maddesinde yapılan değişiklikle, bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu, bu amaç doğrultusunda uygulayacağı para politikası ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği, hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını yalnızca fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla destekleyeceği açıkça belirtilmiştir. Bu madde ile TCMB’nin amaç ve araç bağımsızlığının da altı çizilmiştir. Ayrıca kanunun 52. ve 56.maddelerine ilişkin düzenlemeler ile Hazine’nin, TCMB kaynaklarından finanse edilmesine son verilmiş ve Maastricht Kriterlerine uyum sağlanmıştır. Bununla birlikte Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturularak bu kurula hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirleme görevi verilmiştir (TCMB, 2002a: 111-114, 164).

2001 yılı para politikası uygulamalarından biri de TCMB tarafından gerçekleştirilen döviz satış ihaleleridir. 22 Şubat 2001’de dalgalı kur rejimine geçilmesi ile döviz kurunun arz talep koşulları çerçevesinde piyasada belirleneceği, ani ve aşırı dalgalanmalar dışında kurlara müdahale edilmeyeceğinin açıklanmasına karşın TCMB tarafından piyasalara yapılan müdahaleler, dalgalı kur rejimine sürdürülebilirliğine ilişkin tereddütlerin oluşmasına neden olmuştur. Bu tereddütler

karşısında TCMB, 29 Mart 2001 itibariyle kurların uzun dönem denge değerini etkilemeksizin, yalnızca kısa dönemdeki geçici dalgalanmaların önlenmesi amacıyla döviz satış ihaleleri düzenlemeye başlamış ve 30 Kasım tarihine kadar söz konusu ihaleleri sürdürmüştür. 29 Mart 2001 tarihinde başlatılan döviz alım-satım ihaleleri uygulaması ile temel olarak, dalgalı kur politikasının işleyişine müdahale edilmeksizin, döviz talebindeki ani ve geçici artışların kurlar üzerinde büyük etkilere yol açmadan daha şeffaf bir politika çerçevesinde sınırlandırılması amaçlanmıştır.

Bankaların açık pozisyonda çalışma eğilimlerinin, kamu ve TMSF bankaları likidite operasyonu ve Hazine'nin borç takası sayesinde azaltılması, dalgalı döviz kuru rejiminde kurlar üzerinde oluşan baskının giderilmesini, dolayısıyla kurlardaki dalgalanmaların minimize edilmesini sağlamıştır. 17 Mayıs 2001 tarihinde yayınlanan tebliğ ile "Mevduat Munzam Karşılıkları", "Zorunlu Karşılıklar" olarak değiştirilmiştir. 8 Ağustos 2001 tarihinde yayımlanan tebliğ ile TL mevduat için tutulan zorunlu karşılıklara faiz verilmesine karar verilmiş ve 7 Eylül 2001 itibariyle zorunlu karşılıklar için ödenecek faiz %40 olarak belirlenmiştir. 2001 yılı itibariyle para politikasına ilişkin yeni bir uygulama da TCMB'nin para politikası ve faiz oranlarına ilişkin kararlarının detaylı bir şekilde kamuoyu ile paylaşılması olmuştur. Nitekim alınan kararlarda şeffaflığın ve uygulanan politikanın güvenilirliğinin artırılması amacıyla 16 Temmuz 2001 tarihli faiz oranlarına ilişkin kararlar, yapılan basın duyurusu ile detaylı bir şekilde kamuoyuyla paylaşılmıştır (Önder, 2005: 250-253).

## **2.2. 2001 SONRASI DÖNEM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ**

Enflasyon hedeflemesi; merkez bankalarının, belirli bir tarih ya da dönemde gerçekleştirilmek üzere nokta veya aralık olarak belirledikleri bir enflasyon hedefini, sahip oldukları para politikası araçları ile gerçekleştirmeye çalıştıkları bir para politikası uygulamasıdır. Ekonomideki birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırabilmek, enflasyon oranlarını düşük ve sürdürülebilir düzeylerde tutabilmek amacıyla 1990'ların başlangıcında Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya gibi gelişmiş ülkelerde uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi, izleyen süreçte Şili, Meksika ve Brezilya gibi gelişmekte olan

lkelerde de uygulanmaya başlanmıştır. Bu stratejide enflasyonun kontrol altına alınmasını amaçlayan diğerk hedefleme stratejilerinden farklı olarak merkez bankası, para politikasını ara hedefler seçmeksizin doğrudan, nihai hedefi olan fiyat istikrarına yönelik olarak oluşturmakta, politika ve politika araçlarını geçmiş veya cari dönem enflasyonuna göre değıl, gelecek döneme ilişkin enflasyon hedefini gerçekleştirmeye yönelik olarak belirlemektedir. Enflasyon hedefleme stratejisinin uygulanması için fiyat istikrarı hedefine odaklanmış bir para politikası, bağımsız bir merkez bankası ve gelişmiş finansal piyasalar olmak üzere üç temel önkoşulun sağılanması gerekmektedir (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 14-15).

Türkiye’de enflasyon hedefleme stratejisinin merkez bankası bağımsızlığına ilişkin nkoşulu, 25 Nisan 2001 tarihli TCMB Kanunu değışikliğıyle sağılanmıştır. Bir diğerk önkoşul olan gelişmiş finansal piyasaların temini ise düşük mali baskınlık ve yüksek finansal piyasa derinliğı ile mümkün olmaktadır. Türkiye’de ise yüksek bütçe açıkları ve yüksek senyoraj oranlarına bağılı olarak ciddi düzeyde bir mali baskınlık ile birlikte finansal piyasalarda derinliğın gelişmiş ülkelere kıyasla çok düşük düzeylerde olması sebebiyle bu koşul sağılanamamıştır. Bu da enflasyon hedefleme stratejisine geçiş için gerekli şartların sağılanamadığıını göstermektedir (Altınışık ve diğerkleri, 2006: 96-97). Enflasyon hedefleme stratejisine ani bir geçişin hem bankaya hem de söz konusu stratejiye ilişkin bir güven kaybı yaratacağıını ngren TCMB, gerekli koşullar sağılanana kadar “rtk enflasyon hedeflemesi” uygulanmasına karar vermiştir. Ayrıca PPK’nın henüz faaliyete geçmemesi, bankacılık sektörüne ilişkin reformların tamamlanmamış olması, geçmiş dönem enflasyonuna dayalı fiyatlama alışkanlığı ve kurlar üzerindeki baskı da örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmasının diğerk nedenleri arasında yer almaktadır (Kara H., 2006: 3; Doğıru B., 2012: 239-240).

2001 sonrası dönemde, enflasyon hedeflemesine geçişin sağılanması ve sorunsuz bir şekilde uygulanması amacıyla yapılan düzenlemeler ve bu dönem içinde yaşanan küresel gelişmeler, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğı açısından da önem taşımaktadır. Bu çerçevede kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak belirlenmesi, kamu borç stokunun azalması, TL’ye olan güvenin artması ve kısa vadeli faiz oranlarındaki değışimin uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisinin artması faiz oranı kanalının etkinliğini artırmıştır. Yüksek sermaye girişlerinin aşırı değırli ulusal paraya yol açması ise döviz cinsinden borcu olan firmaların net değırini

artırarak varlık fiyatları kanalının etkinliğine katkı sağlamıştır. Bankacılık sektörüne yönelik reformlar, kamu borcunun kontrol altına alınması ve sermaye girişlerinden kaynaklanan likidite artışlarının reel faiz oranlarını düşürmesi ise politika faizlerinin kredi arzı üzerindeki kontrolünü artırarak kredi kanalına işlev kazandırmıştır. Dalgalı kur rejimi ile birlikte faiz oranlarının temel politika aracı olarak benimsendiği enflasyon hedefleme rejiminin uygulanması ise döviz kurlarının enflasyonu belirleme gücünü azaltarak, döviz kuru kanalının etkinliğini azaltmıştır (TCMB, 2013a: 10-11).

Türkiye’de 2002 sonrası dönemde uygulanmaya konulan enflasyon hedeflemesi rejimi; 2002-2005 döneminde örtük olarak, 2006 yılı sonrasında ise açık olarak uygulanmaya başlanmıştır.

### **2.2.1. 2002-2005 Dönemi: Örtük Enflasyon Hedeflemesi**

Örtük enflasyon hedeflemesi, en basit ifadesiyle enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisi olarak tanımlanmaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, söz konusu rejim doğrultusunda belirlenen bir enflasyon hedefini ve bu hedefi gerçekleştirmeye yönelik para politikalarını içermektedir. Kısa vadeli faiz oranları, enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi örtük enflasyon hedeflemesinin de temel politika aracını oluşturmaktadır. Ancak örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi stratejisinden farklı olarak gösterge niteliğinde olan diğer hedefleri de içermektedir (TCMB, 2006a: 17). Bu bağlamda TCMB tarafından geleceğe yönelik belirsizliklerin azaltılması ve beklentilerin yönlendirilmesi amacıyla para tabanı hedef değişken olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla programın nominal çıpası haline gelen ve yıl sonunda enflasyon hedefi ile uyumlu bir şekilde artacağı açıklanan para tabanı, etkinliğinin artırılması amacıyla programın performans kriterine dönüştürülmüştür. Programda performans kriterleri olarak belirlenen NUR ve para tabanının yanı sıra NİV de gösterge niteliğinde bir büyüklük olarak izlenmiş, NİV ve parasal tabana ilişkin alt, NUR’a ilişkin olarak ise üst limit belirlenmiştir. Uygulamada para tabanı için enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmasına karşın, para politikası kararlarında gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Bu çifte uygulama ile para ikamesi ve enflasyondaki düşüş sürecinin para talebinin tahmininde yarattığı zorluğun aşılması ve parasal büyüklükler ile

enflasyon ilişkisindeki zayıflamanın meydana getirebileceği sorunların çözümü amaçlanmıştır. 2002-2005 döneminde, belirlenen performans kriterlerine ilişkin değerlerin korunması ve gösterge niteliğindeki hedef değerlere ulaşılmasının yanı sıra ekonominin faiz, kur, kredi ve enflasyon gibi diğer göstergelerinde de olumlu gelişmeler yaşanmıştır (Arıcan, 2005: 67; Yaman, 2018: 52-53).

2002 yılında uygulanacak para ve kur politikasında, ekonomide, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi olmak üzere iki tür nominal çıpanın bulunduğu, bu doğrultuda yıla parasal hedefleme ile başlanacağı ancak bununla eş zamanlı olarak gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikasının da uygulanacağı açıklanmıştır. Diğer bir ifadeyle örtük enflasyon hedeflemesine geçileceği ifade edilmiştir (TCMB, 2002b: 7-8). TCMB, fiyat istikrarını sağlama amacı doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanacağını açıklamış ve TCMB faiz oranları, aynı vadelerde geçerli olmak koşuluyla API ve BPP işlemleri için eşit olarak belirlenmiştir.

2002 yılında ters para ikamesi ve ödemeler dengesindeki iyileşmeler sonucunda piyasada döviz arz fazlasının meydana geleceğine dair sinyaller alınmıştır. Nitekim yılın ilk yarısında ters para ikamesi ve ödemeler bilançosunun güçlenmesi neticesinde oluşan döviz arz fazlası, TCMB tarafından yapılan döviz alım ihaleleri ile piyasadan çekilmiş, yıl genelinde ise döviz piyasalarına yalnızca üç kez müdahalede bulunulmuştur (Önder, 2005: 253-254, 257-258; TÜSİAD, 2001: 128).

2002 yılında para ve kur politikasının etkinliğinin artırılmasına yönelik olarak iki yeni uygulama hayata geçirilmiştir. Bu uygulamalardan ilki, 1 Ağustos 2002 itibariyle Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından TL Referans Faiz Oranının (TRLİBOR) ilan edilmeye başlanmasıdır. Bir diğer uygulama ise 2 Eylül 2002 tarihinde kamu kesimi finansmanının piyasadan gerçekleştirilmesi, dolaylı para politikası araçlarının piyasa üzerindeki etkilerinin artırılması, DİBS'lerin ihraç yöntemlerinden biri olan ihale sisteminin desteklenmesi ve sabit getirili tahvil ihraç edilerek efektif vadenin uzatılması amaçlarıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından uygulamaya konulan "piyasa yapıcılığı" sistemidir. Bu çerçevede TCMB, piyasa yapıcısı kuruluşlara API ile sınırlı kalmak koşuluyla TL likiditesi sağlayarak, söz konusu sistemi desteklemiştir (Gür, 2003: 67; Aydın, 2005: 8-12).

TCMB, finansal piyasaların derinleşmesi ve gelişmesi ile bankaların risk değerlendirme yeteneklerinin yükseltilmesi amacıyla BPP ile döviz ve efektif piyasalarındaki aracılık işlevini, 2 Aralık 2002 tarihine kadar azaltarak sonlandırma kararı almıştır. Ayrıca TCMB, Temmuz 2002 itibarıyla bankalara, verecekleri teminat karşılığında sınırsız likidite olanağı sağlayan Geç Likidite Penceresi (GLP) uygulamasına da başlamıştır. Böylece bankalar, BPP’de kendi aralarında işlem yapabilecekleri sürenin sona ermesi sonrasında, teminatları karşılığında TCMB’den sınırsız olarak borçlanabilme imkânına kavuşmuştur.

Finansal kurumların aracılık maliyetlerinin azaltılması ve söz konusu kurumların likidite yönetimlerinde daha esnek bir yapının temin edilmesi amacıyla zorunlu karşılık ve disponibilite oranları yeniden düzenlenmiştir. Bununla birlikte döviz cinsinden zorunlu karşılıklara da faiz ödenmesi kararlaştırılmış ve yalnızca DİBS’ler, disponibl değer kapsamında değerlendirilmeye başlanmıştır (Önder, 2005: 255-256, 258-259).

2001 Şubat krizi sonrasında daralan ekonomi ve bozulan makroekonomik göstergeler, 2002 yılında hızla iyileşmeye başlamış ve enflasyonist beklentilerin de gerilemeye başlamasıyla enflasyon oranları düşüş trendine girmiştir. Ocak-Ekim döneminde %31 olarak hedeflenen TEFİ’nin %25.5 olarak ve %35 olarak hedeflenen TÜFE’nin %24 olarak gerçekleşmesiyle enflasyon beklentileri olumlu etkilenmiştir (Gür, 2003: 67; Aydoğan, 2004: 107-108).

2003 yılına gelindiğinde TCMB, dalgalı kur rejimi gereğince kurlara yalnızca arz ve talep yönlü aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla, uzun dönemli hareketini etkilemeksizin, sınırlı müdahalelerde bulunacağını açıklamıştır. Ayrıca ortaya çıkacak bir döviz arz fazlasının, TCMB döviz rezervlerinin artırılması amacıyla şeffaf döviz alım ihaleleri ile piyasadan çekileceği de belirtilmiştir. Bu doğrultuda TCMB, 2003 yılı boyunca maksimum fiyat koşulu ile döviz alım ihaleleri gerçekleştirirken, kurlardaki aşırı dalgalanmaların engellenmesi amacıyla beş kez döviz piyasalarına doğrudan müdahalede bulunmuş ve bu işlemler sonucu açığa çıkan aşırı likiditeyi BPP işlemleri ve APİ ile sterilize etmiştir. Ayrıca BPP’deki gecelik işlemlere ek olarak

Nisan 2002 tarihinde başlatılan bir aylık TL depo alım ihalelerinin<sup>4</sup> yanında iki haftalık depo ihalelerine de başlamıştır (Erkan, 2003: 20; Önder, 2005: 259-261).

Finansal kuruluşlar ve şirketlerin döviz açık veya fazla pozisyonları, dalgalı kur rejiminde kurlar üzerinde meydana gelen dalgalanmaların şiddetini artırıcı bir faktör olmakta ve söz konusu kurumlar için de bir risk unsuru oluşturmaktadır. Ayrıca bu pozisyonlar, Türkiye’de fiyatların en önemli belirleyicilerinden biri olması sebebiyle kurlardaki dalgalanmaları artırmak yoluyla, fiyat istikrarına yönelik politikalar üzerinde de olumsuz etkiler meydana getirmektedir. Etkin bir vadeli işlemler piyasasının varlığı, bu tür dalgalanmaları ve sebep olduğu riskleri azaltmaktadır. Bu doğrultuda Ağustos 2001 tarihinde İMKB’de, vadeli döviz sözleşmelerine ilişkin işlemlerin yapıldığı vadeli işlemler piyasası açılmış; kredi, döviz kuru ve finansal araçlara ilişkin fiyat ayarlamalarında etkili olacağı düşünülen TRLİBOR da 1 Ağustos 2002 tarihi itibarıyla ilan edilmeye başlanmıştır (Karayazı, 2004: 51).

2003 yılının ilk altı ayında IMF ile birlikte yürütülen program kapsamındaki tüm performans kriterleri ve gösterge hedefler tutturulmuş, dalgalı kur rejimi politikası ve programa bağlılığın piyasalar üzerinde yarattığı olumlu etki ise enflasyonist beklentilerin kırılmasını sağlamıştır. Özellikle hedeflenen enflasyon ile tutarlı para politikası uygulamaları ve mali disiplinin temin ettiği güven ortamı, ekonomide borçların sürdürülebilirliğine ilişkin olumsuz beklentileri ve dolayısıyla enflasyonist beklentileri azaltmıştır. Bu gelişmelerle birlikte TCMB, 2003 yılı Nisan-Ekim döneminde, kısa vadeli faiz oranlarında altı kez indirim gitmiş ve %44 düzeyindeki gecelik faiz oranları, %26 düzeyine gerilemiştir. 2003 yılsonu itibarıyla enflasyon oranı, TCMB tarafından %20 olarak belirlenen hedefin altında %18.4 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2004: 16, 63, 75-76).

TCMB, 2004 yılında da aşırı ve kısa dönemli dalgalanmalar dışında kurlara müdahalede bulunmamış, yıl boyunca ihale ve doğrudan müdahalelerle toplamda 5.4 milyar dolar düzeyinde döviz alımı yapılmıştır. 2004 yılında uygulanan politikaların başarısı ile enflasyon oranı, uzun yıllar sonra ilk defa tek haneli düzeylere gerilemiştir.

---

<sup>4</sup> Depo, BPP aracılığıyla gerçekleştirilen bir açık piyasa işlemi olarak, Merkez Bankasının belirli vadeler ile bankalara teminat ve limitleri doğrultusunda sağladığı mevduat olanağıdır. Türk Lirası depo alım ihalesi ise Merkez Bankasının, TL likidite fazlalığını giderme konusundaki etkinliğini artırmak için bankalardan ihale yöntemi ile TL depo alma işlemidir.

2004 yılsonu itibariyle hem TEFE hem de TÜFE için %12 olarak belirlenen enflasyon hedefi üst üste üçüncü kez tutturulmuş, TÜFE enflasyonu Aralık ayında %9.32'e gerileyerek, yılsonu için belirlenen hedefin de altında kalmıştır. TEFE enflasyonu ise yılsonu itibariyle %13.84 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılında enflasyondaki düşüşe paralel olarak piyasa dengesi, maliye politikalarına ilişkin göstergeler, ekonomideki fiyatlama davranışları, enflasyonist beklentiler ve bu beklentileri etkileyebilecek diğer faktörler ile meydana gelebilecek dışlar şoklar ve enflasyon tahminleri gözetilerek alınan kararlar neticesinde 4 kez faiz indirimine gidilmiştir. 2003 yılının sonunda sırasıyla %26 ve %31 düzeylerindeki gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları, 2004 yılı sonunda 5 Şubat, 17 Mart, 8 Eylül ve 20 Aralık tarihlerinde yapılan faiz indirimleri sonucunda sırasıyla %18 ve %22'ye düşürülmüştür. 2004 yılı sonunda IMF ile uyumlu şekilde yürütülen parasal programa ilişkin performans kriterleri ve gösterge hedef değişkene ilişkin hedeflere de ulaşılmıştır (TCMB, 2005: 15, 63-73, 75, 77-83; TOBB, 2005: 66-67).

Örtük enflasyon hedefleme stratejisinin başlangıcından itibaren hızla düşüş eğilimine giren enflasyon oranları, 2005 yılında da bu düşüş eğilimini sürdürmüştür. Düşüş hızında önceki yıllara kıyasla bir yavaşlama görülmesine karşın, mali disiplinin sürdürülmesi, başarıyla uygulanan para politikaları ve tutturulan enflasyon hedefleri neticesinde enflasyona ilişkin beklentiler üzerinde olumsuz bir gelişme yaşanmamıştır (TCMB, 2006b: 1). Böylece Aralık 2005 itibariyle %7.72'e gerileyen TÜFE enflasyonu, %8 olarak belirlenen yılsonu hedefinin altında kalmış ve enflasyon hedefinin üst üste dördüncü kez tutturulması sağlanmıştır. Kurlarda meydana gelen dalgalanmalar sonucunda TCMB, döviz piyasalarına yıl boyunca toplamda altı kez alım yönünde doğrudan müdahalede bulunmuştur. Ayrıca ters para ikamesi ve ödemeler dengesi gelişmeleri çerçevesinde, uluslararası döviz rezervlerinin artırılması amacıyla, kurların uzun dönemli hareketini etkilemeksizin gerçekleştirilen şeffaf döviz alım ihaleleri sonucunda toplamda 22 milyar dolar döviz alımı yapılmıştır.

2005 yılında Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından düzenlenen fiyat endeksleri, enflasyona gelebilecek farklı şokların belirlenmesi ve bu şokların enflasyon eğiliminde yaratabileceği etkilerin ölçülebilmesi amacıyla, farklı kalemlerin endeksten çıkarılmasına dayanan “dışlama yöntemi” kullanılarak ve 2003 yılı baz alınarak güncellenmiştir. Bu çerçevede, “mevsimlik ürünler hariç TÜFE”,

“işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE”, “enerji hariç TÜFE”, “enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE”, “enerji, alkollü içkiler ve tütün ürünleri hariç TÜFE”, “enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE” ve “enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE” olmak üzere yedi farklı yeni fiyat endeksi göstergesi kullanıma sunulmuştur.

2005 yılında gerek GSYİH büyümesindeki artış, gerek kredi koşullarındaki iyileşme, gerekse de enflasyonla mücadelede kararlılığın sağlanması ve ülkenin risk priminin azalması, ekonomiye istikrarlı bir yapı kazandırmıştır. Ekonomide sağlanan bu istikrarın temin ettiği güven ortamı ise 2005 yılında gecelik faiz oranlarının kademeli olarak azaltılmasına imkan tanımıştır. Yılın başlangıcında %18 düzeyindeki gecelik borçlanma faizi, enflasyon beklentilerindeki düşüş, iç talep baskısının olmayışı, parasal programın kararlı bir biçimde yürütüleceği yönündeki güven ile AB ve IMF ilişkilerindeki gelişmeler de gözetilerek, yıl içinde dokuz kez gerçekleştirilen faiz indirimleri neticesinde yılsonunda, kademeli olarak %13.5 düzeyine indirilmiştir.

2005 yılında Stand-By anlaşmasıyla uyumlu şekilde yürütülen parasal programa ilişkin hedefler büyük ölçüde tutturulmuştur. Para tabanı, ana kalemleri olan emisyon ve banka mevduatlarındaki artışlar neticesinde 28.7 milyon TL olarak gerçekleşmiş ve 29.2 milyon TL olarak belirlenen Aralık ayı hedefinin altında kalmıştır. NUR ise yıl boyunca gerçekleştirilen döviz alım ihalelerinden kaynaklanmak üzere yılsonunda 22.4 milyar dolar düzeyine ulaşarak, 14 milyar dolar olarak belirlenen hedefin üzerine çıkmıştır. Gösterge hedef niteliğinde izlenen NİV ise TCMB’de bulunan yüksek miktarlardaki kamu kesimi TL ve döviz mevduatları ile API kaleminin piyasadaki likidite fazlasının sterilizasyonu çerçevesinde yüksek düzeylerde seyretmesi sonucunda yılsonu itibarıyla -2.179 milyon TL’ye gerilemiştir. Güven ortamının güçlenmesi, mali disiplinin kararlılıkla sürdürülmesi, yapısal reformların gerçekleştirilmeye devam etmesi, TL’nin değerini koruması ve faizlerdeki düşüşün sürdürülmesi neticesinde 2005 yılında ekonomide olumlu bir yapı çizilmiştir (TCMB, 2006c: 13-15, 74, 76, 80-85).

### **2.2.2. 2006 Sonrası Dönem: Açık Enflasyon Hedeflemesi**

“Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanan para politikasıdır.” Açık enflasyon hedefleme stratejisinde para politikası araçları, enflasyonu düşürmeyi amaçlayan diğer hedefleme stratejilerinden farklı olarak geçmiş veya cari dönem enflasyonuna göre değil, gelecek döneme ilişkin hedeflenen enflasyon doğrultusunda seçilmektedir. Merkez bankasının para politikası araç setinin enflasyon hedefine ulaşma temel amacı doğrultusunda seçilmesi, para politikalarının enflasyon üzerinde negatif etki meydana getirebilecek ücret ve kur artışları ile kamusal fiyat artışları gibi her türlü unsurun gözetilerek oluşturulmasına imkân sağlamaktadır (Afşar, 2010: 68). TCMB, 2006 yılında fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi doğrultusunda açık enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. Ancak 2008 yılında ABD’deki konut piyasasında başlayarak kısa süre içerisinde küresel bir boyuta ulaşan finansal krizin, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri üzerinde meydana getirdiği sorunlar, merkez bankaları tarafından fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da temel amaç olarak benimsenmesini gerekli kılmıştır. Bu çerçevede TCMB, 2010 yılında fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da temel amaç olarak belirlendiği yeni bir para politikası yaklaşımını benimsemiştir. Dolayısıyla çalışmada açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2006 sonrası dönem, 2006-2008 dönemi ve 2008 sonrası dönem olmak üzere iki alt başlıkta incelenmiştir.

#### **2.2.2.1. 2006-2008 Dönemi**

Enflasyon hedefleme stratejisinin başarıya ulaşabilmesi, Türkiye özelinde beş koşula bağlanmıştır. Bu koşullardan ilki, ekonomi politikalarının kredibilitesinin korunması adına kısa vadeli amaçların, uzun vadeli amaçlar karşısında feda edilerek açıklanan programın kararlılıkla sürdürülmesidir. İkinci koşul, kamusal finansmanın gücünün ve ekonomik birimler nezdinde bu güce ilişkin güvenin sağlanabilmesi amacıyla yapısal reformların kesintisiz bir şekilde gerçekleştirilmesidir. Üçüncü koşul,

devletin elinde bulundurduğu tekel gücü ve dolaylı vergilerin, maliye politikasının temel aracı olarak kullanılmasının engellenmesidir. Dördüncü koşul, uygulanacak olan para politikası ve politika araçları üzerinde merkez bankasının tam tasarrufu, diğer bir deyişle merkez bankası bağımsızlığının tam olarak sağlanmasıdır. Son ve en önemli koşul ise enflasyon hedefiyle çelişen kısa ve uzun vadeli tüm hedeflerin, enflasyon hedefi karşısında terk edilmesidir. Tüm bu şartların yanı sıra uluslararası emtia fiyatlarında Türk ekonomisi lehine gelişmeler ve kurların istikrarlı hareketi gibi diğer etkenler de enflasyon hedefinin tutturulmasına katkı sağlamaktadır. Özellikle kur hareketleri enflasyon hedefinin tutturulması üzerinde büyük etkiye sahiptir. Bu çerçevede uygulanan para politikasının, maliye politikalarıyla desteklenmesinin gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Zira maliye politikaları faiz düzeylerini etkilemekte, dolayısıyla da kurlar üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca kurların dış ticaret dengesi üzerinde doğrudan etkili olması da maliye politikalarının önemini bir kez daha ortaya koymaktadır (Afşar, 2010: 71-72).

2006 yılına gelindiğinde büyüme ve istihdam hususunda özel sektörün desteklenmesi, ekonominin dışsal şoklar karşısında direncinin artırılması, sürdürülebilir büyümenin ve fiyat istikrarının sağlanması amacıyla açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararlaştırılmıştır. Bu çerçevede 2006-2008 dönemini kapsayacak olan orta vadeli bir program oluşturulmuştur. Programa göre enflasyonun 2006 yılı için %5 ve izleyen iki yıl için ise %4 olarak gerçekleşmesi hedeflenmiş, aşırı değerli ulusal para politikasınca faiz oranları %13.5'ten, %17.5'e yükseltilmiştir. Mali baskınlığın büyük ölçüde azalması ve önkoşulların sağlanmasıyla birlikte 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir (Tokgöz, 2009: 327-328; Göktaş, 2010: 60-61).

2006 yılında uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisinde para politikasının temel politika aracı olarak, İMKB repo-ters repo pazarında uygulanan kısa vadeli faiz oranları benimsenmiştir. Şubat 2001 Krizi sonrasında kamu ve TMSF bankaları likidite operasyonu ve yoğun döviz alımları sonucunda açığa çıkan likidite fazlası, 2006 yılında da ekonomideki varlığını sürdürmüş ve TCMB tarafından BPP işlemleri ve API yoluyla piyasadan çekilmiştir. Dolayısıyla gecelik faiz oranları, borçlanma faiz oranı seviyesinde oluşmuş, TMCB borçlanma faizi, para piyasaları için

gösterge niteliğindeki konumunu sürdürmüştür (TCMB, 2010a: 41; TCMB, 2006d: 11).

Merkez bankasının güvenilirliği, dalgalı kur rejimi ile birlikte uygulanan enflasyon hedeflemesinde ekonomik birimlerin kararlarını etkileyen kilit bir unsur olarak, uygulanan para politikasının da etkinliğini artırabilmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedefleme stratejisinin şeffaflık, hesap verebilirlik ve iletişim ilkeleri çerçevesinde üçer aylık enflasyon raporlarının yayınlanması, PPK toplantı özetlerinin kamuoyu ile paylaşılması, kamuoyunun hedeflerin revize edilme gerekliliği veya hedeflere ulaşamamasının nedenleri konusunda bilgilendirilmesi gibi uygulamalara başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde yaygın olarak kullanılan bant veya aralık hedeflemesinden farklı olarak, +/-%2 olarak belirlenen belirsizlik bandı içerisinde nokta hedef uygulaması tercih edilmiştir. Ekonominin her kesimine hitap etmesi ve yaşam maliyetinin ölçümü açısından avantaj sağlaması sebebiyle söz konusu hedef, TÜFE üzerinden belirlenmiştir. Enflasyon hedefleri, TCMB tarafından 2006 için %5, 2007 ve 2008 yılları için %4 olarak belirlenmiş ve enflasyonun belirlenen hedefin altında tutulmasından ziyade hedefle tutarlı olmasının amaçlandığı açıklanmıştır (Kartal, 2011: 87-88).

Açık enflasyon hedeflemesi, faiz politikasının merkez bankası bağımsızlığı çerçevesinde siyasi otoritenin çıkarları doğrultusunda kullanılmasını engellemekte, dolayısıyla faizler üzerinde artış yönünde bir baskı yaratılmaması sayesinde kurların da düşük seviyelerde tutulmasına imkân tanımaktadır. Ekonomideki birimlerin faaliyetlerinin ve piyasalardaki işlemlerin, enflasyon hedefleri dahilinde yönlendirilmesini sağlamaktadır. Ayrıca örtük enflasyon hedeflemesine kıyasla daha yüksek bir şeffaflık sağlamakta ve merkez bankasının para politikası ve araçlarının enflasyon hedefi çerçevesinde şekillenmesine imkân tanımaktadır. Tüm bu olumlu yanlarına karşın söz konusu stratejide; ekonomik birimlerin uygulanmaya başlanan bant sisteminin bir tarafında yoğunlaşması, yoğunluğun bandın üst sınırında gerçekleşmesinin engellenmesi için aşırı değerli TL veya yüksek faiz politikalarının uygulanması gerekliliği, hükümet politikalarının söz konusu stratejinin kredibilitesini doğrudan etkilemesi ve bunların makroekonomik düzeyde yol açabileceği sorunlar gibi riskler de mevcuttur (Afşar, 2010: 70-71).

Türkiye’de enflasyon hedefleme stratejisine yönelik ilk büyük şok, Mayıs 2006 itibariyle uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi sonucunda, Türkiye de dahil birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan sermaye çıkışları olmuştur. Sermaye çıkışlarına bağlı olarak TL’nin %30’a varan değer kaybı, finansal istikrarsızlığın sarstığı güven ortamı ve gıda fiyatlarındaki hızlı yükselişler sonucunda enflasyon oranları ve enflasyonist beklentiler hızla yükseliş eğilimine girmiştir. Bu gelişmelerin ekonomideki fiyatlama mekanizması üzerinde olumsuz ve kalıcı etkiler meydana getirmesinin engellenmesi adına TCMB, sıkı para politikası uygulamasının yanı sıra döviz alım ihalelerinin askıya alınması, piyasadaki yerli ve yabancı para likiditesinin yeniden düzenlenmesi gibi bir takım önlemler almıştır. Enflasyonist beklentiler ve enflasyon hedefi arasındaki makasın açılmasına rağmen, alınan önlemler neticesinde enflasyon oranları ve enflasyonist beklentiler büyük ölçüde kontrol altına alınmıştır (TCMB, 2008: 2-3). Örtük enflasyon hedeflemesi boyunca dört kez üst üste tutturulan enflasyon hedefi, açık enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılında, yılsonu itibariyle %9.65 olarak gerçekleşmiş ve hedef tutturulamamıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan diğer ülkelere kıyasla Türkiye’de daha geniş bir bant aralığı belirlenmesine rağmen özellikle enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının uluslararası piyasalarda yükseliş eğilimine girmesi, uluslararası likiditede meydana gelen dalgalanmalar ile kurlar ve faizlerin buna bağlı olarak yükselme eğilimi göstermesi ve yapısal reformların gerçekleştirilememesi, enflasyonun  $\% \pm 2$  belirsizlik bandının dahi içinde tutulamamasına neden olmuştur (Artar, 2010: 75; TSPAKB, 2007: 18-19). 2006 yılında TCMB, kurlardaki aşırı oynaklığın kontrol altına alınması amacıyla döviz piyasalarına bir kez alım ve üç kez satım yönünde doğrudan müdahalede bulunurken, konjonktürel gelişmelerin iç piyasada meydana getirdiği değişimler nedeniyle zaman zaman ihalelere ara vermek suretiyle de döviz alım-satım ihaleleri gerçekleştirmiştir. 12 Aralık 2006 itibariyle, yıl boyunca yapılan ihaleler ve doğrudan müdahaleler yoluyla toplamda 9.4 milyar dolar tutarında döviz alımı ve 3.1 milyar dolar tutarında döviz satışı gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2006d: 9-10).

2007 yılında enflasyon oranı yılsonu itibariyle %8.4 düzeyine yükselerek, %4 olarak belirlenen enflasyon hedefinin ve  $\% \pm 2$  olarak belirlenen belirsizlik bandının üzerine çıkmıştır. Ocak-Eylül döneminde belirlenen bant aralığı içinde dalgalanan

enflasyon oranının, belirlenen hedeften sapması ise yılın son çeyreğinde gerçekleşen yüksek oranlı artış eğiliminden kaynaklanmıştır. 2007 yılı ve sonrasında enerji, diğer emtia ve gıda fiyatlarında yaşanan küresel ölçekteki artışlar ile yönlendirilen/yönetilen fiyat ayarlamaları, enflasyon oranlarındaki düşüşü engelleyen en önemli faktörler olmuştur. Gıda fiyatlarının TÜFE içindeki payının, gelişmekte olan birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de yüksek düzeylerde olması da enflasyondaki oynaklığı artırmıştır. Çekirdek enflasyon göstergelerinin 2007 yılı Eylül ayına kadar düşüş eğiliminde olması sonucunda TCMB, Eylül ayı ortasında faiz indirimine gitmiş ve Temmuz 2006’dan beri %17.50 düzeyinde bulunan gecelik repo faiz oranları, 0.25 puanlık indirimle %17.25’e çekilmiştir. Ayrıca yılın son üç ayında kademeli olarak yapılan 0.50 puanlık düşüşler sonucunda gecelik repo faiz oranları, yılsonu itibariyle %15.75 düzeyine indirilmiştir.

2007 yılı başlangıcında TCMB tarafından, ihale usulüyle günlük döviz alım miktarının yalın olarak 15 milyon dolar, opsiyonlu olarak ise 45 milyon dolar tutarında olması kararlaştırılmıştır. ABD piyasalarındaki olumsuz gelişmeler ile iç piyasadaki diğer gelişmeler neticesinde fiyat istikrarının korunması amacıyla TCMB tarafından gerçekleştirilen ihalelerle yıl boyunca toplamda 9.9 milyar dolara yakın döviz alımı gerçekleştirilmiştir. Şubat 2001 Krizinden beri ekonomide var olan ve yıl boyunca yapılan döviz alım ihaleleri sonucunda açığa çıkan likidite fazlası, TCMB tarafından APİ yoluyla piyasadan çekilmiştir (TSPAKB, 2008: 13-14, 17; TCMB, 2008: 3).

ABD emlak piyasasında 2007 yılında başlayan finansal kriz<sup>5</sup>, 2008 yılı Eylül ayında ABD’de yaşanan bazı büyük ölçekli finansal kuruluşların iflasıyla birlikte derinlik kazanarak küresel bir boyuta ulaşmıştır. Söz konusu krizin etkileri ise 2008 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye de dahil olmak üzere tüm dünya ülkelerinin reel ekonomileri üzerinde hissedilmeye başlanmıştır (TCMB, 2009a: 30).

---

<sup>5</sup> 2008 Küresel Krizi’nin nedenleri ve etkileri çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıca inceleneceğinden dolayı, bu bölümde krizin yalnızca Türkiye’de enflasyon hedefinin tutturulması açısından yarattığı olumsuz gelişmelere odaklanılmıştır.

#### **2.2.2.2. 2008 Sonrası Dönem: Küresel Kriz Sonrası Para Politikası**

Temelde 2006 yılına dayanan ve ABD’deki gayrimenkul piyasasında likidite sıkışıklığı olarak başlayan kriz, 2008 yılı itibariyle hızla finansal bir krize dönüşmüş ve başta Avrupa ekonomileri olmak üzere tüm dünyaya yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır (Dalğar ve diğerleri, 2012: 76). 2008 Krizine kadar fiyat istikrarını hedefleyen merkez bankalarının geleneksel politika araçlarının finansal sistemde ortaya çıkan sorunların çözümünde yetersiz kalması, kriz öncesinde pek rastlanmayan, geleneksel olmayan politika araçlarının kullanımını zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü, teminat çeşitlendirmesi, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve vade uzatımı gibi politikalar, kriz sonrası dönemde geleneksel olmayan para politikası araçları olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Krize karşı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan politikalar, gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk sebebiyle iç talebi canlandırmaya yönelik, gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye akımlarının yarattığı istikrarsızlıkların önlenmesine yönelik uygulamalardan oluşması nedeniyle birbirinden farklılaşmıştır. Krizin etkilerinin gelişmiş ülkelerde, durgunluğa ek olarak deflasyon şeklinde kendini göstermesi; miktarsal genişleme, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi araçların kullanımını gerekli kılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde ise gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişletici para politikaları sonucunda küresel ölçekte artan likidite bolluğu sonucu sermaye akımlarının ülke ekonomileri açısından yarattığı risklere karşı, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi politika araçları kullanılmıştır (Atılğan, 2016: 250).

Bu çerçevede çalışmanın bu kısmında öncelikle 2008 Krizinin nedenleri açıklanmış, ardından küresel krizin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin para politikaları üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Son olarak Krizin Türkiye’nin para politikası üzerindeki etkilerine ise ayrıca yer verilmiştir.

##### **2.2.2.2.1. 2008 Küresel Krizinin Nedenleri**

2003 yılı öncesinde ABD merkezli bazı finansal kuruluşlar, yatırım bankalarının ihraç etmiş olduğu tahvillerle sağladıkları finansmanı, düşük gelirli

gruplara mortgage kredisi olarak kullandırmışlardır. Söz konusu gruplar Federal Reserve System (FED)'in düşük faiz politikası uyguladığı ortamda bu krediyi değişken faizli olarak almışlar ve izleyen süreçte faiz artırımına gidilmesi sonucunda konut piyasasının durgunlaşması, konut satışı ve kira gelirlerinde yaşanan düşüşle birlikte kredi taksitlerini ödeyemez hale gelmişlerdir. Ayrıca bu kredilerin, konutların değerinin tamamını kapsamaması da kullanılan kredinin miktarını artırarak, geri ödenmesini zorlaştırmıştır. Kredilerin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar neticesinde başta yatırım bankaları olmak üzere ABD mortgage piyasalarında likidite sıkışıklığı yaşanmaya başlamıştır. Nitekim bu likidite sıkışıklığı Lehman Brothers'ın iflası sonrasında küresel bir boyut kazanarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borsalarında önemli düşüşler yaratmak suretiyle finansal bir krize dönüşmüştür (Erdem E., 2019: 206).

ABD'de ortaya çıkan ve küresel ölçekte etkili olan krizin temelinde yatan nedenlerden ilki denetim sistemindeki sorunlardır. ABD mortgage sektörü incelendiğinde, bu sektördeki kredi ilişkilerine aracılık eden finansal kurumların başta FED olmak üzere birçok farklı kuruluş tarafından denetlendiği görülmektedir. ABD finansal sisteminde görülen çok başlı denetim sistemi, denetim mekanizmasının sağlıklı bir şekilde yürütülmesinin önünde engel oluşturmaktadır. 2008 Krizinin bir diğer nedeni de ABD ekonomisinde var olan ikiz açık sorunudur. İkiz açık, cari işlemler açığı ve bütçe açığının eş zamanlı olarak gerçekleşmesi olarak tanımlanmaktadır. ABD ekonomisindeki ikiz açığın birçok nedeni olmakla birlikte petrol fiyatlarındaki artış, ekonomiyi 2008 Krizine taşıyan en önemli nedendir. Petrol fiyatlarındaki artış dışında cari açığı besleyen diğer bir neden ise tüketim harcamaları kaynaklı ithalat artışıdır. Söz konusu cari açığın 2000 yılından beri tahvil ihracı ile kapatmaya çalışması da ABD ekonomisinde bütçe açıklarını besleyen bir faktör olmuştur (Kaplan, 2019: 100-106).

Krizin bir diğer ve en önemli nedeni ise yıllar içinde popüler bir uygulama haline gelen menkul kıymetleştirmenin, ipotekli konut kredileri üzerinde kullanımıyla yaratılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin kontrolsüz bir şekilde artmasıdır. Menkul kıymetleştirme, normalde likit olmayan finansal varlıkların (kredilerin), sermaye piyasası menkul kıymetlerine dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanabilmekte ve düşük işlem maliyetleri sayesinde şirketlerin kolayca finansman sağlayabilmelerine

imkan tanımaktadır (Mishkin, 2004: 237). Bu yöntem ile ihraç edilen menkul kıymetler, söz konusu menkul kıymetleri ihraç eden şirketin finansal durumundan ziyade, bu menkul kıymetlerin dayandırıldığı kredilerin geri ödenmesi sonucunda elde edilecek olan nakit akımlarına bağlı olduğundan, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) olarak adlandırılmaktadır. Düşük maliyetli fon sağlama, sermaye yapılarının güçlendirilmesi, bilanço uyumsuzluklarının giderilmesi ve bilançonun likit hale getirilmesine ek olarak sistemin etkinliğini artıran bir finansman tekniği olan VDMK uygulaması, 1985 yılı itibariyle krediler ve diğer finansal varlıkların da menkul kıymetleştirilmesiyle birlikte genişleyerek önem kazanmıştır (Doğru H. , 2002: 1-2; Vatansever, 2000: 259-260).

VDMK uygulaması, ABD ekonomisinde 2000’li yılların başından itibaren normal bir uygulama olarak kabul görmeye başlamıştır. Ekonomik birimler, kredi kuruluşlarından satın aldıkları ipotekleri menkul kıymetleştirerek piyasada satmak yoluyla ABD’de konut finansman piyasasındaki likiditeyi artırma görevini üstlenen ve devlet destekli iki aracı kuruluş olan Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ipoteğe dayalı kredilere yönlendirilmiştir. 2003 yılından itibaren uygulanan düşük faiz politikası, satın alma maliyetindeki düşüş çerçevesinde konut talebini önemli ölçüde artırmıştır. Talepteki artış paralelinde yükselen konut fiyatları ise konut alımını önemli bir yatırım aracı haline dönüştürmüştür (Yılmaz H., 2011: 41; Polat, 2018: 2). Fannie Mae, Freddie Mac, HSBC, Lehman-Brothers, CITI, Morgan Stanley, Merill Lynch gibi büyük ölçekli finansal kuruluşlar tarafından sisteme duyulan güven neticesinde kredilendirme kriterleri gözetilmeksizin, düşük gelir gruplarına yüksek ve değişken faizli mortgage kredileri verilmeye başlanmıştır. Kredibilite değerlendirme kuruluşlarının kriterleri altında kalan bu gruplara verilen ve krizin bir diğer nedeni olan bu krediler, literatürde eşik-altı (sub-prime) veya NINJA (No Income, No Job and No Assets) kredileri olarak tanımlanmaktadır. Yüksek kâr güdüsüyle kontrolsüz bir şekilde kullandırılan krediler, kredi piyasasında bir balon oluşmasına sebep olmuş ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından düşük kaliteli varlıklara, özellikle yüksek riske sahip mortgage kredilerine verilen yüksek puanlar, kredi piyasasında oluşan bu balonun giderek büyümesine katkıda bulunmuştur. 2001-2006 döneminde orta düzeyde riskli kabul edilen birincil düzeyde kredilere yakın krediler ve yüksek risk içeren eşik-altı kredilerin toplam mortgage kredileri içindeki payının önemli ölçüde

artması, menkul kıymetleştirme üzerine kurulu olan sistemi büyük ölçüde zayıflatmıştır. Aynı dönemde 2.5 trilyon dolara ulaşan eşik-altı kredilerin, %80'i menkul kıymetleştirilerek satılmıştır. Bu menkul kıymetlerin uluslararası yatırımcılar tarafından satın alınması, bu yatırımcıların söz konusu menkul kıymetleri teminat göstererek farklı kurumlardan kredi alması ve bu kredilerin sigortalanması sisteme ilişkin riskleri daha da artırmıştır (Doğru B. , 2012: 379-380; Ryan, 2012: 8; Yılmaz C. , 2018: 5-6).

FED'in 2004-2006 dönemi boyunca faiz artırımı kararı alması sonrasında faiz oranları, 2006 itibariyle %5.25 düzeyine ulaşmış ve bu durum düşük gelirli gruplar üzerindeki faiz yükünü de artırarak kredilerin geri ödenmesini zorlaştırmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere verdikleri yüksek puanları bir anda aşağıya çekmiş, yatırımlarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcıların sayısı olağanüstü düzeyde artış göstermiş ve söz konusu ürünlerin nakde çevrilmesi zorlaşmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu fonlara verdikleri yüksek puanları bir anda düşürmeleri sisteme ilişkin güven kaybına neden olarak, söz konusu yatırım araçlarının fiyatlarında önemli düşüşler meydana getirmiş ve milyarlarca dolarlık fonlar hızla değer kaybetmiştir. Ayrıca denetim mekanizmasının bozulması da konut kredilerinin, spekülasyon amacıyla konut satın alımında kullanımına imkan tanıyarak finansal sistemde aksamalar meydana getirmiştir. Faiz artırımı sonrasında konut satışı ve kira gelirlerinde yaşanan düşüş, spekülasyon amacıyla kredi kullanarak konut alanların, kredi ödemelerinde temerrüde düşmesine yol açmış ve bu durum kredi ödemelerinin kesilmesi ile birlikte bu kredilere dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlere yapılan ödemelerin de durmasına neden olmuştur. Mortgage piyasalarında likidite sıkışıklığı olarak başlayan bu durum, hızla bir kredi ve likidite krizine dönüşerek tüm piyasaları olumsuz etkilemiştir. Geri dönmeyen krediler risklerine göre sıralanarak, gelişmekte olan Uzak Doğu Asya ülkelerine ve az gelişmiş ülkelere değerlerinin altında bir fiyattan satılmaya başlanmış, böylece risk tüm dünyaya dağıtılarak küresel çapta bir finansal krize dönüşmüştür (BDDK, 2008: 57, 71-72; Erdem A. , 2009: 14-15; Doğru B. , 2012: 379-380).

#### **2.2.2.2.2. 2008 Küresel Krizinin Gelişmiş Ülkelerin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri**

2008 Küresel Krizi'nin neden olduğu durgunluk karşısında ABD ile birlikte hem Avrupa ülkeleri hem de Japonya, finansal krizin etkilerini hafifletmek amacıyla faiz indirimleri, kamulaştırma ve destek programları gibi bir takım önlemler almışlardır. Gelişmiş ülkeler krize karşı ilk hamle olarak hızla faiz indirimine gitmişlerdir. Ancak gelişmiş ülkelerde yapılan faiz indirimleri sonucunda faiz oranlarının %0 düzeyine dayanması, merkez bankası politikalarının talep düzeyini etkilemekte yetersiz kalmasına sebep olmuştur. Bu durum ise merkez bankalarını farklı politika arayışlarına, diğer bir ifadeyle geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya itmiştir. Miktersal genişleme politikası ise tam da bu noktada ihtiyaç duyulan bir politika aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Söz konusu politika, özellikle FED, Avrupa Merkez Bankası (AMB) ve Japonya Merkez Bankası tarafından yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Gelişmiş ülkeler tarafından kullanılan bir diğer geleneksel olmayan politika aracı da kredi genişlemesidir. Kredi genişlemesi politikası, farklı ülkelerin merkez bankaları tarafından farklı ölçütler kullanılarak tanımlanmaktadır. Kredi genişlemesi, herhangi bir merkez bankası tarafından söz konusu genişlemeye yol açan her türlü varlık alımı şeklinde tanımlanırken, bir diğer merkez bankası tarafından belirli sektörlerle ilişkin varlıkların satın alınması şeklinde de tanımlanabilmektedir. Bu sebeple kriz döneminde her ülke, kredi genişleme politikasını kendi iç koşulları çerçevesinde farklı şekillerde uygulamıştır. Faiz taahhüdü, merkez bankalarının politika faiz oranlarını belli bir süre için belirlenen bir düzeyde tutacağına yönelik açıklaması şeklinde uygulanan, geleneksel olmayan bir diğer politika aracıdır. Faiz taahhüdü politikası, kriz döneminde yoğun bir şekilde tercih edilmemişse de piyasa beklentilerinin yönlendirilmesi ve ekonomik istikrarın sağlanması açısından büyük bir öneme sahiptir. Teminat çeşitlendirmesi ise merkez bankalarının, teminat sistemlerini, uyguladıkları para politikalarının operasyonel çerçevesine göre değiştirebildikleri, geleneksel olmayan bir diğer para politikası aracıdır. Gelişmiş ülkeler tarafından kullanılan son geleneksel olmayan politika aracı ise uzun vadeli faizlerin düşürülmesi, kredi maliyetlerinin azaltılması ve ekonominin canlandırılması amacıyla kullanılan vade uzatımıdır. Bu politika ile merkez bankasının

bankalara kullandırdığı kredilerin genel itibariyle üç ila altı ay olan vadeleri, bir yıla kadar uzatılmıştır (Vural, 2013: 37-47).

2008 Krizi ile birlikte FED, politika faizinde önemli düzeyde indirime gitmiştir. Mortgage piyasalarındaki sorunların güven ortamını sarsması, kredi riskindeki artış ve piyasalardaki dalgalanmalar neticesinde ABD, 2007 yılından itibaren gevşek para politikası uygulamaya başlamıştır. Eylül 2007’de %5.25 olan politika faizini Ocak 2008’e kadar %3’e indiren FED, Aralık 2008 itibariyle politika faizini %0 ila 0.25 bandına düşürmüştür (Özatay, 2013b: 132). Ekonomideki güven kaybı ve nakit sıkışıklığının giderilmesi hususunda yetersiz kalan faiz indirimleri neticesinde kredi hacmi önemli ölçüde daralmış ve ABD ekonomisi 2008 yılının son çeyreğinde durgunluğa girmiştir. Faiz indirimlerinin likidite sorununun çözümünde başarılı olamaması üzerine FED, geleneksel olmayan para politikası araçlarını devreye sokmuştur (Uğur, 2015: 46-47). Bu çerçevede 2008 Krizi esnasında FED tarafından; kredi genişlemesi, miktarsal genişleme ve vade uzatma programları ile sözlü yönlendirme politikaları kullanılmıştır.

FED tarafından uygulanan kredi genişlemesi politikası reeskont kredileri ile Vadeli İhale Kolaylığı, Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı, Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı, Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanağı, Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı ve Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı programlarından oluşmaktadır. Bankaların likidite ihtiyaçlarının giderilmesi ve borç verme olanaklarının artırılması, BPP’deki baskının azaltılması, piyasadaki likiditenin artırılması, finansal kuruluşların bilançolarındaki toksik varlıkların temizlenmesi, finansal sistemin işlerliğinin sağlanması, para piyasası yatırım fonlarının desteklenmesi ve ekonomik birimler için kredi imkanlarının artırılması amacıyla kredi genişleme politikası çerçevesinde oluşturulan bu programlar, Ağustos 2007-Haziran 2010 döneminde uygulanmıştır. Uygulanan programlar neticesinde FED, piyasaya yaklaşık 12.3 trilyon dolar düzeyinde likidite enjekte etmiştir.

FED tarafından kriz döneminde uygulanmaya başlanan bir diğer politika da miktarsal genişleme ve vade uzatma programlarıdır. Politika faizindeki indirimlerin ekonomideki sorunların çözümü konusunda yetersiz kalması üzerine FED, kredi genişlemesine ek olarak büyük miktarlarda uzun vadeli varlık alımlarına başlamıştır.

Bu alımlar, para tabanını genişleten miktarsal genişleme ve para tabanını etkilemeyen vade uzatma programı olarak iki farklı şekilde uygulanmıştır (BDDK, 2008:75-77; Örnek ve Uğur, 2014: 5-6).

FED miktarsal genişleme çerçevesinde piyasadan Kasım 2008 tarihinde 600 milyar dolar ve Mart 2009 tarihinde ise yaklaşık 1.1 milyar dolar tutarında VDMK alacağını açıklamıştır. Bu alımlar 1.7 milyar dolar tutarındaki birinci miktarsal genişleme paketini oluşturmaktadır ve Mart 2010 tarihinde sonlandırılmıştır. Programın asıl amacı ekonominin tümüyle desteklenmesinden ziyade, ipotekli gayrimenkul kredisine dayalı menkul kıymetlerin miktarsal genişleme paketinin %80'ini oluşturması sebebiyle konut kredisi piyasasının canlandırılmasıdır. Program ile mortgage faizlerinin düşürülmesi, konut alımı için krediye ulaşılabilirliğin kolaylaştırılması, konut piyasası ve finansal piyasaların iyileştirilmesi ile ekonomik büyümenin artırılmasının yanı sıra kredi piyasasında da bir iyileşmenin sağlanması hedeflenmiştir (FED, 2008c: 1; FED, 2009: 1; Fawley ve Neely, 2013: 60).

FED, 3 Kasım 2010 tarihinde 600 milyar dolarlık uzun vadeli devlet tahvili alımı yoluyla krizin ekonomi üzerindeki etkilerinin hızla giderilmesi, enflasyonun fiyat istikrarı temel amacıyla uyumlu bir düzeyde tutulması ve uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesini amaçlayan ikinci miktarsal genişleme paketini açıklamıştır. 2011 yılının Haziran ayına kadar devam ettirilen bu program sonucunda FED, piyasadan 600 milyar dolarlık uzun vadeli devlet tahvili alımı gerçekleştirmiş ancak ekonomideki canlanma ve enflasyonundaki artış hızı hedeflenenin altında kalmıştır (FED, 2010b: 1; Uğur, 2015: 76-77).

FED, Eylül 2011 itibarıyla uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi suretiyle finansal piyasaların desteklenmesi amacıyla 400 milyar dolarlık, üç yıl ve daha kısa vadeli devlet tahvillerinin, 6-30 yıl vadeli devlet tahvilleriyle değiştirilmesini öngören vade uzatma programını uygulamaya başlamıştır (FED, 2011: 1). Ancak vade uzatma programı, parasal taban ve bankacılık sektörü rezervleri üzerinde etkili olmaması sebebiyle miktarsal genişlemeye kıyasla daha düşük bir etkiye sahip olmaktadır. Bu program ile toplamda 667 milyar dolarlık kısa vadeli devlet tahvili, aynı tutarda uzun vadeli devlet tahvili ile değiştirilmiştir (Labonte, 2015: 13; Örnek ve Uğur, 2014: 10). Uygulanan mevcut politikaların emek piyasası üzerinde bir etki yaratmaması üzerine FED, enflasyon hedefinin tutturulması amacıyla Eylül 2012 tarihinde üçüncü

miktarsal genişleme paketini açıklamıştır. Bu çerçevede emek piyasasında önemli bir iyileşme görülünceye dek her ay 40 milyar dolar tutarında VDMK alımı yapılacağı açıklanmıştır (FED, 2012: 1).

22 Mayıs 2013 tarihinde ekonomideki olumlu sinyaller neticesinde uzun vadeli devlet tahvili ve VDMK alımlarının kademeli olarak azaltılacağı açıklanmış, bu doğrultuda uzun vadeli varlık alımlarında Haziran 2014'e kadar 10 milyar dolar tutarında azaltmaya gidilerek, Ekim 2014 tarihinde alımların sonlandırılması hedeflenmiştir. Miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi çerçevesinde yapılan alımlar neticesinde FED bilançosu, 2014 itibarıyla yaklaşık 4.6 trilyon dolara ulaşmıştır (Neely, 2014: 2; Uğur, 2015: 81-82).

FED'in kriz döneminde kullandığı geleneksel olmayan son politika aracı ise sözle yönlendirmedir. Bu araç, merkez bankalarının iletişim politikaları ile doğrudan ilişkilidir. Merkez bankalarının iletişim politikaları, enflasyon hedeflemesi rejiminin şeffaflık ilkesi gereğince önem kazanmış ve 2008 yılının son çeyreğinden itibaren etkin bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. 2008 Krizinde nominal faiz oranlarının %0 düzeyine inmesi, ekonomik faaliyetlerin canlandırılması amacıyla uygulanacak politikaları önemli ölçüde sınırlandırarak merkez bankalarını yeni bir politika arayışına itmiştir. Bu noktada önem kazanan iletişim politikaları ise kendini sözle yönlendirme olarak göstermiştir. Üç tip sözle yönlendirme şekli bulunmaktadır. Bunlardan ilki politikaların izleyeceği seyre yönelik niteliksel bilginin sunulduğu açık uçlu yönlendirmedir. Merkez bankasının politika faizine ilişkin taahhütleri bu tip sözle yönlendirmeye örnek olarak verilebilir. Bir diğer sözlü yönlendirme şekli ise para politikalarının ne zaman değişeceğine ilişkin bilgi veren zamana bağlı yönlendirmedir. Sözle yönlendirme şeklinin sonuncusu ise para politikasında değişime yol açabilecek ekonomik koşullara ilişkin bilgi veren duruma bağlı yönlendirmedir. Duruma bağlı yönlendirme, para politikasının kamuoyu tarafından daha rahat kavranabilmesini sağlamakta ancak niteliksel bilginin yanı sıra sayısal verilere de yer verilmesi sebebiyle yüksek oynaklık gibi risklere neden olabilmektedir. Merkez bankaları, özellikle politika faizinin %0'a yakın seyrettiği ve nominal faiz oranının daha aşağıya çekilemediği durumlarda iletişim politikalarıyla beklentileri yönlendirmekte, böylece uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü bir baskı kurulmakta ve kredi koşullarının genişletilmesi için beklentiler üzerinden dolaylı bir kanal

oluşturulmaktadır (TCMB, 2013b: 2-3). FED, politika faizine ilişkin bilgi sağlamak, varlık alımları, destekleyici para politikası uygulamalarının kapsayacağı süreç ve kriz sürecinde uygulanan para politikalarından çıkış stratejisinin kamuoyu ile paylaşılması yoluyla üç tip sözle yönlendirmeyi de kademeli olarak kullanmıştır.

2008 Kriz dönemi ve sonrasında FED tarafından uygulanan kredi genişlemesi, miktarsal genişleme, vade uzatma programları ve sözle yönlendirme uygulamaları ekonomideki güven kaybını büyük ölçüde telafi ederek finansal piyasalardaki dengesizlikleri önemli oranda gidermiş ve uzun vadeli faiz oranlarının uzun bir süre için düşük düzeylerde tutulmasına katkıda bulunmuştur. Ayrıca ilk iki miktarsal genişleme paketi Amerikan Doları'nı, diğer para birimleri karşısında ciddi bir değer kaybına uğratarak iç talebin canlanmasına imkân sağlamıştır. Krize ilişkin olarak yürütülen program ve politikalar, sermaye akımlarını geliştirmekte olan ülkelere yönlendirerek bu ülkelerin ekonomilerinde bir canlanma yaratırken, doların diğer ulusal paralar karşısında değerini düşürerek ABD'ye dış ticaret avantajı sağlamış ve ulusal ekonominin canlanmasına katkıda bulunmuştur. Sonuç olarak FED'in kriz döneminde uyguladığı politikalar, ABD ekonomisinde canlanma ve istikrarı sağlama konusunda etkili olmuştur (Örnek ve Uğur, 2014: 12, 16-17).

2008 Krizi ABD'deki konut piyasasında başlamasına rağmen, hızla küresel bir finansal kriz haline gelmiştir. Bu çerçevede kriz, yalnızca ABD ekonomisi üzerinde değil, gelişmiş finansal piyasalara sahip olan diğer gelişmiş ülkeler üzerinde de olumsuz etkiler meydana getirmiştir. Avrupa ülkelerinin bireysel olarak aldıkları önemlerle birlikte AMB de hızla genişletici para politikaları uygulamaya başlamıştır.

2008 Küresel Krizi, Avrupa Birliği'ndeki her ülke için büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler meydana getirmiş ve dış borçlarında önemli bir artışa sebep olmuştur (Karaş, 2016: 113). ABD sınırlarını aşan krizin uluslararası finansal sistem üzerinde etkilerinin görülmesi üzerine Alman hükümeti, 2007 yılının Ağustos ayında IKB Deutsche Industriebank'ı kurtarma girişiminde bulunurken, Fransa'da ise BNP Paribas tarafından üç ayrı yatırım fonu askıya alınmıştır. Piyasalardaki istikrarın korunması adına AMB, bankalara 100 milyar Euro tutarında kısa vadeli finansman desteğinde bulunmuştur (Hodson ve Quaglia, 2009: 940). Northern Rock Bankası ise 13 Eylül 2007 tarihinde İngiltere Merkez Bankası'ndan finansal destek talebi üzerine 1 milyon sterlin tutarında mevduat çekilişleriyle karşı karşıya kalmış ve Şubat 2008

tarihinde kamulaştırılmıştır. Piyasalardaki durumun giderek kötü bir hal almaya başladığını gören İngiltere Merkez Bankası, piyasaya 10 milyar sterlin tutarında likidite sağlama kararı almıştır (Guillen, 2011: 2).

2008 Krizi öncesinde Avrupa Birliği üyesi ülkelerin merkez bankalarını, fiyat istikrarının sağlanması ve korunması ile sınırlı tutan AMB, Lehman Brothers'ın iflası sonrasında nihai kredi mercii olma işlevini üstlenmesine ek olarak ikincil piyasalarda devlet tahvillerinin satın alınması uygulamasıyla likidite sıkışıklığı yaşayan ülkelere dolaylı şekilde finansman sağlamıştır. Dolayısıyla AMB, fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın sağlanmasını da amaç edinmiştir. Bu iki ayaklı stratejide AMB, fiyat istikrarının sağlanması amacıyla faiz oranlarını kullanmaya devam ederken, finansal istikrarın sağlanması amacıyla da geleneksel olmayan bir takım politika araçlarını kullanmaya başlamıştır (Kılıcı, 2012: 168-169). Bu çerçevede AMB ilk olarak Euro Bölgesinde faaliyet gösteren bankalara, teminatları karşılığında sabit bir faiz oranından sınırsız likidite imkânı sunan yeniden yapılandırma operasyonlarına başlamıştır. İzleyen süreçte yeniden yapılandırma operasyonları kapsamındaki teminatlar genişletilmiş ve programın vadesi 6 aya kadar uzatılmıştır. Mayıs 2009 tarihinde bankaların finansal yapılarının güçlendirilmesi adına İpotek Teminatl原因 Menkul Kıymet Alım Programı (CBPP) uygulanmaya başlanmıştır. Bu program ile AMB'nın piyasadaki likidite düzeyi ile kısa vadeli faiz oranlarını kontrol altına alması ve finansal sistemde istikrarın sağlanması temelinde, para piyasasındaki borçlanma maliyetinin azaltılması, kredi kuruluşlarının kredilendirme koşullarının kolaylaştırılması, bu kuruluşların kredi vermeye teşvik edilmesi ve özel borç senetleri piyasasındaki likiditenin artırılması amaçlanmıştır (Andriuškevičiūtė ve Balčiūnas, 2013: 22).

2010 yılında Yunanistan'ın iflasın eşiğine gelmesinin İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya'yı da etkileme riskleri neticesinde Avrupa'da bir borç krizi meydana gelmiştir. Devlet tahvillerinin ikincil piyasalardaki satışının durma noktasına gelmesi ve talebin sifıra yaklaşması dış borçların sürdürülemez bir hal almasına neden olmuştur. Bu durumun parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde aksamaya neden olacağı öngörüsüyle AMB, ikincil piyasadaki yüklü miktarda Yunan tahvilleri olarak Menkul Kıymetler Piyasası Programını (SMP) başlatmıştır. Ayrıca program neticesinde açığa çıkan likidite, piyasadaki likidite koşullarının etkilenmemesi

amacıyla AMB tarafından sterilize edilmiştir (CourThimann ve Winkler, 2013: 13). Mayıs 2010-Eylül 2012 arasında uygulanan program neticesinde 220 milyar Euro tutarında varlık alımı yapılmış ve piyasadaki olumlu sinyaller neticesinde, AMB bünyesindeki söz konusu varlıklar, 2015 Mayıs ayına kadar kademeli olarak 138 milyar Euro düzeyine indirilmiştir (Micossi, 2015: 15).

6 Eylül 2012 tarihinde ise geleneksel olmayan para politikaları çerçevesinde OMT (Outright Monetary Transactions) programı uygulanmaya başlamıştır. Bu programın SMP'den farkı ise parasal aktarım mekanizmasındaki aksaklıkların giderilmesinden ziyade, parasal aktarım mekanizmasının etkinliği ile birlikte para politikalarında istikrarın sağlanmasını hedeflemesidir. Bu çerçevede AMB, yüksek borçla mücadele eden Avrupa ülkelerinden tahvil alımını sürdürmüştür (Occhino, 2015: 7-9).

Ekonomik durgunluğa ilişkin risklerin artış eğiliminde olduğu öngörüsüyle AMB, Kasım ve Aralık 2011 tarihlerindeki indirimlerle, %1.50 düzeyindeki yeniden yapılandırma faiz oranını, %1 düzeyine çekmiş ve bankaların finansal durumlarının güçlendirilmesi adına 36 ay vadeli, iki ayrı yeniden yapılandırma programı uygulamaya başlamıştır. Bu programlar neticesinde AMB, Şubat 2012 tarihine kadar toplamda 1323 bankaya yaklaşık 1 trilyon Euro tutarında borç vermiştir (Pattipeilohy ve diğerleri, 2013: 18).

Küresel Kriz döneminde AMB de FED ile aynı tutumu sergileyerek yüklü miktarda varlık alımı yapmıştır. Bankaları piyasaya likidite sürmeye teşvik etmek amacıyla AMB, bankaların AMB'de tuttuğu mevduatlara uygulanan faiz oranında kademeli olarak indirimde gitmiş ve 2012 yılında %0 düzeyine inen bu faiz oranını, 16 Mart 2016 itibarıyla -%0.40 düzeyine kadar düşürmüştür. Bununla birlikte yeniden yapılandırma faiz oranını kademeli olarak %1 düzeyine indiren AMB, söz konusu indirimlere devam ederek 2016 yılının Mart ayında bu faiz oranını da %0 düzeyine indirmiştir. Bankaların kredi olanaklarının genişletilmesi amacıyla AMB, gecelik borçlanma faiz oranını da Mart 2016 tarihinde %0.25'e çekmiştir (Karaş, 2016: 121-122). AMB'nin gecelik mevduat faiz oranının oluşturduğu taban değer ile marjinal borç verme oranının oluşturduğu tavan değerini çizdiği sistem, faiz koridoru olarak tanımlanmaktadır. 1999 yılında parasal birliğin sağlanması ile fiilen uygulamaya geçirilen faiz koridoru, Küresel Krizle birlikte politika faiz oranının

tabana yakın bir değerde tutularak piyasadaki likiditenin artırılmaya çalışıldığı taban sistemi olarak uygulanmaya başlamıştır (Vural, 2013: 44).

#### **2.2.2.2.3. 2008 Küresel Krizinin Gelişmekte Olan Ülkelerin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri**

FED, Japonya, İngiltere ve AMB gibi gelişmiş ülke merkez bankalarının miktarsal genişleme politikaları iç piyasada iyileşmeyi sağlarken, yüksek risk ve getiri düzeyine sahip gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını artırarak, bu ülkelerin ulusal paralarının aşırı değerlenmesi yoluyla ihracat ve enflasyon oranları üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır (Vural, 2013: 38). Bu sebeple gelişmekte olan ülkeler tarafından alınan tedbirler, esas itibariyle sermaye girişlerinin kontrol altına alınması doğrultusunda gerçekleştirilmiştir. Krizin başlangıcı olan 2008 yılında 150.8 milyar dolar düzeyinde bulunan gelişmekte olan ülkelere yönelik net sermaye akımları, gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan miktarsal genişleme politikaları neticesinde, 2009 yılında 401.5 ve 2010 yılında 578.7 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. 2008 yılında gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranları yıllık %7.8 düzeyindeyken, 2009 yılında %3.1'e gerilemesine karşın, 2010 yılında tekrar artış eğilimine girerek %5.9'a yükselmiştir. Krizle birlikte gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme oranları da azalma eğilimine girmiştir. 2007 yılında gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme oranı %8.4 iken, 2008 yılına gelindiğinde bu oran %6.1'e kadar düşmüştür. Aynı dönem aralığında gelişmekte olan Asya ülkelerindeki büyüme oranı %11'den %7.9'a, Türkiye'de ise %4.7'den %0.7'ye gerilemiştir (Kaderli ve Küçükkaya, 2012: 87-94).

2008 Krizi ile birlikte daralan küresel talep, yılın ikinci yarısında hammadde fiyatlarında sert düşüşler yaratarak enflasyon oranlarının da buna paralel bir hızla azalmasına neden olmuş ve 2009 yılı Temmuz ayına kadar gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranları %4 düzeyine inmiştir. Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının gelişmiş ülkelere paralel olarak yapmış oldukları faiz indirimleri, bu ekonomilerdeki enflasyon oranının pozitif düzeyde olması sebebiyle faiz oranlarının sıfır bandının üzerinde kalmasına sebep olmuştur (Danacı ve Ceyhan, 2010: 1393-1394). Yüksek gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerin uyguladıkları genişletici para politikaları

sonucunda meydana gelen likidite fazlası ve dolayısıyla artan sermaye akımları, gelişmekte olan ülkeleri zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya yöneltmiştir. Zorunlu karşılıkların geleneksel olmayan para politikası araçları içinde yer alması ise tamamen uygulanma biçimi ile ilgilidir. Zira TCMB, kriz öncesi, diğer bir deyişle geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımı öncesi dönemde de TL ve döviz cinsinden yükümlülükler için ekonomideki likidite ihtiyacının karşılanması/sınırlandırılması amacıyla zorunlu karşılıkları kullanmıştır. Ancak kriz dönemi ve sonrasında zorunlu karşılıklar, geleneksel kullanımından farklı bir biçimde, kredi genişlemesinin sınırlandırılması ve vade uyumsuzluğunun giderilmesi amaçlarıyla vadeye göre farklılaştırılmış biçimde uygulanmaya başlanmıştır.

Ekonomik istikrarın sağlanması için geleneksel para politikalarının yeterli olacağını, politika faizinin kullanımıyla fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da sağlanabileceğini savunan Meksika ve Tayland, geleneksel olmayan para politikalarından hiçbirini kullanmamıştır. Meksika ve Tayland ile birlikte diğer tüm gelişmekte olan ülkeler, kriz döneminde parasal genişleme stratejisi uygulayarak faiz oranlarında önemli ölçüde indirimde gitmişlerdir. Endonezya ve Türkiye kriz döneminde artan sermaye oynaklığının ve kredi genişlemesinin azaltılması amacıyla zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunu bir arada kullanırken, diğer gelişmekte olan ülkeler yalnızca zorunlu karşılıkları kullanmışlardır.

Bankalar ve diğer finansal kurumların mevduat, menkul kıymet ve yurt dışı borçlanma kaynaklarına karşılık merkez bankasında bulundurmak zorunda oldukları kaynaklar, zorunlu karşılıklar olarak tanımlanmaktadır. Zorunlu karşılıklar, kredi genişlemesinin artırdığı makro finansal risklere karşı, merkez bankalarına dolaşımdaki para miktarını ve dolayısıyla kredi genişlemesini kontrol etme imkânı tanınması sebebiyle kriz döneminde önem kazanmıştır. Zorunlu karşılıklardaki artışın, banka ve diğer finansal kuruluşlar tarafından kredi olarak kullanılabilecek likidite miktarını azaltması, maliyetlerde bir artış yaratarak kredi piyasasını daraltması ve bu yolla iç talep ve enflasyon üzerinde aşağı yönlü bir etki oluşturması beklenmektedir (Vural, 2013: 29, 75-77; Eren B. , 2021: 372). Ayrıca zorunlu karşılık uygulaması, konjonktürel dalgalanmaların hızla arttığı dönemlerde kredi genişlemesini sınırlandırmak ve kredi piyasası üzerinde düzenleyici bir rol üstlenmek; ekonominin

canlandığı dönemlerde ise uluslararası rezervlerin artışına katkı sağlamak suretiyle merkez bankalarının faiz politikalarını da desteklemektedir (Montoro ve Moreno, 2011: 57-59). Bu sebeple zorunlu karşılık uygulaması, gelişmekte olan ülkeler tarafından küresel kriz döneminde artan sermaye hareketlerindeki oynaklığın azaltılması amacıyla kullanılmaya başlanmıştır.

Kriz döneminde zorunlu karşılıklar özellikle Çin, Romanya ve Peru tarafından yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Bu politika aracının uygulamada zorunlu karşılık oranlarının artırılıp azaltılması ve zorunlu karşılık uygulamasının farklılaştırılması şeklinde iki farklı kullanımı söz konusudur. Bu çerçevede Polonya, Romanya, Filipinler, Peru, Kolombiya ve Brezilya gibi ülkeler zorunlu karşılıkları yalnızca artırıp azaltma şeklinde uygularken; Türkiye, Macaristan, Sırbistan, İsrail, Çin ve Endonezya gibi ise ülkeler zorunlu karşılık uygulamasını farklılaştırarak kullanmışlardır. Macaristan tarafından uygulanan değiştirilebilir zorunlu karşılık uygulaması finansal kuruluşlara, merkez bankasında tutulacak mevduatların oranını özgürce belirleme esnekliği sağlarken, İsrail tarafından türev ürün sözleşmeleri zorunlu karşılıklar kapsamına alınarak, uygulamada sıkılaştırmaya gidilmiştir. Sırbistan Merkez Bankası ise hem ulusal para hem de yabancı paralar için vadeye göre farklılaştırılmış zorunlu karşılık uygulaması ile bankalara, döviz cinsinden zorunlu karşılıkların bir kısmının ulusal para cinsinden tutulması zorunluluğu getirmiştir. Endonezya, ulusal para cinsinden nakit para, merkez bankası sertifikaları ile devlet tahvilleri ve kredi mevduatları için üç ayrı zorunlu karşılık oranı kullanmak suretiyle uygulamada farklılaşmaya gitmiştir. Çin ise 2011 yılı başlangıcında, kredi büyümesi ve risklerin önlenmesi amacıyla farklı sermaye yeterlilik oranı ve risk düzeyine sahip bankalara farklı zorunlu karşılık oranlarının uygulandığı dinamik olarak farklılaştırılmış zorunlu karşılık uygulamasını başlatmıştır (Vural, 2013: 45-46).

Faiz koridoru, merkez bankasının politika faizinde bir değişiklik yapmaksızın, borç alma ve borç verme faizlerini değiştirerek ekonomiyi yönlendirmesine imkân tanıyan, geleneksel olmayan bir para politikası aracıdır. Borç verme faiz oranı, geçici olarak likidite sıkışıklığı yaşayan bir bankanın, merkez bankasından kısa vadede borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranıyken; borç alma faiz oranı ise geçici olarak likidite fazlasına sahip olan bankanın, söz konusu likidite fazlasını merkez bankasına yatırarak elde edeceği faiz oranını ifade etmektedir. Politika faizi ise faiz

koridorunun, borç verme ve borç alma faiz oranlarının temsil ettiği üst ve alt bandı arasında, genel olarak koridorun orta noktasında oluşmaktadır (Tunalı ve Yalçınkaya, 2016: 85-86). Faiz koridoru, sermaye hareketlerinin hızlandığı dönemlerde merkez bankaları tarafından gerçekleştirilecek likidite operasyonlarıyla kısa vadeli faiz oranlarının sınırlı bir süre için değiştirilebilmesine imkân tanımakta, bu sayede sermaye hareketleri ve döviz kurundaki oynaklıklar azaltılabilmektedir. Faiz koridoru, sermaye hareketlerindeki oynaklığın artış eğilimine girdiği 2008 Krizi ve sonrasında gelişmekte olan ülkeler tarafından da kullanılmaya başlanmıştır. 2008 Krizi öncesinde faiz koridoru politikası Kanada, İngiltere, Japonya, AMB, Norveç, Avustralya, İsveç ve Yeni Zelanda tarafından kullanılırken, kriz sonrasında Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, Türkiye ve İzlanda gibi ülkeler tarafından da kullanılmaya başlanmıştır (Vural, 2013: 43, 65). Faiz koridoru politikası, 2008 Krizine karşı alınan önlemler çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelere yalnızca Endonezya ve Türkiye tarafından kullanılmıştır.

#### **2.2.2.2.4. 2008 Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ve Para Politikası Üzerindeki Etkileri**

2008 Krizi Türkiye ekonomisini de olumsuz etkilemiştir. Türkiye'nin en büyük ticari ortağı olan Avrupa ekonomisinin yaşadığı durgunluk ihracatta önemli bir düşüşe yol açmıştır. Krizin ihracat üzerindeki etkisi, 2008 yılının 4.çeyreğinden itibaren ortaya çıkmış ve 3.çeyrekte 38.9 milyar dolar düzeyinde olan ihracat, 28.9 milyar dolar düzeyine gerilemiştir. Sürdürülebilir bir büyümenin sağlanması ve cari açığın finansmanı açısından son derece önemli olan ihracatın hızla gerilemesi, cari açığın en önemli belirleyicisi olan dış ticaret açığını önemli düzeyde artırmıştır. 2007 yılında 38.3 milyar dolar olan cari açık, 2008 yılında 41.9 milyar dolara kadar yükselmiştir. Türkiye, krize çok yüksek ve artan bir cari açıkla yakalanmıştır. 2007 yılında %4.7 olarak gerçekleşen ekonomik büyüme, hem cari açığın finansmanının hem de dış borçlanma imkânının zorlaşması sonucunda 2008 yılı itibariyle %0.7'ye gerilemiştir. Krizin başlangıcı olan Eylül 2008 itibariyle enflasyonda ani bir artış yaşansa da Kasım 2008 itibariyle bu durum tersine dönmüştür. 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren küresel talepteki daralmanın belirginleşmesi ve petrol fiyatlarında yaşanan düşüş,

enflasyonu da aşağı çekmiştir. 2007 yılındaki yüksek emtia ve petrol fiyatları neticesinde %8.4 olan yıllık enflasyon, yaşanan kriz sebebiyle 2008 yılında %10.1'e yükselmiştir. 2009 yılında daralan küresel talep ve petrol fiyatlarının gerilemesine paralel olarak %6.8'e gerileyen enflasyon, bu eğilimini küresel ekonominin toparlandığı 2011 yılına kadar sürdürmüştür (Selçuk ve Yılmaz, 2008: 347-348; Doğan, 2014: 180; Kesebir, 2018: 535-536; Ertuğrul ve diğerleri, 2010: 63, 67).

2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren TCMB; enflasyonda hızlı bir düşüş yaşanacağı öngörüsüyle, fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeyen ve krizin ekonomi üzerindeki etkilerini minimize etmeyi amaçlayan bir para politikası izlemiştir. Bu çerçevede parasal genişleme sürecini başlatan TCMB, gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankalarından biri olmuştur. Kasım 2008-Mayıs 2009 döneminde TCMB, toplamda 10.25 puanlık faiz indirimi ile enflasyon hedefleme stratejisini benimseyen ekonomiler arasında, kriz sürecinde en yüksek oranda faiz indirimi uygulayan merkez bankası olmuştur (TCMB, 2010a: 6).

TCMB'nin küresel kriz sürecinde uyguladığı para politikası, küresel konjonktürdeki gelişmelere bağlı olarak üç aşamada gerçekleşmiştir. Eylül 2008 itibariyle TL likiditesi ve döviz piyasasına yönelik olarak önleyici tedbirlerin alınması, kriz sürecinde uygulanan para politikasının ilk aşamasıdır. Nisan 2010 tarihinde açıklanan ve kriz dönemi politikalarının normalleştirilmesini içeren Para Politikası Çıkış Stratejisi ise söz konusu para politikasının ikinci aşamasını oluşturmaktadır. Son aşama ise Kasım 2010 itibariyle fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da sağlanması amacıyla faiz dışı araçların etkin bir şekilde kullanımını içeren TCMB'nin yeni politika bileşimidir (Yeter, 2017: 123).

Türkiye'de Krize karşı ilk parasal önlem, para piyasaları üzerinde oluşan belirsizliğin giderilmesine yönelik olarak alınmıştır. TCMB 2008 yılının Ekim ve Kasım aylarında gecelik faiz oranlarındaki oynaklığın ve piyasadaki risk algısının azaltılması amacıyla 3.5 puan olan faiz koridoru genişliğini 2.5 puana düşürmüş ve Ekim 2008 itibariyle piyasaya ihtiyaç duyulanan üzerinde fonlama yapmaya başlamıştır. Bu uygulama neticesinde açığa çıkan likidite fazlası ise gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir. Ayrıca bu uygulama ile gecelik faiz oranlarının, politika faiz oranı olarak kullanılan TCMB borçlanma faiz oranının üzerine çıkması engellenmiş ve söz konusu faiz oranı piyasalar için gösterge niteliğini sürdürmüştür.

Parasal önlemler çerçevesinde alınan önlemlerden bir diğeri ise kredi piyasasını desteklemek amacıyla yapılan düzenlemeler olmuştur. Piyasadaki likidite açığının kredi mekanizmasının işleyişi üzerinde meydana getirebileceği aksaklıkların önlenmesi amacıyla 19 Haziran 2009 itibariyle üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmış ve 16 Ekim 2009 tarihinde zorunlu karşılık oranlarında indirimde gidilmiştir. Bu çerçevede söz konusu oran, TL cinsinden yükümlülükler için %5'e düşürülmüştür. Parasal önlemler çerçevesinde alınan son önlem ise enflasyonda hızlı bir düşüş yaşanacağı öngörüsüyle yılın son çeyreğinde yapılan faiz indirimleridir. 2008 yılının son çeyreğinde politika faizinde sırasıyla 50, 125 ve 200 baz puanlık üç ayrı indirimde gidilmiş ve böylece 2008 yılsonunda %15 olan TCMB gecelik borçlanma faiz oranı, 2009 yılı başlangıcında %13'e çekilmiştir. Faiz indirimlerine 2009 yılında da devam edilmiş ve TCMB gecelik borçlanma faiz oranı Kasım 2009'a kadar %6.50'ye düşürülmüştür (Yiğit, 2009: 68; TCMB, 2010b: 4-6).

2008 yılının ilk çeyreğinde %7.1 olarak belirlenen enflasyon hedefinin, uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler neticesinde %9.2 olarak gerçekleşmesi, yılsonu için %4 olarak belirlenen hedefin, %9.3 olarak revize edilmesini gerekli kılmıştır. Yılsonu itibariyle %10.1 olarak gerçekleşen enflasyon, revize edilen hedefe ilişkin  $\pm 2$  olan belirsizlik bandının içinde tutulmuştur (TSPAKB, 2009: 13-14). Enflasyon hedeflerinin iki yıl üst üste tutturulamamasına ek olarak enflasyonun üçüncü yıl da hedeflenenin üzerinde gerçekleşmesinin, enflasyon beklentilerinin kontrolünü güç bir duruma sokacağı öngörüsüyle TCMB, 2009-2011 dönemine ilişkin enflasyon hedeflerini de revize etmiştir. Bu bağlamda enflasyon hedefleri, 2009 yılı için %7.5, 2010 yılı için %6.5 ve 2011 yılı için %5.5 olarak belirlenmiştir (Kara ve Orak, 2008: 57-58).

2008 yılı sonunda küresel ekonomide hakim olan belirsizlik ve finansal sistemdeki negatif büyüme, gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarında önemli bir düşüşe neden olmuştur. Bu çerçevede TCMB tarafından, döviz piyasaları ve bankacılık sisteminin döviz likiditesine ilişkin de bir takım önlemler alınmıştır. Döviz likiditesinin sistem içerisinde tutulması amacıyla TCMB, döviz alım ihalelerini askıya almıştır. Döviz piyasalarındaki derinliğin kaybolmasından kaynaklanan sağlıklı fiyat oluşumları sebebiyle 2008 yılında toplamda 100 milyon ABD dolarının satıldığı, iki farklı döviz satış ihalesi yapılmıştır. TCMB, döviz depo işlemlerinde aracılık

faaliyetine tekrar başlayarak bankaların bu piyasalardaki işlem limitlerini kademeli olarak 10.8 milyar ABD dolarına yükseltmiştir. Buna ek olarak bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 3 aya kadar uzatılmıştır. TCMB, %11 olan döviz cinsinden zorunlu karşılık oranı üzerinden, 5 Aralık 2008 tarihinde yaptığı iki puanlık indirim ile bankacılık sistemine yaklaşık 2.5 milyar ABD doları tutarında ek döviz likiditesi sağlamıştır. Mart-Nisan 2009 döneminde yapılan döviz satış ihaleleri ile TCMB, toplamda 900 milyon dolarlık döviz satışında bulunmuştur. Döviz piyasalarındaki derinliğin artma eğilimi neticesinde döviz satış ihaleleri, 2 Nisan 2009 itibariyle sonlandırılmıştır. Uluslararası rezerv artışı amacıyla yapılan döviz alım ihalelerine ise döviz piyasalarındaki istikrarın ve küresel ölçekte artan olumlu beklentiler paralelinde risk iştahının tekrar artış eğilimine girmesi neticesinde 4 Ağustos 2009 itibariyle yeniden başlanmıştır. Bu çerçevede TCMB, Ağustos ayından başlayarak yıl boyunca toplamda 4.3 milyar dolar tutarında döviz alımı gerçekleştirmiş ve 2007 yılından beri uyguladığı döviz piyasalarına doğrudan müdahalede bulunmama şeklindeki tutumunu sürdürmüştür (TSPAKB, 2010: 15; TCMB, 2010b: 2-3).

PPK'nın enflasyonda büyük oranda ve hızlı bir düşüş yaşanacağı öngörüsüyle Kasım 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizinde yapmış olduğu toplamda 700 baz puanlık indirim neticesinde Türkiye, faiz indirimine giden gelişmekte olan ülkeler içerisinde ilk sırayı almıştır. 2009 yılının ilk çeyreğinde TCMB'nin enflasyon öngörüsüyle tutarlı gelişmelerin yaşanması ve uluslararası piyasalardaki risk algısının gerilemesi, yapılan faiz indirimlerinin etkisini artırarak Hazine bonosu faizlerinde de önemli bir düşüş yaratmıştır. Hazine bonosu ve politika faizlerindeki bu düşüşler ise küresel ekonomideki belirsizlik, ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama, dış finansman olanaklarının azalması, mevduat vadelerinin kısalması ve kredi riskindeki artış sebebiyle kredi faizlerine aynı oranda yansımamıştır. Dolayısıyla sıkı finansal koşullar devamlılığını sürdürmüştür. Gelişmiş ülkeler tarafından alınan önlemlerin piyasadaki risk algısını azaltmasına rağmen sıkı finansal koşulların ve güvensizlik ortamının devam etmesi sonucunda enflasyonist beklentilerin yerini deflasyonist beklentiler almıştır. 2009 yılsonu itibariyle enflasyon oranı, %6.53 düzeyine gerileyerek, %7.5 olarak belirlenen nokta hedefin altında kalmasına rağmen % $\pm$ 2 puanlık belirsizlik bandının içinde tutulmuştur (TCMB, 2009b: 1-3; TCMB, 2010a: 25).

2010 yılında küresel krizin ekonomiler üzerindeki etkilerinin giderilmeye başlaması üzerine TCMB, kriz esnasında likiditeye ilişkin alınan önlemlerin kaldırılması ve para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesi adına çıkış stratejisini, 14 Nisan 2010 tarihindeki “Para Politikası Çıkış Stratejisi” metniyle kamuoyu ile paylaşmıştır. Bu çerçevede ilk olarak piyasadaki likiditenin kademeli olarak azaltılması, ikinci olarak ise teknik faiz ayarlamasının yapılması kararlaştırılmıştır (TCMB, 2013c: 19). 2010 yılı Mayıs ayına kadar politika faizi olarak TCMB gecelik borçlanma faizi kullanılırken, teknik faiz ayarlaması kapsamında politika faizini temsilen bir haftalık repo faiz oranının kullanılmasına karar verilmiştir. Bu değişiklik TCMB’nin faiz koridoru çerçevesinde gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını farklı amaçlar doğrultusunda ayrı ayrı kullanabilmesine olanak tanımıştır (Binici ve diğerleri, 2013: 4).

TCMB, döviz likiditesine ilişkin sağladığı imkânları, çıkış stratejisi kapsamında kriz öncesi düzeyine getirmiştir. Bu çerçevede TCMB, 2010 yılı boyunca ihale usulüyle toplamda 15 milyar dolar tutarında döviz alımı yapmış, döviz cinsinden zorunlu karşılık oranını %11’e yükseltmiş ve 15 Ekim 2010 tarihinde döviz depo piyasasındaki aracılık işlemlerine son vermiştir. Ayrıca üç ay vadeli repo ihaleleri, döviz alımlarının sürdürülmesinin likidite açığını ve uzun vadeli fonlama gereksinimini azaltacağı gerekçesiyle 15 Ekim 2010 tarihinde sonlandırılmıştır (Sözer, 2013: 59; TSPAKB, 2011: 13-16).

Para Politikası Çıkış Stratejisi kapsamında TCMB, para politikasını makro finansal riskleri de gözeterek şekilde yeniden tasarlamış ve finansal istikrar, fiyat istikrarının sağlanması doğrultusunda destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir (Kara H., 2012: 5). Ancak her iki hedefin eş anlı olarak sağlanması, politika faizinin tek bir araç olarak kullanılmasıyla mümkün olamamaktadır. Küresel büyüme dönemlerinde sermaye akımlarının artması, bilançolarda vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta, kurların reel olarak değer kazanması ve kredilerin hızla genişlemesi sonucunda bozulan kaynak dağılımı, finansal istikrar üzerindeki riskleri artırmaktadır. Bu risklerin engellenmesi doğrultusunda faiz oranlarının düşük düzeylerde tutulması, kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatarak makro finansal istikrarsızlığı aşağıya çekebilmektedir. Buna karşın faizlerin uzun süre düşük düzeylerde tutulması, iç talebi destekleyerek fiyat istikrarının sağlanması önünde bir engel oluşturmaktadır. Bu

sebeple politika faizinin tek bir araç olarak kullanımı, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın bir arada sağlanabilmesi hususunda yetersiz kalmakta, dolayısıyla aynı anda birden fazla politika aracının kullanımına gerek duyulmaktadır. TCMB, makro finansal dengesizliklerin azaltılması doğrultusunda kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması ve kredi genişlemesinin yavaşlatılması şeklinde iki ara hedef belirlemiştir. Finansal istikrarın, fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeksizin sağlanması amacıyla, Eylül 2010 itibariyle zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizmasının (ROM) da politika faiziyle birlikte kullanılması kararlaştırılmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 4). Para politikası amaç ve araçlarının revize edilmesiyle TCMB, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren yeni para politikası yaklaşımını uygulamaya başlamıştır.

#### **2.2.2.2.4.1. TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı: Esnek Enflasyon Hedeflemesi**

Gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları sonucunda sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, bu ülkelerde ulusal paranın hızla değerlenmesine neden olmuştur. Bu çerçevede kur hareketlerinden olumlu etkilenen firma bilançoları, bankaları hızlı kredi genişlemesine teşvik etmiştir. Hızlı kredi genişlemesi ve ulusal paranın değer kazanması bir yandan kaynak dağılımını bozarken, diğer yandan da iç talebin gelirler toplamından daha hızlı büyümesine neden olarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemiştir. Makroekonomik istikrarı olumsuz etkileyen bu gelişmeler aynı zamanda finansal istikrara da zarar vermektedir (TCMB, 2013c: 20-21). Nitekim 2008 Krizinde gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan politikalar sonucunda artan kısa vadeli sermaye hareketleri, Türkiye ekonomisinde kredi kanalı aracılığıyla tüketimin artmasına ve döviz kuru kanalı aracılığıyla TL'nin aşırı değerlenmesine yol açarak cari açığa ilişkin risklerin artmasına neden olmuştur. Cari açığın artması ve aynı zamanda cari açığın finansmanında kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımlarının payının artması, küresel risk iştahındaki ani değişimler karşısında ekonominin kırılganlığını artırarak, makro finansal dengesizliklerin oluşmasına neden olmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 2). Bu kapsamda TCMB, fiyat istikrarının yanında

finansal istikrarın da destekleyici bir amaç olarak belirlendiği, tek politika aracı yerine birden fazla politika aracının birlikte kullanıldığı yeni bir para politikası yaklaşımını benimsemiştir. Esnek enflasyon hedeflemesi olarak da adlandırılabilen bu yeni yaklaşım çerçevesinde finansal istikrarın destekleyici bir amaç olarak benimsenmesi, bu amaca yönelik makro finansal risklerin minimize edilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu doğrultuda iç talebin daha kontrollü bir şekilde gelişiminin sağlanması ve bunun için kredilerin genişleme hızı ile sermaye akımlarındaki oynaklığın azaltılması gerekmektedir. TCMB, politika faizi olarak belirlenen bir hafta vadeli repo faiz oranına ek olarak zorunlu karşılık oranları ve faiz koridorunu kullanarak kredi ve döviz kanalları üzerinden bu iki ara amacı gerçekleştirmeye çalışmıştır. Makro finansal risklerin azaltılması amacıyla faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve politika faizinin birlikte kullanıldığı sistem, TCMB'nin yeni politika bileşimi olarak tanımlanmakta olup 2010 yılının son çeyreğinden itibaren uygulanmaya başlanmıştır (Sözer, 2013: 62, 145).

#### **2.2.2.2.4.2. TCMB'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı Çerçevesinde Kullandığı Araçlar ve Uygulamaları**

Yeni politika yaklaşımı çerçevesinde finansal istikrarın sağlanmasını da amaçlayan TCMB, enflasyon hedeflemesi gereğince faiz oranlarını artırmaksızın kredi hacmini daraltmak amacıyla zorunlu karşılık uygulamasına ağırlık vermiştir (Karabıyık ve Sarıçam, 2011: 26).

Öncelikle zorunlu karşılıkların etkin bir politika aracı olarak kullanılabilmesi amacıyla, bu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Finansal istikrarın da amaçlandığı esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi kapsamında finansal dengesizliklerin azaltılması adına kredi genişlemesinin sınırlandırılması gerekmektedir. Bu durum ise TL likiditesi ve kredi arzının kontrol altında tutulması ile mümkündür. Bu çerçevede TCMB, zorunlu karşılık oranlarını kademeli olarak yükseltmiş ve Ocak 2011 itibarıyla bankaların birbirleri ve TCMB ile gerçekleştirdikleri işlemler dışındaki repo işlemleri de dahil edilerek zorunlu karşılığa tabi tutulan yükümlülüklerin kapsamını genişletmiştir. Buna ek olarak, Türk Bankacılık Sektöründe yurt içi ve yurt dışından sağlanan fonların vadesinin,

aktiflerinin vadesine kıyasla daha kısa olması sebebiyle bankacılık sisteminin yükümlülük vadesi uzatılarak finansal sistemin dayanıklılığının artırılması amaçlanmıştır. Bu çerçevede zorunlu karşılık oranları, kısa vadelerde daha yüksek ve uzun vadelerde daha düşük olacak şekilde farklılaştırılmıştır (Sözer, 2013: 59-60). Zorunlu karşılıklar, kredi genişlemesini maliyet ve likidite kanalı üzerinden etkileyebilmektedir. Maliyet kanalı, zorunlu karşılıklardaki değişimin, kredi faizleri ile mevduat faizleri farkını etkilemesi vasıtasıyla çalışmaktadır. Bu kanalın etkin bir şekilde işleyebilmesinin önkoşulu ise zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesidir. Nitekim doğrudan maliyet kanalı üzerinden kredi genişlemesini etkilemeyi amaçlayan TCMB, 2010 Eylül ayından itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vermiş ve Nisan 2011 tarihinden itibaren zorunlu karşılık oranının ağırlıklı ortalamasını %13.3 düzeyine yükselterek, zorunlu karşılıkların doğrudan maliyet etkisini artırmıştır. Likidite kanalıyla gerçekleşen etki ise zorunlu karşılık artışlarının bankaların yükümlülük yapısını değiştirmesiyle meydana gelmektedir. TCMB fonlamanın vadesinin bir hafta ve mevduatların ortalama vadesinin 50 gün olması bir vade uyumsuzluğu meydana getirmektedir. Zorunlu karşılıklardaki artışın bankalar üzerinde meydana getirdiği likidite açığının TCMB'den borçlanılarak karşılanması durumunda bankalar, bu vade uyumsuzluğunun neden olduğu faiz riskini üstlenmek zorunda kalmaktadırlar. Bu sebeple bankalar ya bu faiz riskini kredi ve mevduat faizlerine yansıtacaklar ya da kısa vadeli fonlara duyulan bağımlılığın azaltılması amacıyla ulusal para cinsinden kredileri azaltacaklardır. Her iki senaryo da kredi genişleme hızının yavaşlamasıyla sonuçlanacaktır (Başçı ve Kara, 2011: 6-7). Ancak mevduat faizlerinin genel olarak düşük seyrettiği bir konjonktürde, böyle bir yansıtmanın söz konusu faizler üzerindeki etkisi sınırlı bir düzeyde gerçekleşmektedir. Bu çerçevede maliyetteki artışın tamamının kredi faizlerine yansıtılması durumunda dahi kredi talebi üzerinde belirgin bir etki oluşturmayacağından, maliyet kanalıyla oluşturulan etki sınırlı düzeylerde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla kredi genişlemesi üzerindeki esas etki, likidite kanalı ile yaratılmaktadır. Likidite kanalı, bankaların merkez bankasından kaynak sağlama ihtiyacının, zorunlu karşılıklar aracılığıyla değiştirilmesine dayanmaktadır. Bu sayede bankaların kredi verme iştahları etkilenebilmektedir. Zorunlu karşılıkların kredi piyasası üzerindeki etkisi, merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarındaki artışla piyasadan çektiği likiditenin, merkez

bankası fonlarından ikame edilebilirlik derecesi azaldıkça güçlenmektedir. Kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın artırılması şeklinde uygulanan faiz koridoru ve likidite yönetimi stratejisi ise söz konusu ikame edilebilirlik derecesini sınırlandırmaktadır. Dolayısıyla söz konusu uygulama, ek sıkılaştırma dönemlerinde özellikle önemli ölçüde likidite açığı bulunan bankaların kredi genişlemesinde daha temkinli davranmasına neden olmaktadır. Zorunlu karşılıkların kredi genişlemesi üzerindeki etkisi faiz koridoru ile birebir ilişkili olmakta ve zorunlu karşılık oranlarının artırılması, faiz koridorunun etkinliğini de artırmaktadır (Kara H., 2012: 12-13). Parasal aktarım mekanizması açısından değerlendirildiğinde zorunlu karşılıklar, gerek maliyet ve likidite kanalları ile doğrudan, gerekse de kredi genişleme hızının değiştirilmesi yoluyla dolaylı olarak banka kredileri ve dolayısıyla banka kredi kanalının etkin işleyişi için önem arz etmektedir. Zorunlu karşılık uygulamasına önem kazandıran esas uygulama ise ROM'dur. Bu sebeple ROM'un da zorunlu karşılıklarla birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir (Kaplan, 2019: 136).

ROM, bankaların zorunlu karşılık uygulaması çerçevesinde TCMB'de TL cinsinden bulundurmak zorunda oldukları mevduatların, belirli bir yüzdesini döviz veya altın cinsinden tutulabilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. ROM, TCMB tarafından temel olarak sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. (TCMB, 2013a: 15-16). Bu sayede TCMB, bankaların ellerinde tutabilecekleri TL likiditesini piyasaya kredi olarak vermeleri suretiyle hem bankaların kârlılığını korumakta, hem de kendi bünyesindeki geçici döviz rezervlerini artırmaktadır (Kaplan, 2019: 136). ROM, TCMB'nin döviz likidite yönetiminin TL likidite yönetiminden ayırabilmesine imkân sağlamaktadır. Bu sayede sermaye hareketlerindeki oynaklığın döviz kurları ve döviz cinsinden krediler üzerindeki olumsuz etkilerinin minimize edilmesi hususunda alternatif araçlara göre daha etkili bir şekilde kullanılabilir. Ayrıca bu mekanizma, sermaye akımlarındaki oynaklığın arttığı dönemlerde bankaları, rezervlerini içsel olarak ayarlamaya teşvik etmektedir. Her bankanın kendi rezervleri üzerinde tasarruf sahibi olması ise bu mekanizmayı, alternatif olan döviz müdahaleleri ve döviz cinsinden zorunlu karşılıklara kıyasla daha etkin kılmaktadır (Alper ve diğerleri, 2013: 14).

Bankaların ROM çerçevesinde TCMB’de bulundurdıkları döviz rezervlerini, dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlayabilmesi neticesinde sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerinde oluşturduğu oynaklığın azalması beklenmekte ve bu imkanın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst limitler Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ise her bir birim TL zorunlu karşılık için tutulması gereken döviz ve altın karşılığını belirleyen katsayı olarak tanımlanmaktadır. Bankaların bu imkandan hangi ölçüde yararlanacakları, döviz cinsinden sağlayabilecekleri kaynakların miktarı ile eşik ROK’un alacağı değere bağlı olmaktadır. Eşik ROK’un alacağı değere ise yabancı para ve TL cinsinden kaynakların göreceli maliyetlerine göre belirlenmektedir.

Yabancı sermaye girişinin artması durumunda döviz cinsinden kaynak sağlamanın maliyeti, TL cinsinden kaynak sağlamanın maliyetinden göreceli olarak düşük olmakta ve dolayısıyla eşik ROK artmaktadır. Bu durumda bankalar, merkez bankasında bulundurdıkları TL zorunlu karşılıkların daha büyük bir oranını yabancı para cinsinden tutmakta, diğer bir deyişle ROM’u daha yoğun bir şekilde kullanmaktadır. Bu sayede sermaye akımlarının artırdığı döviz likiditesinin önemli bir kısmı, TCMB’de tutulmak suretiyle piyasadan çekilmekte ve TL’nin değerlendirilmesi yönünde oluşan baskı azaltılmaktadır. Ayrıca bu yolla yabancı sermaye kaynaklı kredi arzı artışı da sınırlandırılmış olmaktadır. Yine aynı dönem için borçlanma kısıtlarındaki gevşemenin yol açtığı sermaye akımlarındaki artış da ROM’un daha yoğun kullanımına neden olmakta ve artan döviz likiditesinin belirli bir miktarının piyasadan çekilmesi yoluyla aynı döviz miktarının TCMB tarafından satın alınmasına kıyasla daha düşük bir düzeyde sterilizasyon yapılmasına imkân sağlamaktadır. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise eşik ROK değerinin azalması ve yurtdışı fonlara erişimin zorlaşması, bankaları ihtiyaç duydukları döviz likiditesini ROM’u daha az kullanarak elde etmeye yöneltmektedir. Ayrıca sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde borçlanma kısıtlarının bağlayıcılığının artması da bankaların ROM’a daha az ilgi göstermesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla TL’nin değer kaybetmesi yönünde oluşan baskı azalırken, TL likidite talebi artmaktadır (TCMB, 2012a: 2; TCMB, 2012b: 5).

TCMB, 2012 yılının ilk çeyreğinde küresel risk iştahındaki azalmaya rağmen temkinli duruşunu sürdürmüştür. Nitekim ikinci çeyrekte yeniden artış eğilimine giren

risk iştahına karşın TCMB, Mayıs 2012 itibariyle finansal istikrarın desteklenmesi için dvız rezerv opsiyonunu %40'tan %45'e yükseltmiştir. Bununla birlikte TL zorunlu karşılıkların, TL cinsinden ayrılması ile dvız cinsinden ayrılması arasında oluşacak maliyet farkının minimize edilmesi amacıyla ROK'da değişiklikler yapılmıştır. Bu ereve dvız rezerv opsiyonu için ROK, %0-40 aralığında 1 ve %40-45 aralığında 1.4 olarak belirlenmiştir. Haziran ve Temmuz aylarında dvız rezerv opsiyonunda yapılan 5'er puanlık artışlar için ROK, %45-50 aralığı için 1.7 ve %50-55 aralığı için 1.9 olarak yeniden düzenlenmiştir. Yılın nc çeyreğinden itibaren ek parasal genişlemeye giden gelişmiş ülke merkez bankalarının, sermaye akımlarını hızlandırma ihtimaline karşın dvız rezerv opsiyonu %60'a artırılmış ve ROK, %55-60 aralığı için 2 olarak belirlenmiştir. Ayrıca %0-40 aralığında 1 olarak belirlenen ROK, finansal istikrarın desteklenmesi gerekçesiyle 1.1'e artırılmıştır. Yılın son çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin mevcudiyetini koruması sebebiyle Kasım 2012 itibariyle dvız rezerv opsiyonu için %40 diliminin üzerine uygulanan tüm ROK'larda 0.1 puanlık artış yapılmıştır. TL zorunlu karşılıkların altın cinsinden ayrılabilmesine ilişkin %20 olarak belirlenen opsiyon ise yılın ikinci çeyreğinde %25'e artırılmıştır. Altın rezerv opsiyonu için ROK, %0-20 aralığında 1; %20-25 aralığında 1.5 olarak belirlenmiştir. nc çeyrekten itibaren %30'a yükseltilen altın rezerv opsiyonu için ROK, %30-35 aralığında 2 olarak belirlenmiştir. Son çeyrekte ise altın rezerv opsiyonu için tüm dilimlerde ROK, 0.2 puan artırılmıştır (TCMB, 2013d: 31-32).

TCMB'nin yeni politika yaklaşımı çerçevesinde kullandığı bir diğer politika aracı da faiz koridorudur. Faiz koridoru, merkez bankalarının gecelik olarak bankalardan borçlanabileceği oranı ifade eden borç alma faiz oranı (taban) ve bankalara borç verebileceği oranı ifade eden borç verme faiz oranı (tavan) arasında kalan alan olarak tanımlanmaktadır. TCMB'nin politika faizi olarak belirlediği bir haftalık repo faiz oranı ise faiz koridoru içinde oluşmaktadır. Merkez bankaları tek politika faizinin kullanıldığı geleneksel faiz koridoru sisteminde, bankaların kısa vadeli fonlama maliyetlerinin bu faiz oranına yakın bir noktada gerçekleşmesini sağlamaktadır. TCMB ise 2010 yılı sonlarından itibaren, finansal sistemde artan oynaklık neticesinde geleneksel olmayan faiz koridorunu kullanmaya başlamıştır. Burada kast edilen, koridorun alt ve st bandının aynı oranda yani simetrik olarak değişmemesidir. Bu asimetrik yapı, TCMB'nin sermaye giriş ve çıkışlarına farklı

tepkiler verebilmesine imkan sağlamaktadır. Geleneksel ve geleneksel olmayan faiz koridoru esasen iki şekilde birbirinden ayrılmaktadır. İlk olarak, geleneksel faiz koridorunda, piyasa faizi ile kısa vadeli ortalama fonlama faizinin arasında bir fark gözetilmemektedir. Bu durumda geleneksel sistemde merkez bankasının politika faiz oranı, birebir olarak piyasa faiz oranının yerine geçmektedir. Ancak yeni sistemde bu iki faiz oranı, gerçekleştirilen likidite operasyonları ile birbirinden ayrıştırılabilmekte ve bu ayrıştırma TCMB'ye kredi kanalı ile döviz kuru kanalını, eş anlı olarak farklı etkiler meydana getirecek şekilde etkileyebilme olanağı sağlamaktadır. İkinci fark ise geleneksel faiz koridorunda, PPK toplantıları neticesinde aylık frekansta ayarlanabilen ortalama kısa vadeli fonlama faizinin, yeni sistemde günlük frekansta ayarlanabilmesidir. Dolayısıyla yeni sistem, sermaye akımlarındaki oynaklığa daha hızlı tepki verilebilmesine imkân sağlamaktadır. Ayrıca faiz koridoru, politika faizi olan bir haftalık repo faizi ile fiyat istikrarına, koridorun üst ve alt sınırlarını oluşturan TCMB borç alma ve borç verme faizleri ile finansal istikrara katkı sağlamaktadır (Kara H., 2012: 8-11; Binici ve diğerleri, 2016: 1; Kaplan, 2019:133-134). Nitekim TCMB, 2010 yılı başlangıcında 2.5 puan olan gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkı, kriz sonrasında tamamen toparlanamayan Avrupa ekonomilerinden yaşanabilecek sermaye aktarımının finansal kırılganlığı artırabileceği öngörüsüyle yılsonuna kadar 7.5 puana yükselterek, çok kısa vadeli finansal yatırımların önüne geçmeyi amaçlamıştır. (TSPAKB, 2011: 14-15).

Kasım 2010-Ağustos 2011 döneminde TCMB, para politikasını, kısa vadeli sermaye akımlarının uzun vadeli sermaye akımlarına dönüştürülerek TL'nin aşırı değerlenmesinin engellenmesi ve yurtiçi kredi arz ve talebinin kontrol altında tutularak iç ve dış talep arasındaki farklılaşmanın dengelenmesi üzerine kurmuştur. Bu dönem içinde piyasa faiz oranlarının, politika faiz oranlarının altında oluşması, dolayısıyla kısa vadeli sermaye akımlarının caydırılması amaçlanmıştır. Bu çerçevede Aralık 2010-Ocak 2011 döneminde, bir hafta vadeli repo faiz oranı olarak belirlenen politika faizi, %7'den %6.25'e düşürülmüştür. Bununla birlikte gecelik borç alma faizi de düşürülerek faiz koridoru aşağı yönde genişletilmiş ve piyasa faiz oranlarının, politika faizinin altında oluşması sağlanmıştır. Faizlerde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ise kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılmasına olanak sağlamıştır. Ağustos 2011 itibariyle küresel risk iştahı düşüş eğilimine girerek sermaye çıkışlarını hızlandırmıştır.

Ani sermaye çıkışları nedeniyle hızla değer kaybına uğrayan TL ve enflasyondaki artışın, orta vadeli enflasyon beklentilerini etkilemesinin engellenmesi amacıyla 2011 yılının Ekim ayında borç verme faizi artırılarak, koridorun üst bandı genişletilmiştir. Diğer bir ifadeyle piyasa faiz oranlarının, politika faizinin üzerinde oluşmasına imkan tanınmıştır. Ağustos 2011 sonrasında hem döviz piyasasında hem de faiz koridorunun kullanımıyla alınan önlemler, kurlardaki oynaklığın diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha sınırlı bir düzeyde gerçekleşmesini sağlamıştır. Ayrıca Ekim 2011 itibariyle yukarı yönde genişletilen faiz koridoru, kredi faizlerini artırmak suretiyle kredi arzının da kontrol altında tutulmasına katkı sağlamıştır (TCMB, 2012c: 8-9, 43, 47).

Yeni politika yaklaşımı kapsamında kullanımına başlanan bir diğer politika aracı da ihracat reeskont kredileridir. TCMB, uluslararası finansal piyasalarda risk iştahının düştüğü 2013 yılının ikinci yarısında diğer gelişmekte olan ülke merkez bankaları ile birlikte piyasaya döviz satmaya başlamıştır. Bu açıdan döviz rezervleri, merkez bankalarının sermaye akımlarındaki yüksek oynaklığın ulusal para üzerindeki etkilerini sınırlayabilmek için başvurdukları en önemli olanaklardan biridir. Bu çerçevede ihracat reeskont kredileri, hem döviz geliri yaratan ihracatçıların desteklenmesine, hem de sermaye akımlarında oynaklığın arttığı dönemlerde makroekonomik politikalara destek sağlayan döviz rezervlerinin artırılmasına katkı sağlamaktadır.

İhracat reeskont kredileri, ihracatçıların vadeli satışlarından doğan alacakları veya gerçekleştirmeyi taahhüt ettikleri ihracatın finansmanı amacıyla döviz üzerinden düzenlenmiş senetlerin reeskonta kabulü yoluyla, maksimum 240 gün vade ve TL cinsinden olacak şekilde kullandırılmaktadır. Senet bedeli ise vade sonunda döviz cinsinden tahsil edilmektedir. İhracat reeskont kredilerinde uygulanacak faiz oranında LIBOR ve/veya EURIBOR faizi esas alınmaktadır. Söz konusu kredilerde uygun faiz oranı ve uzun vade olanaklarının sağlanması, ihracatçıları açısından finansman maliyetini azaltmakta, bu krediyi kullanan firmaların sayısı ile sektörel ve bölgesel dağılımındaki çeşitlenmenin artması da yurtiçi ihracat pazarının genişlemesine ve dış ticaretin dengelenmesine destek olmaktadır.

Cari açığın azaltılması ve TCMB döviz rezervlerinin güçlendirilmesine katkısı gözetilerek ihracat reeskont kredilerinin çerçevesi, 2013 yılı Ağustos ve Kasım aylarında yapılan değişiklikler neticesinde genişletilmiştir. Reeskonta kabul edilecek

senetlerin vadesi 120 günden, 240 güne uzatılmıştır. Dış ticaret şirketleri için 120 milyon ABD Doları ve diğer firmalar için 90 milyon ABD Doları olan kredi limitleri, sırasıyla 240 milyon ve 180 milyon ABD Dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca bu limitlerin 120 güne kadar vadeli kredi başvurularında 1 aylık LIBOR veya EURIBOR faiz oranından tamamının, 121-240 gün vadeli kredi başvurularında ise 6 aylık LIBOR veya EURIBOR faizine 20 baz puan faiz farkı eklenerek elde edilen faiz oranından %50'sinin kullanılabilmesine imkan tanınmıştır. Kredi maliyetlerinin azaltılması, vadelerin uzatılması ve limitlerin artırılması şeklinde yapılan bu düzenlemeler, ihracat reeskont kredilerinin cazibesini artırarak bu kredileri talep eden firmaların sayısını ve böylece söz konusu kredilerin TCMB net rezervlerine katkısını önemli ölçüde artırmıştır (TCMB, 2013e: 72-74).

Yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde ele alınan son politika aracı ise istisnai gün uygulamasıdır. TCMB tarafından haftalık repo ihalesi açılmayan günler istisnai gün olarak adlandırılmaktadır. Bu günlerde TCMB, doğrudan döviz satışları ve gün içi döviz satış ihaleleri düzenleyebilmektedir. Likiditenin ihale yöntemiyle piyasaya aktarıldığı ve bankaların mevcut likidite açıklarına göre talep oluşturdukları istisnai gün uygulamasında, ihaleye konu olan faiz oranı faiz koridorunun üst sınırına yakınsamaktadır. Böylece faizlerin dolaylı olarak artırılması yoluyla, döviz kuru üzerinde baskı oluşturulması ve TL'ye değer kazandırılmasına ek olarak politika faizleri değiştirilmeden piyasa faiz oranları geçici bir süre için yükseltilmektedir. Ayrıca söz konusu uygulama, beklentilerin yönlendirilmesine de katkı sağlayarak TCMB hedeflerini desteklemektedir. Şöyle ki, istisnai olarak ilan günlerde döviz kurunu etkileyebilecek spekülasyon baskılarının oluşması durumunda, piyasa beklentileri TCMB'nin sergilediği duruşu bozmayacağı yönündeyse, oluşan spekülasyon baskıları kurları etkilememektedir. Bu uygulama, TCMB'nin kur seviyesine ilişkin bir taahhüdü bulunmadan döviz kuru oynaklığının sınırlandırılması yoluyla finansal istikrar ve enflasyona ilişkin beklentilerin değişmesini önlemektedir (Vural, 2013: 73).

TCMB, güçlü bir döviz rezervine sahip olmanın olası şokların ekonomide meydana getireceği negatif etkilerin ve ekonomideki olumsuz beklentilerin azaltılması konusunda sağladığı avantaj sebebiyle döviz arz ve talebinin, döviz arzı lehine geliştiği durumlarda rezerv artışı amacıyla ihale yoluyla döviz alımı gerçekleştirmektedir. Bu çerçevede TCMB, 2002 yılından başlayarak dövizle ilişkin alım-satım işlemlerini,

döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olan en düşük düzeyde etkilemek suretiyle, önceden açıklanan şeffaf ihaleler yoluyla gerçekleştirmiştir. 2010 yılında uluslararası finansal piyasalardaki görünümün ve risk iştahının çok hızlı değişimler göstermesinin gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının oynaklığında büyük bir artış yarattığı göz önünde bulundurularak, döviz alım ihalelerinde daha esnek bir yöntemle geçilmiştir. Sözü edilen yeni yöntemle döviz rezervlerinin artırılması için sermaye akımlarından daha etkin bir şekilde yararlanılması ve bu akımlardaki oynaklığa karşı daha esnek bir yapının sağlanması amaçlanmıştır. Bu çerçevede yurt içine sermaye akışının güçlenmesi durumunda TCMB'nin, döviz alımlarının hızlandırılabilmesi amacıyla günlük döviz alım ihaleleri için belirlenen tutarı artırmak suretiyle ek alım yapabilmesi sağlanmıştır. Bununla birlikte döviz arz ve talebinde öngörülenin dışında gelişmeler olması durumunda, ihale tutarlarının artırılması veya azaltılması ile döviz likidite koşullarındaki farklılaşma neticesinde döviz alım ihalelerine kısa veya uzun süreli ara verilmesi ise yine TCMB tasarrufuna bırakılmıştır (TCMB, 2010c: 11). Ayrıca söz konusu yeni yöntem, sermaye akımlarının ulusal para üzerinde değerlendirme yönünde yaratacağı baskıların azaltılmasını da amaçlamaktadır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birlikte sağlanması doğrultusunda aktif bir şekilde kullanılmaya başlanan faiz koridoru, ROM ve ihracat reeskont kredileri, düzenli döviz ihalelerine ve döviz piyasalarına doğrudan müdahaleye duyulan gereksinimi azaltmış ancak tamamen ortadan kaldırmamıştır (Uğur, 2015: 140-143).

#### **2.2.2.3. TCMB'nin Covid-19 Pandemi Dönemi Para Politikası**

2019 yılında Çin'in Wuhan eyaletinde ortaya çıkan koronavirüs (Covid-19) salgını, kısa süre içinde tüm dünyayı etkisi altına almış ve 11 Mart 2020 itibariyle Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi olarak ilan edilmiştir. Enfekte olan büyük bir kitleye ek olarak, uygulanan sokağa çıkma kısıtlamaları, seyahat engelleri gibi önlemler, sosyal hayatı sınırlandırmanın yanı sıra işgücünde yarattığı azalma sebebiyle üretim ve doğal olarak ekonomik faaliyet üzerinde küresel anlamda büyük bir kayıp meydana getirmiştir.

2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %3.6 ve %2.8 büyüyen dünya ekonomisi, 2020 yılı itibariyle %3.3 oranında daralmıştır. Krizin hızlandığı toplam talep azalışı, petrol ve emtia fiyatlarında da hızlı bir düşüşe yol açmıştır. Bununla birlikte küresel düzeyde artış yönünde hareketini sürdüren enflasyon, Pandeminin hızlandığı toplam talep azalışı sonucunda düşüş eğilimine girmiştir. Yıllık enflasyon gelişmiş ülkelerde 1 puanlık düşüşle %0.5 ve gelişmekte olan ülkelerde 1.2 puanlık düşüşle %4.4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Küresel ölçekte riskli varlıkların fiyatlarında da hızlı bir azalmaya yol açan risk iştahındaki düşüş, merkez bankaları tarafından uygulanan faiz indirimleri gibi önlemlerle telafi edilmeye çalışılmıştır. 2018 yılından beri daralmaya devam eden ve 2019 yılı itibariyle %0.9 düzeyinde daralan dünya ticaret hacmi, ekonomik faaliyetlerdeki Pandemi kaynaklı durgunluk sebebiyle 2020 yılında %8.5 düzeyinde daralmıştır. Tüm bu gelişmeler karşısında ekonomik aktivitenin daralma eğilimine girdiği birçok gelişmiş ülke, 2008 Krizinde olduğu gibi parasal genişleme politikalarına başvurmuştur. Bu çerçevede birçok ülke tarafından, krediler, garantiler, genişletilmiş varlık satın alma programları, finansman olanakları ve faiz indirimleri gibi uygulamalarla ekonomiye likidite enjeksiyonları gerçekleştirilmiştir. Örneğin FED, bu genişlemeci politikaları birçok farklı kanal üzerinden gerçekleştirmiştir. Faiz oranlarının sıfır bandına düşürülmesi, 500 milyar dolar tutarında hazine tahvili ve 200 milyar dolar tutarında diğer menkul kıymetlerin satın alınacağı ilanı ile gerçekleştirilen menkul kıymet alım programları, piyasa yapıcısı konumunda olan firmalara ucuz krediler sağlanması ve vadeli varlığa dayalı menkul kıymet kredisi, FED tarafından uygulanan genişlemeci politika unsurlarından bazılarıdır (Erarslan, 2021, s. 43-48). Diğer taraftan AMB ise söz konusu genişleme politikasını 750 milyar Euro varlık alımı taahhüdü, faiz oranlarının sıfır bandına indirilmesi, kredi genişlemesi çerçevesinde oluşturulmuş pandemik acil durum uzun vadeli yeniden finansman uygulaması ve hedeflenen uzun vadeli finansman operasyonu gibi uygulamalarla gerçekleştirmiştir (Şahin, 2021: 69-76).

Dünya ekonomisi genelinde çizilen bu olumsuz tablo, Türkiye özelinde de görülmektedir. Türkiye ekonomisi, 2019 yılı itibariyle %0.9 ekonomik büyüme, %11.84 enflasyon oranı ve %13.2 işsizlik oranı gibi olumsuz bir yapı içindedir ve Pandemi dönemine de bu koşullar altında girilmiştir. 2020 yılının Mart ayı itibariyle salgına karşı sokağa çıkma kısıtlamaları, seyahatlerin sınırlandırılması, ülkeye giriş ve

çıkışların yasaklanması gibi önlemler uygulanmaya başlanmıştır. 2020 yılının ilk çeyreğinde %4.5 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi, söz konusu önlemlerin ekonomik faaliyetlerde yarattığı durgunluk neticesinde ikinci çeyrek itibarıyla %10.3 oranında daralmıştır. (TOBB, 2020: 5-15, 29,40).

Türkiye de Pandemi koşullarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla diğer gelişmekte olan ülke merkez bankalarına benzer bir şekilde faiz indirimleri ve kredi genişlemesi gibi uygulamalarla parasal genişleme politikası uygulamıştır. TCMB politika faiz oranı, Mart 2020 itibarıyla, Temmuz 2019 tarihinde bulunduğu %19.75 seviyesinden, %8.75 seviyesine indirilmiştir. Ayrıca 2020 yılının ikinci çeyreğine kadar faiz koridorunda yer alan gecelik faiz oranları ile GLP borçlanma faiz oranında da indirime gidilmiştir (Kuzucu, 2022: 272). Pandeminin ekonomi üzerindeki etkilerinin olumsuz etkilerinin önlenmesine ilişkin alınan bir başka önlem ise yüklü miktarda tahvil alımlarıdır ve bu alımlar TCMB bilanço büyüklüğünün %10'u olarak belirlenmiştir. Faiz indirimleri ve varlık alımları dışında TCMB, krizin etkilerinin esas olarak kredi genişlemesi yoluyla giderilmesini hedeflemiştir. Bu çerçevede küçük ve orta ölçekteki işletmelere, mevcut istihdam düzeylerini koruma ve işletmenin devamlılığı için kullanılması taahhüdüyle transferler ve ucuz krediler sağlanmaya başlanmıştır. Verilen kredilerin geri dönmeyen krediler olarak nitelendirilebilmesi için gereken süre ise 90 günden, 180 güne çıkarılmıştır. Belirlenen şartlar altında söz konusu kredileri sağlayacak olan bankalara ise döviz cinsinden zorunlu karşılık indirimleri uygulanmış, VDMK'ler teminat kapsamına alınmış ve vadeler uzatılmıştır. Kredi genişlemesi politikası sonucunda 2020 yılında toplam banka kredileri, %35.9 oranında artış göstermiştir (Kara H. , 2021: 294-295; TCMB, 2020: 2).

Pandemi koşullarında alınan para politikası önlemleri neticesinde açığa çıkan likidite fazlası ve faiz oranlarının düşük düzeylerde tutulması, BİST işlem hacmini de %209.6 düzeyine artırmıştır. Alınan önlemler neticesinde M1, M2 ve M3 para arzları sırasıyla %71.1, %35.3 ve %38.2 oranında artış göstermiş, bu artışlar yılın 3. çeyreğinden itibaren enflasyon oranında artış eğilimi başlatmıştır. Politika faiz oranının düşük düzeylerde tutularak enflasyonun altında kalması, reel faizlerin de negatif bir değer almasına sebep olmuş, dolayısıyla TL değer kaybına uğramış ve ülkeden yabancı sermaye çıkışlarını başlatmıştır. Nitekim sermaye çıkışlarının

piyasalar üzerinde meydana getireceği olumsuz etkilerin önlenmesi amacıyla TCMB döviz rezervlerinin büyük bir bölümü kullanılmıştır. TL'nin uğradığı değer kaybı, küresel ölçekte yeniden artış eğilimine giren emtia fiyatları ile birleşince zaten yüksek olan ithal girdi maliyetleri, enflasyonu daha da yüksek düzeylere taşımıştır. Bu çerçevede TCMB, fiyat istikrarına olan bağlılığını göstermek ve enflasyondaki artış eğilimini dizginlemek amacıyla uygulanan genişletici politikaları askıya almış ve yeniden sıkı para politikası uygulamaya başlamıştır. TCMB, sıkı para politikası kapsamında politika faizini, 2021 yılı Eylül-Kasım döneminde 675 baz puan artırarak Aralık ayına dek %17 düzeyine yükseltmiştir. Uygulanan sıkı para politikası, belirsizlik ortamının dağılmaya başladığı Mart 2021 tarihine kadar devam etmiştir (Kuzucu, 2022: 274-275).

TCMB tarafından 2020 yılının ikinci çeyreğinden itibaren uygulanmaya başlanan genişletici para politikası neticesinde 2019 yılından başlayarak daralan sanayi üretimi, yılsonu itibarıyla %1.6 artış göstermiş, GSYİH ise %16.8 oranında büyümüş, Türkiye ekonomisi 2020 yılı itibarıyla ekonomik bir daralma yaşamamıştır. Ancak uygulanan politikanın açığa çıkardığı aşırı likidite sonucunda enflasyon oranı, üçüncü çeyrekte itibaren alınan daraltıcı önlemlere rağmen, yılsonu için hedeflenen %5 düzeyinin bir hayli üzerinde, %14.60 düzeyinde gerçekleşmiştir (TOBB, 2020: 30, 43, 92).

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE İÇİN**

#### **AMPİRİK BİR ANALİZ**

Merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının, reel ve nominal değişkenler üzerinde yaratacağı değişimler parasal aktarım mekanizması aracılığıyla gerçekleşmektedir (Kara F., 2009: 28). Bu sebeple 1990'lı yıllardan itibaren uluslararası literatürde parasal aktarım mekanizmasının işleyişine yönelik birçok çalışma yapılmıştır. Türkiye'de ise parasal aktarım mekanizması üzerine yapılan çalışmalar, 2000'li yılların başlangıcından itibaren artış göstermiştir (Kasapoğlu, 2007: 4).

Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak ulusal ve uluslararası literatürde parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üzerine yapılan ampirik çalışmalara yer verilmiştir. Ardından çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem açıklanmış ve veri seti tanıtılmıştır. Sonraki alt bölüm, ekonometrik analiz sonucunda elde edilen bulgular ve bulguların değerlendirilmesine ayrılmıştır.

### **3.1. LİTERATÜR ÖZETİ**

Literatürde parasal aktarım mekanizmasının etkinliği üzerine yapılan ampirik çalışmalara bakıldığında, söz konusu çalışmaların bir kısmının yalnızca tek bir kanalın etkinliğine odaklandığı, diğer bir kısmının ise birkaç kanalın veya tamamının işleyişini incelediği görülmektedir. Çalışmanın bu kısmında, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini ampirik olarak inceleyen çalışmalar özetlenecektir. Bu bağlamda ilk olarak parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini araştıran uluslararası ölçekte yapılan çalışmalara, ardından Türkiye üzerine yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Bernanke ve Blinder (1992), 1959-1989 dönemine ait aylık verilerle VAR modeli ile ABD'de kredi kanalının etkinliğini incelemişlerdir. Çalışmada; işsizlik oranı, ABD bankalararası faiz oranı, banka bilançosunda yer alan aktif ve pasif büyüklükler (mevduat, kredi ve menkul kıymet) ve TÜFE değişkenleri kullanılmıştır. Yapılan analizde parasal bir şokun bankaları, kısa vadede mevduatlardaki azalışı dengelemek amacıyla menkul kıymet satmaya ve uzun dönemde ise kredi arzını

daraltmaya yönlendirdiği tespit edilmiş, dolayısıyla kredi kanalının incelenen dönemde etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Sims (1992), aylık frekansta verilerle Fransa, Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD ülkelerinde para politikasının etkilerini VAR modeli ile incelemiştir. Çalışmada Fransa ve İngiltere için 1965-1990, Almanya için 1961-1989, Japonya için 1965-1991 ve ABD için 1958-1991 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Analiz; kısa vadeli faiz oranı, M1 para arzı, TÜFE, sanayi üretim endeksi (SÜE) ve döviz kurunun kullanıldığı altı değişkenli bir model ve bunlardan yalnızca döviz kurunun model dışında tutulduğu dört değişkenli bir model olmak üzere iki farklı model üzerinden yapılmıştır. Analiz bulgularına göre tüm ülkeler için faiz oranlarında meydana gelen bir şok SÜE ve para arzı üzerinde etkili olmaktadır. Ülkelerdeki enflasyon oranının, faiz oranlarındaki şoka verdiği tepkiler ise birbirinden farklılaşmaktadır. Enflasyon oranlarının faiz oranlarındaki şoka verdiği tepki Fransa ve Japonya'da pozitif ve güçlü iken, diğer ülkelerde negatif yönde ve zayıf olarak ölçülmüştür. Elde edilen bulgular topluca değerlendirildiğinde, parasal şokların Almanya ve İngiltere'de nispeten zayıf olsa da tüm ülkeler için fiyatlar üzerinde etkili olduğu, üretim üzerinde ise Almanya dışındaki tüm ülkelerde zayıf ve negatif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bernanke ve Blinder (1992) ile Sims'in (1992) çalışmaları, para politikası şoklarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin incelenmesinde ilk defa VAR yönteminin kullanıldığı çalışmalardır. İzleyen süreçte ise literatürde bu konuda yapılan çalışmaların büyük bir kısmında VAR yönteminin kullanıldığı görülmektedir.

Smets ve Wouters (1999), 1975-1997 dönemi için çeyreklik verilerle VAR modelini kullanarak, Almanya'da parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Analizdeki değişkenler 1975-1997 dönemini kapsamakta ve dört grupta değerlendirilmektedir. İlk grup, uluslararası ekonomik ve finansal koşulların da analize dahil edilmesi amacıyla, Almanya ekonomisini önemli ölçüde etkileyen ABD reel GSYİH'sından ve ABD federal fon oranından oluşmaktadır. Almanya Merkez Bankası'nın hedef değişkenleri olan reel GSYH ve TÜFE ise ikinci grubu oluşturmaktadır. Üçüncü grupta, açık bir ekonomide uygulanacak olan para politikasını belirleyen günlük döviz kurları ve ulusal para ağırlıklı reel ticaret değişkenleri yer almaktadır. Son grupta ise politika şokuna verilen tepkilerin analiz edilebilmesi amacıyla reel net ihracat ile birlikte ithalat ve ihracat

fiyatları bulunmaktadır. Yapılan analiz çerçevesinde faiz oranı ve döviz kuru kanalının, GSYİH'nın çeşitli bileşenleri üzerinde farklı etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Faiz oranlarındaki artışın, iç talebin faize duyarlı bileşenlerini etkilemesinin yanı sıra döviz kurunda da bir değerlenmeye yol açarak görece fiyat etkileri üzerinden net ihracatta önemli değişimler yarattığı görülmüştür. Faiz oranı kanalının dış ticaret dengesinde iyileşmeye yol açarken, döviz kuru kanalının ise bozulmaya yol açtığı ve ithal fiyatları üzerinde doğrudan değişimler meydana getirerek uygulanan politikanın fiyatlara geçiş etkisini hızlandırdığı tespit edilmiştir. Bu bağlamda parasal bir sıkılaşmanın döviz kuru üzerinde güçlü ve uzun dönemli etkiler meydana getirdiği, dolayısıyla Almanya'da döviz kuru kanalının, incelenen dönemde etkin olarak işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Camarero ve diğerleri (2002), 1986-1998 dönemi için aylık veriler kullanarak İspanya'da faiz oranı ve döviz kuru kanallarının etkinliğini yapısal VAR (SVAR) yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmada; reel SÜE, TÜFE, para miktarı, on yıl vadeli devlet tahvili getirisi, bankalararası faiz oranı ve döviz kuru olmak üzere toplam altı değişken kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre parasal bir daralmanın, fiyatlar üzerinde sınırlı bir düşüş yaratmasına karşın hem kısa hem de uzun vadeli faiz oranları ve döviz kuru üzerinde artış, toplam çıktı miktarı üzerinde ise azalış yönünde etki yarattığı görülmüştür. Dolayısıyla incelenen dönem için İspanya'da faiz oranı ve döviz kuru kanalının etkili bir biçimde işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Holtemöller (2002), Almanya'da parasal hedefleme stratejisinin uygulandığı 1975-1998 döneminde banka kredi ve bilanço kanalının etkinliğini incelemiştir. Çalışmada; TÜFE, federal fon oranı, Almanya SÜE, ABD SÜE, kredi faiz oranı, toplam krediler, Almanya uzun dönem faiz oranı, ABD uzun dönem faiz oranı, M3 para arzı, reel efektif döviz kuru, kısa dönem faiz oranı, dünya ihracat fiyat endeksi ve devlet tahvillerinin getirisi olmak üzere on üç değişken kullanılmıştır. VAR modeli ile gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre; daraltıcı para politikasının, dış finansman priminde artış yaratarak toplam üretimi azaltması bilanço kanalının; kredi arzında bir daralmaya neden olarak hem toplam üretimi hem de enflasyonu azaltması ise banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlediğini ortaya koymaktadır.

Bernanke ve diğerleri (2005), yalnızca dar veri setleri ile çalışmaya imkan veren standart VAR modelinin, az sayıda bilgi içermesi sebebiyle FAVAR (Faktör

Genişlemeli Vektör Otoregresif) modelini geliştirmişlerdir. Çalışmada 1959-2001 dönemine ait toplamda yüz yirmi bir adet değişken, aylık frekansta kullanılmıştır. Değişkenler; reel çıktı ve gelir, istihdam ve çalışma saatleri, tüketim, konut inşa ve satışları, reel stoklar ve siparişler, hisse senedi fiyatları, döviz kurları, faiz oranları, toplam para ve kredi miktarları, fiyat endeksleri, ortalama saatlik kazanç ve diğer değişkenler olmak üzere on iki gruba ayrılmıştır. Modelde politika değişkeni olarak federal fon oranı kullanılmıştır. FAVAR modeli ile gerçekleştirilen ve para politikası şoklarının ABD ekonomisine etkilerinin incelendiği analiz bulgularına göre, daraltıcı bir parasal şokun reel ekonomik faaliyet ve fiyatlar ile birlikte parasal büyüklüklerde bir düşüşe yol açtığı, ayrıca ulusal para olan doların değer kazandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar, ABD ekonomisinde incelenen dönemde parasal aktarım mekanizmasının işlediğini ortaya koymaktadır.

Mehrotra (2005), Japonya, Hong Kong ve Çin ekonomilerinde faiz oranı ve döviz kuru kanallarının etkinliğini incelemiştir. Çalışmada VAR modeli kullanılmış olup, veri setlerinin her ülke için farklı dönem aralıklarına dayanması nedeniyle ayrı ayrı analiz yapılmıştır. Analizde Japonya için 1991:Q1-2004:Q2; Hong Kong için 1991:Q1-2004:Q3 ve Çin için 1996:01-2004:08 dönemine ait reel GSYİH, TÜFE, faiz oranları ve nominal efektif döviz kuru değişkenleri kullanılmıştır. Analiz bulgularına göre; Japonya ve Hong Kong'da hem faiz hem de döviz kuru kanalının etkin bir şekilde işlediği, Çin'de ise her iki kanalın da etkisiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hülsewig ve diğerleri (2005), Almanya'da kredi kanalının etkinliğini VAR modeli çerçevesinde araştırmışlardır. Analizde; reel GSYİH, TÜFE, konut kredisi ve kredili mevduat hesabı ortalamasından oluşan kredi oranı, toplam banka kredileri ve kısa dönem faiz oranı olmak üzere beş değişken kullanılmıştır. 1991:Q1-2003:Q2 dönemine ait çeyreklik verilerle yapılan analiz sonucunda, kısa dönem faiz oranlarına verilen bir şokun bankaları, kredi marjında bir düşüş yaşanacağı beklentisiyle, kredi arzını hızlı bir şekilde azaltmaya yönlendirdiği tespit edilmiştir. Ayrıca para politikasına verilen şok sonucunda, üretim düzeylerindeki azalmanın ve faiz oranlarındaki yükselmenin de kredi talebini kademeli olarak düşürdüğü saptanmıştır. Analiz bulguları neticesinde, kredi kanalının etkin bir şekilde çalıştığı belirlenmiştir.

Sun ve diğerleri (2010), 1996:01-2006:12 döneminde Çin ekonomisinde, parasal aktarım mekanizmasının banka kredi kanalının etkinliğini araştırmışlardır.

VAR ve Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) ile gerçekleştirilen analizde; bankalararası faiz oranının ağırlıklı ortalaması, M2 para arzı, SÜE, TÜFE, toplam banka kredileri, toplam banka mevduatları, banka menkul kıymetleri, kamu bankası kredileri, özel banka kredileri, sanayi sektörüne açılan krediler, ticari krediler, inşaat sektörüne açılan krediler, ihracat, ithalat, döviz rezervleri ve borsa endeksi olmak üzere on altı değişken kullanılmıştır. Analiz sonucunda, para politikasının banka kredi kanalı üzerinden kredi arzında bir değişim yaratmak suretiyle makroekonomik faaliyetleri etkileyebileceği, dolayısıyla banka kredi kanalının etkin olarak işlediği tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, faiz oranı kanalı ve varlık fiyatları kanalının işlediğine ilişkin bulgulara da rastlanmıştır.

Çevik ve Teksöz (2012), 1990-2010 dönemine ait mevsimsellikten arındırılmış ve çeyreklik veriler kullanarak, Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (KİK) üyesi ülkelerde (Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri) faiz oranı, döviz kuru ve banka kredi kanallarının etkinliğini incelemişlerdir. SVAR modeli ile yapılan çalışmada; üç aylık faiz oranı, hidrokarbon dışı reel GSYİH, ham petrol fiyatı, ABD reel GSYİH, ABD nominal kısa vadeli faiz oranı ve TÜFE olmak üzere altı farklı değişken kullanılmıştır. Ampirik bulgulara göre faiz oranı ve banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlediği, uygulanan sabit döviz kuru rejimi dolayısıyla döviz kuru kanalında etkinliğin sağlanamadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Ganiyev ve diğerleri (2014), parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı, döviz kuru ve banka kredi kanallarının etkinliğini Kırgızistan için araştırmışlardır. Yapılan çalışmada; reel GSYİH, TÜFE, M2 para arzı, reel efektif döviz kuru, özel bankalar tarafından kredilere uygulanan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması, özel bankalar tarafından verilen krediler toplamı olmak üzere beş değişken kullanılmıştır. Analizde 2003:01-2011:12 dönemine ait aylık veriler kullanılarak VAR modeli oluşturulmuş, kurulan model çerçevesinde etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri yapılmıştır. Analiz bulgularına göre, Kırgızistan Cumhuriyet Merkez Bankası reeskont oranının, özel sektöre kullandırılan kredi faizlerini etkilememesi ve bankalararası rekabetin düşük olmasından kaynaklanan yüksek faiz, düşük kredi arzı sebebiyle geleneksel faiz oranı kanalının etkin olarak işlemediği sonucuna ulaşılmıştır. Kredi kanalının ise fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkisizken, reel üretim üzerinde önemli etkiler

doğurduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte dolarizasyonun yüksek olması, dalgalı kur sisteminin uygulanması, Kırgızistan'ın gelişmekte olan küçük ve açık bir ekonomi olması sebebiyle döviz kuru kanalının etkin bir şekilde çalıştığı ve incelenen kanallar içerisinde fiyat istikrarının sağlanmasında en etkin kanal olduğu saptanmıştır. Hisse senedi fiyatları kanalı ise sağlıklı veri bulunmaması sebebiyle analize dahil edilememiştir.

Razmi ve diğerleri (2015), 2008 Krizi öncesi ve sonrasında, Tayland'da faiz oranı, döviz kuru, banka kredi ve hisse senedi fiyatı kanalının etkinliğini incelemişlerdir. 2002:01-2013:04 dönemine ait aylık verilerle yapılan çalışmada; para piyasası faiz oranı, M2 para arzı, ham petrol fiyatı, TÜFE, imalat SÜE, ABD SÜE, yurtiçi krediler, efektif döviz kuru ve hisse senedi fiyatları olmak üzere yedi değişken kullanılmıştır. VAR modeli ile gerçekleştirilen analiz sonucunda, dışsal değişkenler olan petrol fiyatları ve ABD SÜE'nin, 2008 Krizi öncesinde enflasyon üzerinde merkez bankasının para politikalarından çok daha yüksek bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Sanayi üretiminin ise kriz öncesinde yalnızca petrol fiyatları tarafından belirlendiği, para politikası ve modeldeki bir diğer dışsal değişken olan ABD'nin sanayi üretiminden etkilenmediği saptanmıştır. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasının kriz öncesinde etkin bir şekilde çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kriz sonrasında ise hisse senedi fiyatları dışındaki tüm içsel değişkenlerin enflasyonu etkileme gücünde bir artış olurken, petrol fiyatlarının kriz öncesine kıyasla daha düşük bir düzeyde de olsa enflasyon üzerindeki belirleyici etkisini sürdürdüğü görülmüştür. SÜE'de ise kriz sonrasında hisse senedi fiyatlarının etkisi artarken, petrol fiyatlarının etkisinin düştüğü tespit edilmiştir. Dolayısıyla kriz sonrası dönemde faiz oranı, döviz kuru ve banka kredi kanallarının enflasyonun belirlenmesi; hisse senedi fiyatları kanalının ise üretimin etkilenmesi doğrultusunda etkin olarak çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Mukhtarov ve diğerleri (2016), 2001-2014 dönemine ilişkin üçer aylık verilerle hem kısa hem de uzun dönemli ilişkilerin ortaya konulmasına imkan sağlayan VECM yöntemini kullanarak, Azerbaycan'da faiz ve banka kredi kanallarının etkinliğini incelemişlerdir. Çalışmada; reel GSYİH, TÜFE, kamu ve özel bankaların toplam nominal kredileri ve mevduatları, nominal kredi faizleri, Manat-ABD Doları alış kuru, dolar cinsinden Brent petrol varil fiyatı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada,

Azerbaycan ekonomisinde bankaların ağırlıklı paya sahip olması ve banka dışı finansal aracı kurumların yeterince gelişmemesi, türev ürünlerin yaygın olmaması, etkin bir menkul kıymet piyasasının bulunmaması ve sabit döviz kuru rejiminin uygulanması gibi sebeplerle yalnızca faiz oranı ve banka kredi kanalının etkinliği test edilmiştir. Analiz bulgularına göre her iki kanalın da etkin bir şekilde işlediği tespit edilmiştir. Etki-tepki analizi sonuçlarına göre incelenen dönemde banka kredi kanalının, milli gelir ve toplam talepteki değişimleri açıklama gücünün daha yüksek olması sebebiyle faiz oranı kanalından daha etkin işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Mukhtarov (2018), 2001-2016 dönemine ait üçer aylık veriler ile Azerbaycan'da parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalının etkinliğini incelemiştir. Çalışmada; ÜFE, TÜFE, bankalararası kredi faiz oranı, döviz kuru ve net ihracat bağımlı değişkenleri ile birlikte petrol fiyatları ve federal fon oranı bağımsız değişkenleri kullanılarak, VAR modeli kapsamında Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, döviz kurunun, teoriyle uyumlu biçimde ÜFE ve TÜFE üzerinde tek yönlü nedenselliğe sahip olduğu ve döviz kuru kanalının, incelenen dönemde etkin olarak işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Viphindrartin ve diğerleri (2019), 1997:Q1-2017:Q4 dönemine ait verilerle Endonezya, Malezya ve Filipinler'de banka kredi, döviz kuru ve faiz oranı kanallarından hangilerinin fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme doğrultusunda etkin bir şekilde çalıştığını araştırmışlardır. VAR ve VECM modelleri ile gerçekleştirilen analizde; enflasyon, döviz kuru, reel faiz oranı, mevduat faiz oranı, kredi faiz oranı, ihracat, ithalat, toplam krediler, M2 para arzı ve GSYİH değişkenleri kullanılmıştır. Etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizinden elde edilen bulgulara göre; Endonezya'da ekonomik büyümenin temin edilmesinde döviz kuru ve fiyat istikrarının sağlanmasında faiz oranı kanalının etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Malezya'da ise merkez bankasının enflasyon hedefinin tutturulması amacıyla kullanabileceği en etkin kanalın döviz kuru kanalı, ekonomik büyüme hedefine ulaşabilmek amacıyla kullanabileceği en etkili kanalın ise faiz oranı kanalı olduğu saptanmıştır. Filipinler'de bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki baskın rolü nedeniyle fiyat istikrarının sağlanması doğrultusunda banka kredi kanalının, ekonomik büyüme hedefinin tutturulmasında ise faiz oranı kanalının etkin olarak kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Analizden elde edilen bulgular bir bütün olarak değerlendirildiğinde, para

politikasının reel ekonomiye aktarımı için kullanılabilecek en etkili kanalın faiz oranı kanalı olduğu, buna ek olarak döviz kuru kanalının da etkili bir biçimde kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini inceleyen Sarı (2007), 1986:04-2004:12 dönemine ait aylık verileri kullanarak faiz oranı kanalının etkinliğini araştırmıştır. Çalışmada M1 para arzı, mevduat faizi, SÜE ile birlikte 1994 ve 2001 krizlerine ait kukla değişkenler olmak üzere toplamda beş değişken kullanılmıştır. SVAR modeli kullanılarak gerçekleştirilen analiz çerçevesinde oluşturulan etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma sonuçlarından hareketle para arzında meydana gelen bir artışın üretimi, faiz oranını azaltmak suretiyle kısa dönemde ve çok düşük bir düzeyde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Analiz bulguları çerçevesinde Türkiye’de 1986:04-2004:12 döneminde faiz oranı kanalının çalıştığı kararına varılmıştır.

Büyükkakın ve diğerleri (2009), 1990:01-2007:09 dönemine ait aylık veriler ile Türkiye’de döviz kuru kanalının etkinliğini VAR modelini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada; bankalararası para piyasasında kullanılan basit faiz oranının ağırlıklı ortalaması, reel efektif döviz kuru, ihracat ve ithalat rakamları farkının değişim oranı alınarak elde edilen net ihracat, reel GSYİH ve TEFİE olmak üzere beş farklı değişken kullanılmıştır. Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarına göre; döviz kuru değişimlerinin, ithal tüketim fiyatlarında bir değişim yaratmak suretiyle doğrudan, ithal girdi maliyetlerinde bir değişim yaratmak suretiyle ise dolaylı olarak enflasyon üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Dolayısıyla Türkiye’de incelenen dönemde döviz kuru kanalının etkin olarak işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Örnek (2009), Türkiye’de; geleneksel faiz oranı, döviz kuru, hisse senedi fiyatı ve banka kredi kanallarının etkinliğini 1990-2006 dönemine ait üçer aylık veriler ile araştırmıştır. VAR modelinin kullanıldığı çalışmada; reel GSYİH, bankalararası basit faiz oranının ağırlıklı ortalaması, reel efektif döviz kuru, İMKB Ulusal 100 Endeksi, TÜFE ve mevduat bankaları toplam kredileri değişkenleri kullanılmıştır. Etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması sonuçlarından hareketle, Türkiye’de incelenen dönem itibariyle faiz oranı ve döviz kuru kanallarının etkin bir şekilde işlemesine karşın hisse senedi fiyatı ve banka kredi kanallarının çalışmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca incelenen tüm kanallar içinde en etkin kanalın, geleneksel faiz oranı olduğu saptanmıştır.

Peker ve Canbazoglu (2011), VAR modelini kullanarak Türkiye’de banka kredi kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Çalışmada, 1990-2008 dönemine ait M2 para arzı ve gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranı olmak üzere iki farklı para politikası değişkeni ile birlikte mevduat bankaları toplam mevduatları, mevduat bankaları toplam kredileri, SÜE, TÜFE ve mevduat bankaları toplam menkul kıymet portföyleri olmak üzere yedi farklı değişken aylık frekansta kullanılmıştır. Gecelik faiz oranlarının politika değişkeni olarak seçildiği durumda bankaların, para politikası şokuna kredi arzı yerine menkul kıymet portföylerini azaltmak şeklinde tepki vermeleri, banka kredi kanalının etkin bir biçimde işlemediğini ortaya koymuştur. M2 para arzının politika değişkeni olarak tercih edildiği durumda ise para politikası şoku sonucunda toplam kredilerin mutlak olarak daraldığı görülmüştür. Analiz bulguları değerlendirildiğinde, Türkiye’de incelenen dönemde banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Cambazoglu ve Güneş (2011), Türkiye ve Arjantin gibi iki gelişmekte olan ülkede parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı ve banka kredi kanallarının etkinliğini 2003-2010 dönemine ait aylık verilerle VAR modelini kullanarak incelemişlerdir. Analiz çerçevesinde her iki ülke için; bankalararası gecelik faiz oranı, banka mevduatları, banka kredileri, TÜFE ve SÜE’den oluşan beş değişkenli bir VAR modeli kurulmuştur. Üretim ve fiyat düzeylerinin, banka kredileri ve gecelik faiz oranlarına verilen şoklara göstermiş oldukları tepkilerin incelendiği analizde, büyük firmaların banka kredilerine verilen şok karşısında, kısa vadede hisse senedi yatırımlarını üretime tercih ettikleri ve küçük ölçekli firmaların bu şoklardan daha fazla etkilendikleri görülmüştür. Gecelik faiz oranları ve banka kredilerine verilen şokların ekonomi üzerindeki etkileri birlikte değerlendirildiğinde analiz sonuçları, Türkiye’de incelenen dönem için her iki kanalın da etkin olarak işlediğini ortaya koymaktadır. Arjantin’de ise yıllardır yaşanan hiperenflasyon dolayısıyla ekonomik değişkenlerin gecelik faiz oranlarındaki değişime duyarsız kaldığı, dolayısıyla faiz oranı kanalının etkisiz olduğu, buna karşın banka kredi kanalının etkin olarak işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Taş ve diğerleri (2012), 1990:Q1-2010:Q4 dönemine ait çeyreklik verilerle Türkiye’de banka kredi kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Çalışmada; TEFE, SÜE, reel döviz kuru, banka menkul kıymet stokları, toplam banka kredileri, toplam banka

mevduatları ve bankalararası gecelik faiz oranı olmak üzere toplam yedi değişkenden oluşan veri seti kullanılmıştır. VAR modeli kullanılarak yapılan analizler sonucunda, Türkiye’de incelenen dönem için banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılsa da, ekonomideki birimlerin alternatif finansman kaynaklarına ulaşım imkânlarındaki farklılıklar ile farklı sektörel tepkilerin analiz dışında tutulması sebebiyle analiz bulguları, banka kredi kanalının kısmen işlediği hükmüne bağlanmıştır.

Doğan (2012), 2000-2011 dönemini kapsayan üçer aylık verilerle Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalının etkinliğini incelemiştir. VAR modelinin kullanıldığı çalışmada; üç ay vadeli hazine bonosu faiz oranı, GSYİH ve TÜFE değişkenleri kullanılmıştır. Analiz bulguları, Türkiye için faiz oranlarına verilen pozitif bir şokun, üretim ve enflasyonda düşüşe yol açtığı ve dolayısıyla Türkiye için incelenen dönemde faiz oranı kanalının etkin bir şekilde işlediğini ortaya koymaktadır.

Cambazoğlu ve Karaalp (2012), 2003-2010 dönemine ilişkin verilerle Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Çalışmada; SÜE, net ihracat miktarı, üç ay vadeli mevduat faiz oranı, reel efektif döviz kuru ve TÜFE olmak üzere toplamda beş değişken kullanılmıştır. VAR modeli ile gerçekleştirilen analizin sonuçlarına göre; modele verilen parasal bir şokun, faiz oranı etkilerini de içeren döviz kuru kanalı üzerinden reel değer kaybına yol açmasının, toplam talebi pozitif etkileyerek enflasyon oranında artışa sebep olduğu tespit edilmiştir. Analiz bulgularından hareketle, incelenen dönemde Türkiye’de döviz kuru kanalının oldukça etkin bir biçimde işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Akbaş ve diğerleri (2013), 2005-2013 dönemine ait aylık verilerle Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı ve döviz kuru kanallarının etkinliğini SVAR modeli kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada; SÜE, TL cinsinden dolar/TL kuru ve bankalarca TL üzerinden açılan 1 ay vadeli mevduatlara uygulanabilecek azami faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması kullanılmıştır. Çalışmada faiz ve kur şoklarının SÜE üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yapılan analiz, faiz ve kur şoklarının sanayi üretimi üzerinde anlık etkiler meydana getirdiğini, ayrıca kur şokunun faizler üzerinde de etkili olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla incelenen dönem için Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının etkin olarak işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Bayramoğlu ve Allen (2017), Türkiye için 2003:Q2-2015:Q3 dönemine ait üçer aylık verilerle faiz oranı, döviz kuru ve kredi kanallarının etkinliğini incelemişlerdir. Reel kredi büyümesi, TÜFE, nominal döviz kuru, reel döviz kuru, reel GSYİH, nominal faiz oranı ve ithalat fiyat endeksi olmak üzere yedi değişkenin kullanıldığı çalışmada, kısa dönemli ilişkinin tespiti için VAR; uzun dönemli ilişkinin tespiti için Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (ARDL) Sınır Testi kullanılmıştır. VAR modeli çerçevesinde oluşturulan etki-tepki fonksiyonları, kısa dönemde enflasyonun temel itici güçlerinin, döviz kuru, faiz oranı ve GSYİH büyümesindeki hareketler olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte kredi genişlemesinin, enflasyon üzerinde orta vadede önemli düzeyde etkiye sahip olduğu saptanmıştır. ARDL testi sonuçlarına göre ise uzun dönemde enflasyon üzerinde etkisi bulunan değişkenler, başta döviz kuru olmak üzere, faiz oranı ve kredi genişlemesidir. Analiz bulgularına göre, enflasyon üzerinde en büyük etkiye sahip olan değişkenin döviz kuru olduğu tespit edilmiş, bununla birlikte faiz oranı, kredi ve döviz kuru kanallarının etkin bir biçimde işlediği ortaya konmuştur.

Atgür ve Altay (2018), Türkiye için 2002-2013 dönemi ve Endonezya için 2001-2013 dönemine ait üçer aylık verilerle söz konusu ülkelerde faiz oranı kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Her iki ülke için de hem VAR hem de FAVAR modeli kullanılmıştır. Çalışmada; SÜE, M1, M2 ve M3 para arzları, mevduat faiz oranı, reel faiz oranı, hanehalkı tüketim harcamaları, kamu tüketim harcamaları, gayrisafi sabit sermaye oluşumu, hisse senedi fiyat endeksi, TÜFE, SDR (Special Drawing Rights) döviz kuru, dönem sonu değerleriyle hesaplanan nominal döviz kuru, nominal döviz kuru, ihracat, ithalat, bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmi, rezerv para ile tasarruf ve mevduatlar olmak üzere toplamda on dokuz değişken kullanılmıştır. VAR analizinden elde edilen bulgular, faiz oranı kanalının her iki ülkede de kısmen çalıştığını ortaya koymuştur. FAVAR modeli ile yapılan analizde ise faiz oranı kanalının Endonezya’da kısmen çalıştığı, Türkiye’de ise çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Arslan (2019), 2002-2016 dönemine ait aylık verilerle varlık fiyatları kanalı içerisinde hisse senedi kanalının işleyişini incelemiştir. Çalışmada; M1 ve M2 para arzı, uzun vadeli ticari kredilere uygulanan faiz oranı, bankacılık sistemi tarafından özel sektöre verilen kredi miktarı, BİST 100 endeksi ve SÜE olmak üzere altı değişken kullanılmıştır. VECM yönteminin kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgular; para

arzındaki bir artışın faiz oranlarında düşüşe sebep olduğunu, bu durumun ise hisse senedi fiyatlarında artışa yol açarak yatırım ve üretimi artırdığını ortaya koymuştur. M1 ve M2 para arzları ile ayrı ayrı yapılan analizler çerçevesinde oluşturulan etki-tepki fonksiyonları, hisse senedi kanalının teoriyle uyumlu biçimde hareket ettiğini göstermiş ve Türkiye’de incelenen dönemde varlık fiyatları kanalının etkin olarak işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yurtkur ve Yalçın (2020), SVAR modeli kullanarak Türkiye’de faiz oranı, döviz kuru ve banka kredi kanallarının etkinliğini incelemiştir. 2011-2018 dönemine ait aylık verilerin kullanıldığı çalışmada; TÜFE, yurtiçi toplam kredi hacmi, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, M2 para arzı, SÜE ve reel efektif döviz kuru olmak üzere altı değişken kullanılmıştır. Analiz çerçevesinde oluşturulan etki-tepki fonksiyonlarına göre banka kredi ve faiz oranı kanallarının incelenen dönem aralığında etkin bir şekilde işlediği, döviz kuru kanalının ise enflasyon üzerinde anlamlı etkiler meydana getirmemesi sebebiyle etkin bir şekilde işlemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yalçın ve Gürel (2020), TCMB’nin finansal istikrarı da gözetilen yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini incelemişlerdir. Bu çerçevede fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarının ön plana çıkardığı döviz kuru ve banka kredi kanallarının işleyişine yoğunlaşmışlar ve yeni para politikası yaklaşımının uygulanmaya başladığı 2010 yılı sonrasını baz alarak, 2011:01-2018:01 dönemine ait aylık verilerle çalışmışlardır. Çalışmada; TRLİBOR faiz oranı, Euro ve ABD dolarından oluşan sepet kur, yurtiçi kredi hacmi, SÜE ve TÜFE olmak üzere beş değişken kullanılmıştır. SVAR modeli ile yapılan analiz sonucunda; döviz kuru ve banka kredi kanallarının finansal istikrarın sağlanması hususunda etkin bir şekilde çalıştığı, fiyat istikrarının sağlanması hususunda ise sonuçların istatistiksel olarak anlamsız olması sebebiyle etkinliğin sağlanamadığı tespit edilmiştir.

Günbegi ve Karahan (2021), Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının banka kredi kanalının etkinliğini VAR modeli ile incelemişlerdir. 2005-2019 dönemine ait çeyreklik verilerle oluşturulan modelde; M2 para arzı, bankacılık sektörünün aylık yurtiçi kredi hacminden elde edilen çeyrek dönemlik banka kredisi ve gayrisafi sabit sermaye oluşumu olmak üzere üç değişken kullanılmıştır. Ampirik bulgulara göre banka kredilerinin para arzına, yatırımların ise banka kredilerine

duyarlı olduğu, dolayısıyla Türkiye’de incelenen dönemde banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

### **3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM**

Bu çalışmada Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının etkinliği, genelleştirilmiş VAR temelli bir yöntem olan ve Diebold ve Yılmaz (2012) tarafından geliştirilen Diebold-Yılmaz Yayılma Analizi (Diebold-Yılmaz Spillover Anaysis) yöntemi ile incelenmiştir. Zaman serileriyle yapılan ekonometrik analizlerde kullanılan değişkenlerin durağan olmaması, katsayıların hatalı tahmin edilmesine ve bu bağlamda değişkenler arasındaki ilişkinin yanlış yorumlanmasına neden olabilmektedir. Bu çerçevede çalışmanın bu bölümünde öncelikle zaman serilerinde durağanlık ve durağanlığı test etmek amacıyla kullanılan birim kök testleri üzerinde durulmuş, ardından Diebold-Yılmaz (DY) Yayılma Analizi (2012) yöntemi açıklanmıştır.

#### **3.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık ve Birim Kök Testleri**

Zaman serilerinde durağanlık; ortalama ile varyansın zaman içinde değişmediği ve iki dönem arasındaki ortak varyansın (kovaryansın) gerçek zamana değil, iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olduğu süreç olarak tanımlanmaktadır (Gujarati, 2004: 797).

Durağan olmayan seriler kullanılarak yapılan bir analiz; sahte regresyon olarak bilinen yüksek belirlilik katsayısı ( $R^2$ ), istatiksel olarak anlamlı olmayan t istatistikleri ve minimum düzeyde Durbin-Watson test istatistiklerinin bileşimini içermektedir. Böyle bir durumda analiz tahminleri tutarsız olmaktadır. Dolayısıyla zaman serileri ile yapılacak bir ekonometrik analizde kullanılacak olan serilerin durağan olması büyük önem arz etmektedir (Demir, 2014: 15-16).

Durağan olmayan zaman serilerinin birinci farkının alınması, sabit ortalama koşulunu sağlayarak serilerin durağan bir hale gelmesine imkan tanımaktadır (Gujarati, 2004: 367). Durağanlığın diğer bir koşulu olan sabit varyans ise serilerin logaritmik dönüşümlerinin alınması ile sağlanmaktadır (Yalçın, 2018:72).

$$Y_t = \beta Y_{t-1} + u_t \quad (4)$$

(4) numaralı denklem,  $Y_t$  için oluşturulmuş AR(1) sürecini göstermektedir. Denklemde yer alan  $u_t$ ; ortalaması sıfır, sabit varyansa sahip ve rassal dağılan hata terimidir. Bu özelliklere sahip olan bir hata terimi literatürde, white noise (beyaz gürültü) olarak tanımlanmaktadır.  $\beta = 1$  olduğu durumda denklem şu şekilde ifade edilecektir:

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (5)$$

(5) numaralı denklem  $Y_t$ 'nin, bir dönem önceki değerinden etkilendiğini ve etkinin kalıcı olduğunu göstermektedir. Oysa ki durağan serilerin özelliği, serilerin, verilen bir şok karşısında ortalamaya dönme eğilimi göstermesidir. Bu koşul yukarıdaki denklemden hareketle,  $\beta < 1$  olduğu durumda sağlanmaktadır.  $Y_t$ 'nin birinci farkı alındığında denklem;

$$\Delta Y_t = (\beta - 1)Y_{t-1} + u_t \quad (6)$$

olarak yazılmaktadır.  $(\beta - 1) = \delta$  olarak ifade edilirse;

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (7)$$

(7) numaralı denkleme ulaşılmaktadır. Burada  $\beta = 1$  olduğu durumda  $\delta = 0$  olacak ve denklem;

$$\Delta Y_t = u_t \quad (8)$$

$Y_t$ 'nin birinci farkı alınarak durağan hale getirildiği, (8) numaralı eşitlikteki gibi yazılabilecektir.

Ekonometrik analizler durağan serilerle çalışılmasını gerektirse de genellikle durağan olmayan serilerle karşılaşılmaktadır. Zaman serilerinin durağanlığının araştırılması için korelogram ve birim kök testleri olmak üzere iki yöntem bulunmaktadır. Bir zaman serisinin birim kök içermesi, o zaman serisinin durağan olmadığı anlamına gelmektedir. Bu çalışmada değişkenlerin bütünleşme dereceleri (durağanlık düzeyleri), Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Kwiatkowski-Philips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testleri ile araştırılmıştır.

### 3.2.1.1. ADF Birim Kök Testi

ADF testi, serilerde birim kökün varlığının araştırılması amacıyla Dickey-Fuller (1979) tarafından geliştirilmiş olan birim kök testinin genişletilmiş halidir.

Dickey-Fuller testinin güvenilir sonuçlar vermesi için hata terimlerinin beyaz gürültü özelliği göstermesi gerekmektedir. Bu çerçevede değişen varyans probleminin giderilmesi için serilerin logaritmik dönüşümü alınırken; otokorelasyon sorunun ortadan kaldırılması için de denklemin sağ tarafında, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerine yer verilmektedir (Uğurlu, 2009: 10). Uygun gecikme uzunluğu ise belirli kriterlere göre tespit edilmektedir. Ampirik analizlerde uygun gecikme uzunluğunun test edilmesi için en çok kullanılan kriterler; Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC), Hannan-Quinn Bilgi Kriteri ve Final Prediction Error (FPE) kriteridir (İpek, 2008: 61). Bağımlı değişkene ilişkin gecikmeli değerlerle elde edilen bu yeni model ADF testi olarak adlandırılmaktadır.

Testin hipotezleri aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır:

$H_0: \delta = 0$  (seri birim kök içermektedir, durağan değildir)

$H_0: \delta < 0$  (seri birim kök içermemektedir, durağandır)

ADF testi, (7) numaralı denklemden hareketle oluşturulan regresyon kalıplarına uygulanmaktadır ve bu kalıplar aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k a \Delta Y_{t-j} + u_t \text{ (sabit terim içermeyen)} \quad (9)$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k a \Delta Y_{t-j} + u_t \text{ (sabit terim içeren)} \quad (10)$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k a \Delta Y_{t-j} + \alpha t + u_t \text{ (sabit terim ve trend içeren)} \quad (11)$$

Yukarıdaki denklemlerde  $\beta_0$  sabit terimi,  $t$  ise trendi temsil etmektedir. Hipotezin değerlendirilmesinde ise Dickey-Fuller tarafından oluşturulan “ $\tau$ ” (tau) istatistiği kullanılmaktadır. Buna göre  $\tau$  istatistiğinin mutlak değeri, McKinnon (1996) kritik değerinin üzerindeyse  $H_0$  hipotezi reddedilmekte ve seri durağan olarak değerlendirilmektedir (Demir, 2014: 17).

### 3.2.1.2. KPSS Birim Kök Testi

ADF birim kök testi, kısa hafıza<sup>6</sup> (short memory) özelliğine sahip olması sebebiyle uzun dönemde ortalamaya dönme eğiliminde olan bir serinin, birim kök içerdiği şeklinde yanlış yorumlanabilmektedir (Turgutlu, 2004: 56). KPSS testi ise bu sorunun ortadan kaldırılmasına yönelik olarak geliştirilmiş bir birim kök testidir.

<sup>6</sup> Kısa hafıza; durağan bir serinin otokorelasyon fonksiyonu değerlerinin, üstel bir biçimde hızla küçülmesi olarak tanımlanmaktadır (Turgutlu, 2004: 57).

KPSS testinin amacı, serinin deterministik trendden arındırılarak durağan hale getirilmesidir (Kwiatkowski ve diğerleri, 1992: 159). Ayrıca KPSS birim kök testi, ADF testinden farklı olarak birim köke ilişkin bir yorumda bulunmadan serilerin durağanlığını test etmektedir (Uğurlu, 2009: 15). Bu testte boş hipotez serinin durağan olmadığı şeklinde kurulmaktadır ve bu durağanlık, serilerin trendden arındırılarak durağan hale getirildiği varsayımı dolayısıyla trend durağanlıktır. KPSS testinin en önemli özelliği ise serilerde hareketli ortalama bulunması durumunda gücünün azalmamasıdır (Schwert, 1989: 147-159).

KPSS testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \text{ (Seri durağandır)}$$

$$H_0: \sigma_u^2 \neq 0 \text{ (Seri durağan değildir.)}$$

Testte hipotezin kabul ya da reddedilmesi ise Lagrange Multiplier (LM) istatistiğine göre gerçekleştirilmektedir (Yavuz, 2011:241). Bu çerçevede orijinal LM test istatistiği aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$LM = \frac{\sum_{t=1}^T s_t^2}{\sigma_e^2} \quad (12)$$

(12) numaralı denklemde hata terimi varyansının kullanıldığı LM test istatistiğine karşın KPSS testinde uzun dönem varyansının Newey-West tahmincisi kullanılabilmektedir (Yavuz, 2011: 242). Dolayısıyla KPSS testi için kullanılacak olan LM istatistiği aşağıdaki gibi yazılmaktadır:

$$LM_{KPSS} = \frac{\sum_{t=1}^T s_t^2}{s_l^2} \quad (13)$$

Test istatistiğinin, kritik değerin altında olduğu durumda  $H_0$  hipotezi kabul edilmekte ve serinin durağan olduğuna karar verilmektedir (İzolluoğlu, 2019: 15).

### 3.2.2. Diebold-Yılmaz (DY) Yayılma Analizi

Diebold ve Yılmaz tarafından 2009 yılında geliştirilen analiz, literatürde, Diebold-Yılmaz Yayılma Analizi (Diebold-Yılmaz Spillover Analysis) veya Diebold-Yılmaz Bağlantılılık Analizi (Diebold-Yılmaz Connectedness Anaysis) olarak adlandırılmakta olup, finansal veya makroekonomik değişkenler arasındaki bağlantılılığın ve yayılma etkilerinin ölçülmesinde kullanılan bir yöntemdir. Diebold ve Yılmaz (DY) 2009 yılında yaptıkları çalışmada, 19 farklı ülkeye ilişkin hisse senedi

piyasalarındaki varlıkların getirileri ve oynaklıklarını incelemek üzere bir yayılma endeksi geliştirmişlerdir (Diebold-Yılmaz Spillover Index). DY (2009) olarak adlandırılan bu yöntem, N-değişkenli bir standart VAR modelinden elde edilen tahmin hatalarının, değişkenlerin sıralamasına duyarlı olan Cholesky yöntemiyle gerçekleştirilen varyans ayrıştırmasına dayanmaktadır. Söz konusu yöntem, incelenen değişkenler arasındaki toplam yayılmaların yönünü ve büyüklüğünü ölçmektedir (Diebold ve Yılmaz, 2009: 1-3). Diebold ve Yılmaz, 2009 yılında geliştirdikleri yöntemde tespit ettikleri eksiklikleri gidermek üzere 2012 yılında, ABD'deki dört farklı piyasada meydana gelen oynaklıkların analiz edildiği yeni bir çalışma ortaya koymuşlardır. Bu yeni metodoloji ile Diebold Yılmaz (2012) yayılma endeksi, bir önceki yöntemin aksine değişkenlerin sıralamasına duyarlı olmayan, Koop, Pesaran ve Porter (1996) ile Pesaran ve Shin (1998) tarafından geliştirilen genelleştirilmiş VAR yapısını kullanmaktadır. Ayrıca DY (2009) yöntemi, basit VAR modeli çerçevesinde yalnızca değişkenler arasındaki toplam yayılmaları incelerken, DY (2012) yöntemi genelleştirilmiş VAR çerçevesinde bir değişkenden diğer bir değişkene olan yönlü yayılmaların incelenmesine de olanak sağlamaktadır. (Diebold ve Yılmaz, 2012: 1-3).

DY (2012) yayılma (bağılantılılık) analizinde sabit kovaryanslı ya da diğer bir ifadeyle durağan, p'inci gecikmeden N-değişkenli bir VAR modeli aşağıdaki gibi tahmin edilmektedir:

$$X_t = \sum_{i=1}^p \varphi_i x_{t-i} + \epsilon_t \quad (14)$$

(14) numaralı denklemde  $X_t$  içsel değişkenler vektörünü,  $\epsilon_t \sim (0, \Sigma)$  bağımsız ve özdeş dağılan hata terimleri vektörünü ve  $\varphi_i$  ise katsayı matrisini ifade etmektedir. Sistemin dinamiklerinin ortaya konulabilmesi amacıyla durağan bir VAR(p) modeli, hareketli ortalamalara göre aşağıdaki gibi yazılabilmektedir:

$$X_t = \sum_{j=1}^{\infty} \vartheta_j \epsilon_{t-j} \quad (15)$$

(15) numaralı denklemde yer alan  $\vartheta_j$ , katsayılar matrisidir.  $\vartheta_0$  ise NxN boyutlu birim matristir ve her  $j < 0$  değeri için  $\vartheta_j = 0$  değerini almaktadır. DY (2012) yöntemi, her bir değişkenin tahmin hata varyansının, sistem şokları ile ilişkilendirilebilmesine olanak tanıyan varyans ayrıştırmasına dayanmaktadır. 2012 yılında geliştirilen yöntem 2009 yılında geliştirilen ve sisteme yönelik şokların ortagonelleştirilmesi çerçevesinde değişkenlerin sıralanmasına duyarlı olan Cholesky ayrıştırması yerine, şokların,

ortogonalleştirilmeden hataların tarihsel dağılımları ile açıklandığı genelleştirilmiş VAR metodolojisini kullanmaktadır. Bu çerçevede denklem (15)'ten hareketle her  $i$  için  $X_j \forall j \neq i$  şoklarından kaynaklanan  $X_i$  tahmininde H-adım sonraki hata varyansının fraksiyonunun değerlendirilebilmesine izin veren varyans ayrıştırması, aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$\vartheta_{ij}^g(H) = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \Sigma e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_j' A_h \Sigma A_h' e_i)^2} \quad (16)$$

Denklem (16)'da  $\Sigma$ ,  $\epsilon$  hata vektörü için varyans matrisini,  $\sigma_{jj}$  ise  $j$ 'inci denklem için hata teriminin standart sapmasını,  $e_i$  ise  $i$ 'inci elemanın 1, diğer elemanlarının 0 değerini aldığı seçim vektörünü ifade etmektedir. Genelleştirilmiş yaklaşımda tahmin hata varyansına yapılan katkıların toplamı mutlak suretle 1'e eşit olmak zorunda değildir. Varyans ayrıştırmasından hareketle yayılma endeksinin hesaplanmasında, varyans ayrıştırma matrisindeki her bir girdi, satır toplamlarına göre aşağıdaki şekilde normleştirilmektedir:

$$\tilde{\vartheta}_{ij}^g(H) = \frac{\vartheta_{ij}^g(H)}{\sum_{j=1}^N \vartheta_{ij}^g(H)} \quad (17)$$

Yukarıdaki denklemde  $\sum_{j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H) = 1$  ve  $\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H) = N$  olarak ifade edilmektedir. (17) numaraları denklemden hareketle,  $i$  değişkeninin kendi şokları dışında, diğer tüm  $j$  değişkenlerinden aldığı şokların ortalama yayılımı olarak tanımlanabilen toplam yayılma endeksi denklem (18)'deki gibi gösterilmektedir:

$$S^g(H) = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)} x100 = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)}{N} x100 \quad (18)$$

Sisteme yönelik şokların ne kadarının diğer değişkenlerdeki şoklar tarafından tetiklendiğini açıklamak için hesaplanan toplam yayılma endeksine ek olarak, bu şokların hangi değişkenlerdeki şoklardan kaynaklandığı ya da hangi değişkenlerdeki şokları tetiklediğinin açıklanması için de yönlü yayılım endeksleri türetilmektedir. Denklem (19) ve denklem (20) sırasıyla,  $i$  değişkeninin diğer  $j$  değişkenlerinden aldığı ve diğer  $j$  değişkenlerine ilettiği yönlü yayılım etkilerini göstermektedir:

$$S_{i \blacksquare}^g(H) = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)} x100 = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)}{N} x100 \quad (19)$$

$$S_{\blacksquare i}^g(H) = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ji}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ji}^g(H)} x100 = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\vartheta}_{ji}^g(H)}{N} x100 \quad (20)$$

Denklem (21),  $i$  değişkeninden diğer  $j$  değişkenlerine iletilen brüt şok yayılmaları ile diğer  $j$  değişkenlerinden alınan brüt şok yayılmaları arasındaki fark olarak ifade edilen net yayılma olarak tanımlanmaktadır. Net yayılma etkileri, denklem (19) ve denklem (20)'den hareketle aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$S_i^g(H) = S_{\blacksquare i}^g(H) - S_{i\blacksquare}^g(H) \quad (21)$$

Son olarak  $i$  ve  $j$  değişkenleri arasındaki net ikili yayılmalar, her bir değişkende meydana gelen şokun, diğer değişkenlerdeki şoklara ne derecede katkı sağladığını göstermektedir. Net ikili yayılmalar,  $i$  değişkeninden  $j$ 'ye iletilen brüt şok yayılmaları ile  $j$  değişkeninden  $i$ 'ye iletilen brüt şok yayılmaları arasındaki fark olarak tanımlanmakta ve denklem (22)'deki gibi ifade edilmektedir (Diebold ve Yılmaz, 2012):

$$S_{ij}^g(H) = \frac{\tilde{\vartheta}_{ji}^g(H) - \tilde{\vartheta}_{ij}^g(H)}{N} \times 100 \quad (22)$$

### 3.3. VERİ SETİ

Çalışmada kullanılan veri seti 2007:10-2022:06 dönemine ait aylık verilerden oluşmaktadır<sup>7</sup>. Çalışmada kullanılan değişkenler, tanımları ve elde edildikleri veri tabanları Tablo 1'de yer almaktadır.

**Tablo 1:** Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

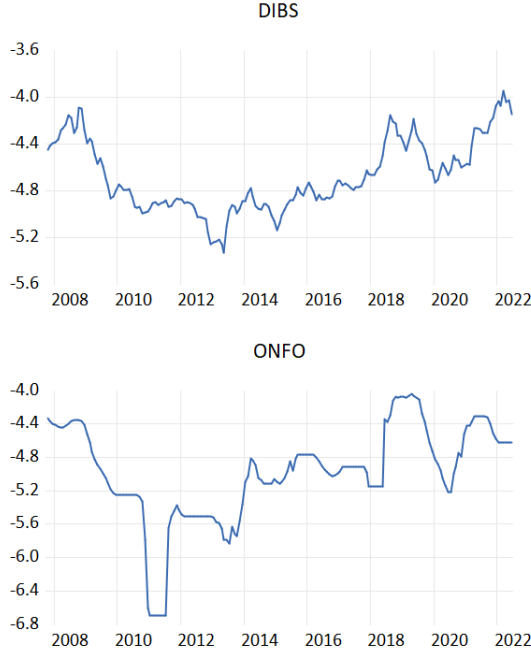
| Değişkenler                                          | Kısaltma | Veri Tabanı |
|------------------------------------------------------|----------|-------------|
| Gerçekleşen Basit Faiz Oranının Ağırlıklı Ortalaması | ONFO     | EVDS        |
| 10 Yıl Vadeli Devlet Tahvili Getirisi                | DİBS     | EUROSTAT    |
| Borsa İstanbul (XU100) Endeksi                       | BİST     | EVDS        |
| Yurtiçi Kredi Hacmi                                  | KREDİ    | EVDS        |
| Nominal Döviz Kuru (USD)                             | KUR      | EVDS        |
| Sanayi Üretim Endeksi                                | SUE      | EVDS        |
| Tüketici Fiyat Endeksi                               | TUFE     | EVDS        |

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

<sup>7</sup> Analiz döneminin başlangıç tarihi olarak 2007:10'un seçilmesi, yurtiçi kredi hacmi serisinin bu tarih itibarıyla elde edilebilmesinden kaynaklanmaktadır.

TCMB'nin politika faizi olarak kullandığı bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına ilişkin aylık ve düzenli bir seriye ulaşılamaması sebebiyle çalışmada ONFO, para politikası değişkeni olarak kullanılmıştır.

**Şekil 18:** DİBS ve ONFO Değişkenlerinin Düzey Grafikleri



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 18, DİBS ve ONFO değişkenlerinin düzey grafiklerini göstermektedir. Değişkenlerin düzey grafikleri incelendiğinde, tahvil getirilerinin kısa dönem faiz oranlarına paralel bir seyir izlediği görülmektedir. Bu çerçevede DİBS değişkeni, para politikasındaki değişikliklerin uzun vadeli faiz oranları üzerinden üretim ve enflasyon düzeyini etkilemesi şeklinde açıklanabilen geleneksel faiz oranı kanalını temsilen kullanılmıştır. Analizde kullanılan diğer değişkenler olan BİST ve KREDİ değişkenleri, sırasıyla varlık fiyatları içinde hisse senedi fiyatları kanalı ve banka kredi kanalını temsilen literatürden hareketle seçilmiştir. Döviz kuru kanalını temsilen Amerikan Doları alış ve satış kurlarının aritmetik ortalaması olarak hesaplanan KUR değişkeni kullanılmıştır. Üretime ilişkin aylık bir milli gelir serisinin bulunmaması sebebiyle, üretimi temsilen SUE değişkeni tercih edilmiştir. Fiyatlar genel düzeyini temsil etmek üzere TUFİ değişkeni kullanılmıştır.

Farklı baz yıllarına sahip olan BİST, SUE ve TUFİ serileri, üç serinin de baz yılı 2007:10 olacak şekilde dönüştürülmüştür. Analizde kullanılan tüm seriler hareketli ortalamalar yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmış ve aynı düzeye getirilmeleri amacıyla logaritmaları alınarak analize dahil edilmiştir. DİBS değişkeni dışında çalışmada kullanılan tüm değişkenlere ait zaman serileri, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) veri tabanından, DİBS değişkeni ise EUROSTAT (Avrupa İstatistik Ofisi) veri tabanından alınmıştır.

### **3.4. ANALİZ BULGULARI**

#### **3.4.1. Birim Kök Testi Sonuçları**

Zaman serileri ile yapılan çalışmalar, serilerin durağanlık koşulunu taşıdığı varsayımı ile yapılmaktadır. Durağan olmayan, diğer bir ifadeyle birim kök içeren seriler ile kurulan modeller sahte regresyon soruna yol açmaktadır. Bu nedenle öncelikle analizde kullanılacak değişkenlerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada, serilerin durağanlığının sınanması amacıyla ADF ve KPSS birim kök testleri kullanılmış ve elde edilen sonuçlar sırasıyla Tablo 2 ve Tablo 3’de verilmiştir.

**Tablo 2:** ADF Birim Kök Testi Sonuçları

|                | ADF              |                                    |                    |                                    |
|----------------|------------------|------------------------------------|--------------------|------------------------------------|
|                | Sabitli          |                                    | Sabitli ve Trendli |                                    |
| Değişkenler    | Gecikme Uzunluğu | Test-İstatistiği (Olasılık Değeri) | Gecikme Uzunluğu   | Test-İstatistiği (Olasılık Değeri) |
| ONFO           | 1                | -2.2813<br>(0.1792)                | 1                  | -2.7832<br>(0.2055)                |
| $\Delta$ ONFO  | 0                | -9.8744***<br>(0.0000)             | 0                  | -9.8812***<br>(0.0000)             |
| DİBS           | 1                | -1.6370<br>(0.4615)                | 1                  | -2.1254<br>(0.5276)                |
| $\Delta$ DİBS  | 0                | -9.7853***<br>(0.0000)             | 0                  | -9.8659***<br>(0.0000)             |
| BİST           | 0                | 0.2866<br>(0.9770)                 | 0                  | -2.6508<br>(0.2586)                |
| $\Delta$ BİST  | 0                | -12.5738***<br>(0.0000)            | 0                  | -12.6695***<br>(0.0000)            |
| KREDİ          | 1                | 0.2761<br>(0.9765)                 | 1                  | -1.5620<br>(0.8040)                |
| $\Delta$ KREDİ | 0                | -9.6379***<br>(0.0000)             | 0                  | -9.6248***<br>(0.0000)             |
| KUR            | 2                | 2.3457<br>(1.0000)                 | 2                  | 0.2982<br>(0.9985)                 |
| $\Delta$ KUR   | 1                | -9.4827***<br>(0.0000)             | 1                  | -9.8891***<br>(0.0000)             |
| SUE            | 1                | -0.9270<br>(0.0778)                | 1                  | -4.3144***<br>(0.0038)             |
| $\Delta$ SUE   | 0                | -23.6562***<br>(0.0000)            | 0                  | -23.5986***<br>(0.0000)            |
| TUFE           | 3                | 2.8515<br>(1.0000)                 | 2                  | 4.1016<br>(1.0000)                 |
| $\Delta$ TUFE  | 2                | -2.9421**<br>(0.0427)              | 2                  | -3.7273**<br>(0.0231)              |

“\*”, “\*\*” ve “\*\*\*” sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerinde serilerin durağan olduğunu göstermektedir. Bu güven düzeyleri için ADF testine ilişkin Mac Kinnon kritik değerleri sabitli modelde sırasıyla -2.5755, -2.8779 ve -3.4678’dir. Sabit ve trend içeren model için bu değerler aynı sıra ile -3.1419, -3.4357 ve -4.0113 olarak verilmektedir. ADF testi için maksimum gecikme uzunluğu, Schwarz bilgi kriterine göre 13 gecikme olarak belirlenmiştir.  $\Delta$ , ilgili değişkenin 1. farkını ifade etmektedir.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2’de verilen ADF birim kök testi sonuçlarına göre, SUE değişkeni hariç diğer tüm değişkenler sabitli ve sabitli ve trendli modelde, düzey değerlerinde birim köke sahiptir. SUE değişkeni ise sabitli modelde düzey değerinde birim kök içerirken, hem sabit hem de trendin yer aldığı modelde %1 anlamlılık düzeyinde durağandır. ADF birim kök testi sonuçlarına göre tüm seriler, birinci farklarında durağandır.

**Tablo 3: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları**

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | KPSS             |                  |                    |                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|--------------------|------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Sabitli          |                  | Sabitli ve Trendli |                  |
| Değişkenler                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Gecikme Uzunluğu | Test-İstatistiği | Gecikme Uzunluğu   | Test-İstatistiği |
| ONFO                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 10               | 0.5334**         | 10                 | 0.1902**         |
| ΔONFO                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 6                | 0.0957           | 6                  | 0.0494           |
| DİBS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 10               | 0.5293**         | 10                 | 0.3254***        |
| ΔDİBS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 2                | 0.2418           | 0                  | 0.0466           |
| BİST                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 10               | 1.4774***        | 10                 | 0.0893           |
| ΔBİST                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 0                | 0.2220           | 1                  | 0.0690           |
| KREDİ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 10               | 1.7029***        | 10                 | 0.2719***        |
| ΔKREDİ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 7                | 0.1091           | 7                  | 0.1140           |
| KUR                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 10               | 1.6549***        | 10                 | 0.3858***        |
| ΔKUR                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 2                | 0.5374**         | 6                  | 0.0727           |
| SUE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 10               | 1.6076***        | 9                  | 0.1275*          |
| ΔSUE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 18               | 0.0764           | 19                 | 0.0627           |
| TUFE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 10               | 1.6679***        | 10                 | 0.3509***        |
| ΔTUFE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 9                | 0.6924**         | 8                  | 0.1935**         |
| “*”, “**” ve “***” sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerinde serilerin birim kök içerdiğini göstermektedir. Bu güven düzeyleri için KPSS testine ilişkin LM kritik değerleri, sabitli modelde sırasıyla 0.3470, 0.4630 ve 0.7390; sabit ve trend içeren modelde 0.1190, 0.1460 ve 0.2160 olarak verilmektedir. KPSS testinde uygun gecikme uzunluğunun seçimi için Newey-West-Bandwidth tahmincisi kullanılmıştır. Δ, ilgili değişkenin 1. farkını ifade etmektedir. |                  |                  |                    |                  |

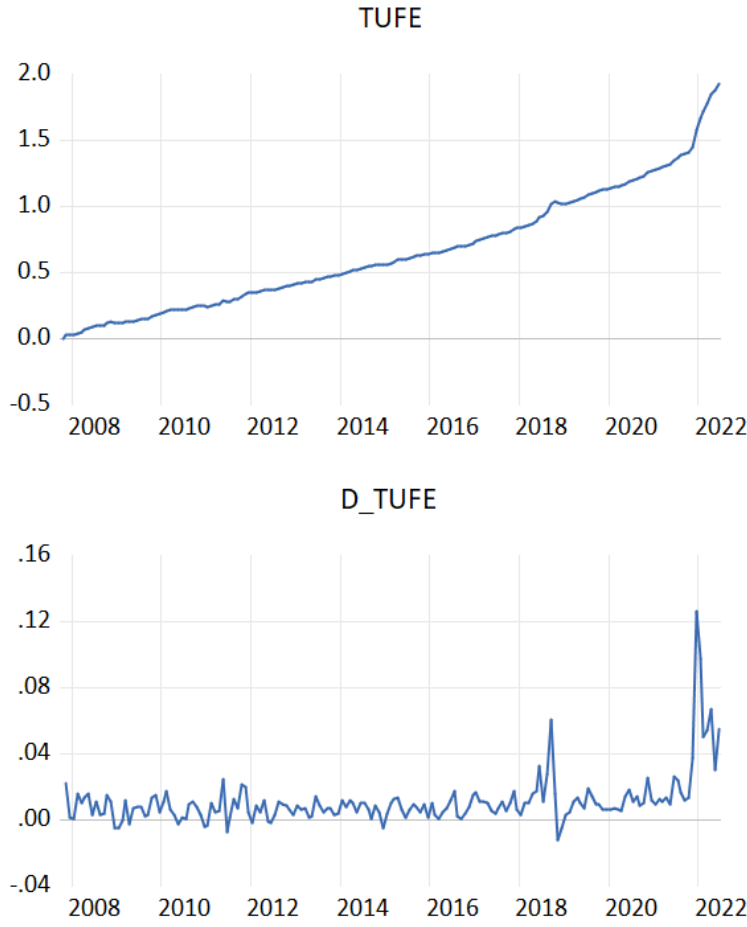
Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

KPSS birim kök testi sonuçları Tablo 3’te yer almaktadır. Test sonuçları, BİST ve SUE dışındaki tüm değişkenlerin, düzey değerlerinde, hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde minimum %5 anlamlılık düzeyinde durağan olmayan seriler

olduklarını göstermektedir. Bununla birlikte elde edilen sonuçlar, BİST değişkeninin düzey değerinde sabitli ve trendli modelde durağan olduğunu, SUE değişkeni için durağanlık varsayımının yalnızca %10 düzeyinde reddedilebildiğini ortaya koymaktadır. KUR ve TUFE dışındaki tüm değişkenler, birinci farkları alındığında hem sabitli hem de sabitli ve trendli modelde durağan hale gelmektedir. KUR serisi birinci farkı alındığı durumda sabitli modelde durağanlık varsayımını sağlamazken, aynı durum TUFE serisi için hem sabitli hem de sabitli ve trendli modelde geçerli olmaktadır.

ADF ve KPSS birim kök testlerinden elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, her iki birim kök testi de TUFE değişkeni dışındaki tüm değişkenlerin, birinci farkları alındığında durağan olduğunu göstermektedir. Uygulanan birim kök testlerinin TUFE değişkenine ilişkin verdiği sonuçların birbiri ile çelişmesi nedeniyle, TUFE değişkeninin düzey değeri ve 1. farkının grafikleri incelenmiştir.

**Şekil 19:** TUFİ Değişkeninin Düzey ve 1. Fark Grafikleri



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.farkı alınmış seride açıkça görülen ve 2021:10 dönemine tekabül eden artış yönlü kırılma, serinin ortalama değerinden güçlü bir şekilde sapmaya neden olmaktadır. Söz konusu kırılma, uluslararası emtia ve enerji fiyatlarında yaşanan artışlar, arz kısıtları ve tedarik zincirinde yaşanan sorunların üretici fiyatlarına doğru orantılı olarak yansması ve bunun da tüketici fiyatlarına yansıtılmasından kaynaklanmaktadır (TCMB, 2021: 1). Bu bağlamda TUFİ değişkeni, Lee-Strazicich (2003) yapısal kırılmalı birim kök testine tabi tutulmuştur. Uygulanan birim kök testi sonucunda TUFİ değişkeninin düzey değerinde sabitli modelde yapısal kırılmalı birim köke sahip olup, birinci farkında %5 anlamlılık düzeyinde yapısal kırılmalarla durağanlaştığı; sabitli ve trendli modelde ise düzey değerinde %5 anlamlılık düzeyinde

yapısal kırılmalı durağan olduğu sonucuna ulaşılmış ve birinci farkı alınarak analize dahil edilmiştir<sup>8</sup>.

### 3.4.2. Diebold-Yılmaz (DY) Yayılma Analizi Sonuçları

Birim kök testlerinin ardından, parasal aktarım mekanizmasını oluşturan değişkenler arasındaki ilişkileri belirleyebilmek amacıyla DY (2012) Yayılma Analizi yöntemi uygulanmıştır. Bu bağlamda, ilk olarak genelleştirilmiş VAR (p) modeli tahmin edilmiştir. VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu, Bayes Bilgi Kriteri'ne göre 1 olarak belirlenmiştir. VAR (1) modeli oluşturulduktan sonraki adım ise tahmin hata varyansının ayrıştırılmasıdır. DY (2012) yöntemi kullanılarak ve 20 dönemlik ileri varyans ayrıştırmalarıyla elde edilen yayılma (bağılantılılık) tablosu, Tablo 4'de görülmektedir.

**Tablo 4:** Parasal Aktarım Mekanizması Yayılma Tablosu

|                               | DİBS   | KREDİ  | KUR    | SUE   | BİST  | ONFO  | TUFE  | Diğerlerinden Gelen Şoklar (From) |
|-------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-----------------------------------|
| DİBS                          | 50.14  | 7.15   | 14.39  | 3.06  | 10.16 | 9.53  | 5.57  | 49.86                             |
| KREDİ                         | 7.70   | 49.16  | 16.62  | 7.77  | 7.65  | 5.18  | 5.92  | 50.84                             |
| KUR                           | 13.92  | 15.23  | 45.32  | 4.02  | 11.16 | 4.64  | 5.71  | 54.68                             |
| SUE                           | 3.71   | 8.64   | 4.43   | 62.96 | 4.62  | 6.33  | 9.11  | 37.04                             |
| BİST                          | 12.26  | 8.19   | 12.07  | 4.20  | 54.17 | 3.61  | 5.50  | 45.83                             |
| ONFO                          | 11.44  | 6.01   | 6.07   | 6.43  | 4.15  | 59.64 | 6.26  | 40.36                             |
| TUFE                          | 5.92   | 6.72   | 7.07   | 8.63  | 5.84  | 5.98  | 59.85 | 40.15                             |
| Diğerlerine Giden Şoklar (To) | 54.95  | 51.94  | 60.84  | 34.11 | 43.57 | 35.27 | 38.08 | 318.76                            |
| Kendi Şokları (Dahil)         | 105.09 | 101.10 | 106.16 | 97.07 | 97.74 | 94.92 | 97.93 | 700,01                            |
| Net Şoklar                    | 5.09   | 1.10   | 6.16   | -2.93 | -2.26 | -5.08 | -2.07 | Toplam Yayılma                    |

<sup>8</sup> TUFE değişkeni için Lee Strazicich (2003) yapısal kırılmalı birim kök testinde yalnızca sabit içeren modele ilişkin kritik değerler %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için sırasıyla -4.0309, -3.4323 ve -3.1254'dir. Hesaplanan tau istatistiği değişkenin düzey değerinde -1.4762 ve birinci farkında -3.7257'dir. Değişkenin düzey değeri için sabit ve trend içeren modelden elde edilen kritik değerler %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için sırasıyla -4.6759, -4.1166 ve -3.8293 olup tau istatistiği -4.1818 olarak hesaplanmıştır. Aynı modelde TUFE değişkeninin birinci farkında kritik değerler %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için sırasıyla -4.5866, -4.0279 ve -3.7481 olup, tau istatistiği -7.5106 olarak hesaplanmıştır.

|                     |      |      |      |      |      |      |      |                    |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|--------------------|
|                     |      |      |      |      |      |      |      | Endeksi:<br>%45.54 |
| Net İkili<br>Şoklar | 5.00 | 4.00 | 6.00 | 1.00 | 3.00 | 0.00 | 2.00 |                    |

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 4'te değişkenlerin temsil ettiği sütunlarda yer alan hücreler, ilgili değişkenden, her bir hücrenin bulunduğu satıra karşılık gelen değişkene yayılan yönlü şokları ifade etmektedir. Bu sütunlarda yer alan hücrelerin toplamı ise değişkenlerin kendi şokları dahil olmak üzere, ilgili değişkenden modele yayılan toplam şokları vermektedir. Diğerlerine giden şoklar (To) ise değişkenden modele yayılan toplam şoklardan, değişkenin kendi içsel şoklarının çıkarılması ile elde edilmektedir. Değişkenlerin temsil ettiği satırlarda yer alan hücreler, ilgili değişkenin, her bir hücrenin bulunduğu sütuna karşılık gelen değişkenden aldığı yönlü şokları ifade etmektedir. Bu satırlarda yer alan hücrelerin toplamı ise ilgili değişkenin kendi içsel şokları dahil edilmediği durumda diğerlerinden gelen şokları (From) vermektedir. Net şoklar, her bir değişkenden diğerlerine giden yönlü şokların toplamı ile her bir değişkenin diğerlerinden aldığı yönlü şokların toplamı arasındaki farktır.

Tablo 4'teki sonuçlara göre, parasal aktarım mekanizmasını oluşturan değişkenler arasındaki toplam yayılma (bağlantılılık) endeksi %45.54'dir. Toplam yayılma (bağlantılılık) endeksi, bir değişkenden diğerine giden ya da diğerlerinden gelen şokların yayılımları toplamının, kendi şokları dahil edilerek hesaplanan sayıya oranıdır. Toplam yayılma endeksi, parasal aktarım mekanizmasını oluşturan değişkenler arasındaki tahmin hatası varyansının %45.54'ünün bu değişkenler arasındaki yayılım etkilerinden kaynaklandığını (model tarafından açıklandığını) ortaya koymaktadır<sup>9</sup>.

Parasal aktarım mekanizmasındaki net şoklar incelendiğinde DİBS, KREDİ ve KUR değişkenlerinin net şok verici; SUE, BİST, ONFO ve TUFE değişkenlerinin ise net şok alıcı konumunda oldukları görülmektedir. Teorik açıdan değerlendirildiğinde,

<sup>9</sup> Parasal aktarım mekanizması üzerine yapılan bazı çalışmalar, enflasyon ve üretim üzerinde önemli etkilere sahip olduğu düşünülen ham petrol varil fiyatı, FED kısa ve uzun dönem faiz oranları, ABD'nin GSYH ve SUE gibi değişkenleri de modele dışsal olarak dahil etmişlerdir. Model tarafından açıklanamayan %54.46 oranındaki etkinin, modele dahil edilmeyen bu değişkenlerdeki değişimlerden kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir. Daha fazla bilgi için Smets ve Wouters (1999), Holtemöller (2002), Hülsewig ve diğerleri (2005), Çevik ve Toksöz (2012), Razmi ve diğerleri (2015), Mukhtarov ve diğerleri (2016) tarafından yapılan çalışmalar incelenebilir.

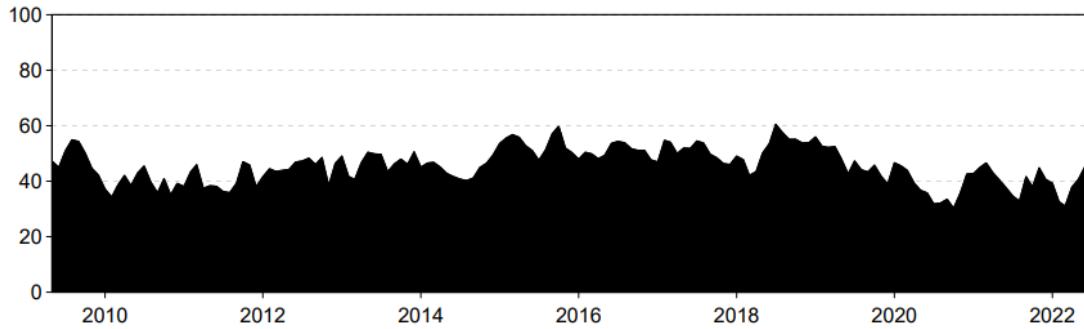
SUE ve TUFİ değişkenlerinin net şok alıcı konumunda bulunması doğalıdır. Zira genel olarak parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının para politikası kararlarının üretim ve enflasyon üzerinde etkiler meydana getirmesi olarak tanımlanmaktadır. Ancak analizin politika değişkeni olan ONFO değişkeninin, net şok alıcı konumunda olması, teorik beklentilerle uyuşmayan bir duruma işaret etmektedir. Bu sonuç, merkez bankasının para politikası kararlarında tam anlamıyla bağımsız olmadığını ya da para politikası kararlarının ekonomideki diğer değişkenlerin güdümünde alındığını düşündürmektedir. Uzun vadeli faiz oranları teoride, gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranları tarafından belirlenmekle birlikte aynı zamanda ekonomik birimlerin beklentileri ve risk primini de içermektedir. Bu bağlamda, tablodan hareketle merkez bankasının para politikası kararlarında, %11.44 ile en fazla, ekonomik birimlerin beklentilerinden etkilendiği ya da para politikası çerçevesinin ekonomideki beklentilerin yönetilmesi amacıyla oluşturulduğu söylenebilmektedir. Ancak kısa vadeli faiz oranının net şok alıcı konumunda olduğu şeklinde elde edilen bu sonuç, merkez bankasının parasal aktarım mekanizması üzerinde tasarrufunun bulunmadığı anlamına gelmemekte, para politikası kararlarının uyardığı modeldeki diğer değişkenlerin, enflasyon ve üretim üzerinde meydana getirdiği değişimlerden kaynaklanmaktadır. BİST değişkeni de bu açıklamaya binaen değerlendirildiğinde, BİST değişkeninin net şok alıcı konumunda olması, Türkiye’de varlık fiyatları kanalının işlemediği şeklinde yorumlanmamalıdır. Zira net şoklar, merkez bankasının para politikasında yarattığı değişimden kaynaklanan şokların yayılımı dışında, modelde yer alan diğer değişkenlere verilen şokların birbirlerine yayılımını da içinde barındırmaktadır. Elde edilen net yayılma sonuçlarına göre, net şok veren (yayan) değişkenler arasında yapılacak bir sıralama; döviz kuru (%6.16), geleneksel faiz oranı (%5.09) ve kredi kanalı (%1.10) şeklinde olmaktadır.

Değişkenlerde meydana gelen yönlü şoklar ele alındığında, merkez bankasının politika faizinde yaşanan bir şokun, kendisi dışında en fazla, %9.53 oranında uzun vadeli faiz oranını temsilen kullanılan DİBS değişkenine iletildiği görölmektedir. Bu bulgu, merkez bankasının para politikası ile üzerinde en fazla kontrol sağlayabileceği kanalın, faiz oranı kanalı olabileceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede güçlüden/zayıfa doğru oluşturulacak sıralama %5.18 ile KREDİ, %4.64 ile KUR ve %3.61 ile BİST şeklinde olacaktır.

Parasal aktarım mekanizması kanallarını temsil eden değişkenlerde yaşanan şokların, parasal aktarım mekanizmasının hedef değişkenlerine olan yönlü yayılmaları incelendiğinde ise üretimi temsil eden SUE değişkenindeki şokların, %8.64 ile en fazla KREDİ değişkeninde meydana gelen şoklardan etkilendiği görülmektedir. Bu bulgudan hareketle, üretim üzerinde en fazla etkili olabilecek olan aktarım kanalının, kredi kanalı olduğu söylenebilmektedir. Kredi kanalını ise sırasıyla %4.62 ile BİST değişkeninin temsil ettiği varlık fiyatları kanalı, %4.43 ile KUR değişkeninin temsil ettiği döviz kuru kanalı ve son olarak %3.71 ile geleneksel faiz oranı kanalı izlemektedir.

Aktarım kanallarında meydana gelen şokların TUFİ değişkenine yönlü yayılmalarına bakıldığında ise sonuçlar, en yüksek şok yayılımının %7.07 ile döviz kuru kanalından, ardından sırasıyla %6.72 ile kredi, %5.92 ile geleneksel faiz oranı ve son olarak %5.84 ile varlık fiyatları kanalından iletilildiğini ortaya koymaktadır.

**Şekil 20:** Toplam Yayılma Grafiği



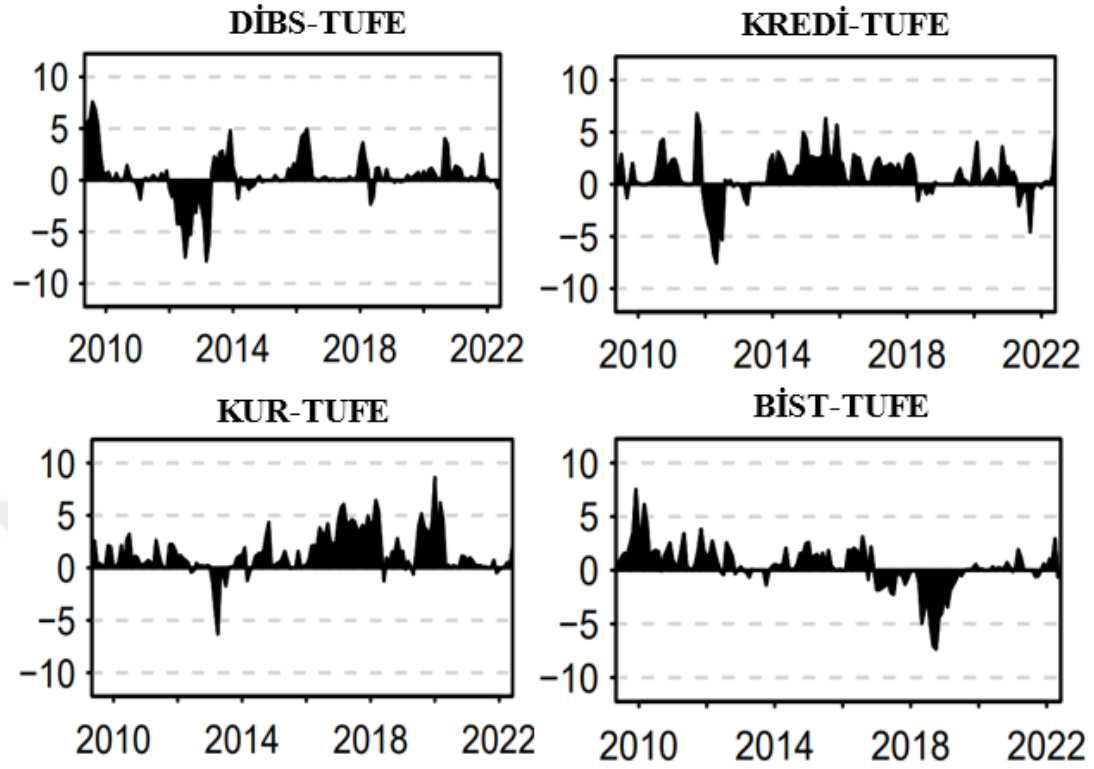
Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 20, parasal aktarım mekanizmasını oluşturan değişkenlerin şoklarındaki toplam yayılmaları göstermektedir. Görüldüğü üzere parasal aktarım mekanizması üzerindeki toplam şok yayılımları, 2009 ve 2018 yıllarında belirgin bir şekilde artarak, %50-60 bandına ulaşmış ve %45.54 olarak hesaplanan toplam yayılma endeksi ortalamasının üzerine çıkmıştır. 2009 yılında yaşanan yükselişte, EK 1’de verilen net şokların grafik gösterimlerinden hareketle, geleneksel faiz oranı kanalı ve varlık fiyatları kanalının etkili olduğunu söylemek mümkündür. 2008 Krizine karşı merkez bankalarının uyguladıkları faiz indirimleri, Krizin derinleştiği Eylül 2008 tarihinden, Mart 2009 tarihine kadar yaşanan güvensizlik ortamının dağılmasını ve uygulanan

genişletici politikalar çerçevesinde ekonomik seyrin olumlu bir görünüm kazanmasını sağlamıştır. Nitekim TCMB, 2009 yılı genelinde 850 baz puan faiz indirimi gerçekleştirmiş ve bu çerçevede gösterge niteliğindeki tahvil faizleri de %16,4'ten, %8.9'a gerilemiştir. Küresel ölçekte uygulanan düşük faiz politikasına ek olarak Krizle birlikte gerileyen emtia fiyatlarının toparlanması da borsalarda dünya genelinde yükselişler yaşanmasına sebep olmuştur. 2009 yılında yaşanan bu olumlu gelişmeler neticesinde İMKB, yılı ortalama %97'lik bir artışla kapatmıştır (Alternatif Yatırım A.Ş., 2009: 1).

2018 yılında yaşanan yükselişte ise faiz oranı ve döviz kuru kanalından yayılan şoklar belirleyici olmuştur. 2018 yılı boyunca yaşanan dış gelişmelere bakıldığında, bir taraftan Euro bölgesinde yaşanan Brexit süreci ve AMB'nin geleneksel olmayan para politikalarının normalleştirilmesine yönelik attığı adımlar, diğer taraftan FED'in faiz artırımı kararları, uluslararası piyasalarda belirsizliklerin artmasını sağlayan önemli faktörler olarak öne çıkmaktadır. Yurtiçinde yaşanan gelişmelere bakıldığında ise cumhurbaşkanlığı ve milletvekili seçimi, dış siyasi ilişkilerin bozulması ve sınır komşumuz olan Suriye'ye yönelik askeri operasyonlar, ülkeye ilişkin belirsizlik ortamını artıran sebepler olmuştur. Hem uluslararası hem de ulusal düzeyde artan belirsizlik ortamı neticesinde birçok uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu, Türkiye'nin kredi notunu BB düzeyinde durağan ya da negatif olarak belirlemiş ve bu durum finansal piyasalarda oynaklığın artmasına neden olmuştur. Bütün bu olumsuz gelişmelerle birlikte FED'in 10 yıllık devlet tahvili faizlerini %3.13 düzeyine artırması, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltmış ve kurlar aşırı değerlenme eğilimine girmiştir. Bu olumsuz gelişmelere ek olarak 26 Temmuz 2018 tarihinde ABD-Türkiye ilişkilerinde yaşanan büyük siyasi kriz, 27 Temmuz itibarıyla dolar/TL kurunun hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Döviz kurunun artması, ithal girdi bağımlılığı dolayısıyla sanayi üretiminde bir daralma ve neticesinde 2017 yılından beri düşüş eğiliminde bulunan ticari ve tüketici kredilerindeki düşüş eğiliminin daha da hızlanmasıyla sonuçlanmıştır.

**Şekil 21:** Enflasyona Yönlü Yayılımlar



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

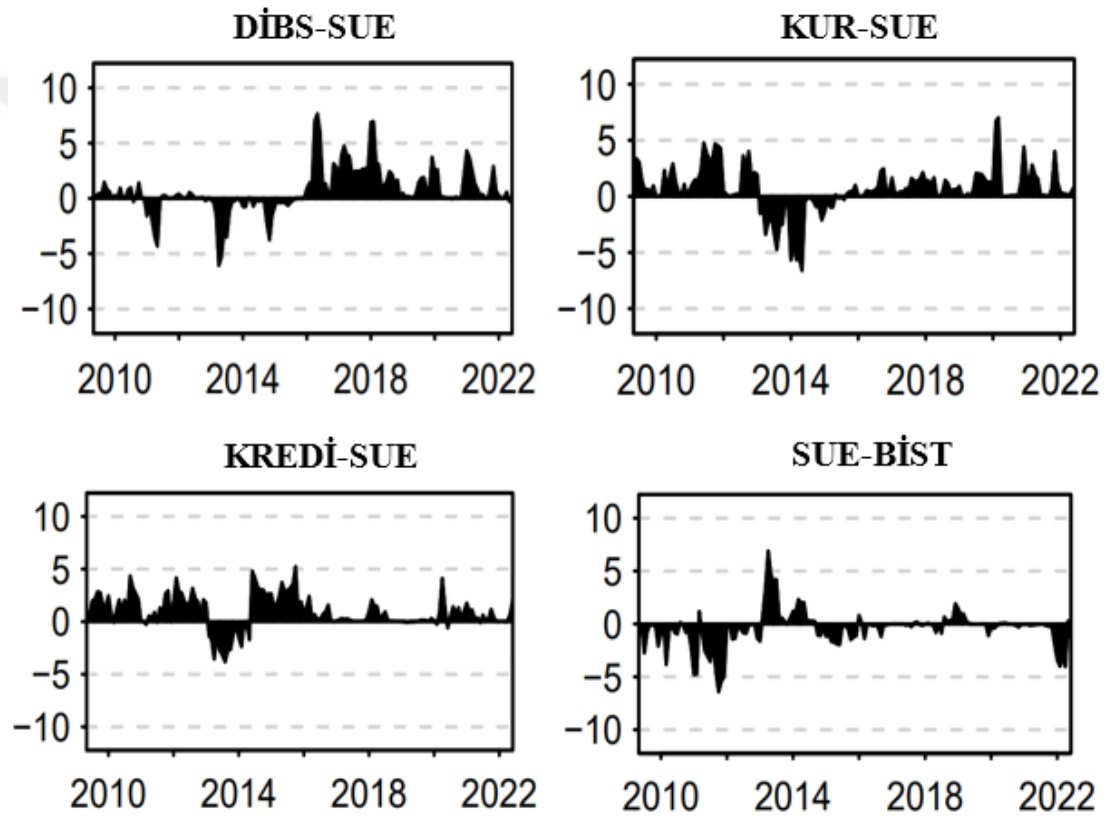
Parasal aktarım mekanizması çerçevesinde değerlendirilmesi gereken bir diğer husus da aktarım kanallarını temsil eden değişkenlerde meydana gelen şokların, enflasyon ve üretim üzerindeki etkileridir. Şekil 21, parasal aktarım mekanizması kanalları ve TUF değişkeni arasındaki ikili şok yayılımlarını göstermektedir. İncelenen dönemde yayılımların genellikle  $-%5$  ile  $+%5$  bandında olduğu ve tüm kanalların genel itibarıyla enflasyon üzerinde belirleyici şok yayılımlarına neden olduğu görülmektedir. Geleneksel faiz oranı kanalından kaynaklanan şokların enflasyon üzerinde; 2010, 2014, 2016, 2018 ve 2019 yılları gibi belirli dönemlerde kısa aralıklarla etkili olması, faiz oranı kanalının parasal aktarım mekanizması içerisindeki rolünün sürekli olmayabileceği düşüncesini akıllara getirmektedir. Döviz kuru kanalı açısından bakıldığında, KUR değişkeninde yaşanan şoklar, 2009-2020 dönemi boyunca enflasyonda yaşanan şokların belirleyicisi konumundadır. Ayrıca söz konusu kanaldan kaynaklı şokların, enflasyon üzerindeki etkisinin 2020 yılında önemli bir artış kaydettiği görülmektedir. 2020 yılı 1 Ağustos tarihinde 6.9497 TL düzeyinde

olan dolar/TL kuru, bu tarihten itibaren hızlı bir artış eğilimine girmiştir. Ağustos ayı ortalarında 7.3577 TL düzeyini gören dolar/TL kuru, 5 Kasım tarihinde 8.4705 TL ile yılın en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Buna ek olarak Merkez Bankası rezervlerindeki hızlı erime, Covid 19 Pandemisi dolayısıyla turizm ve ihracat gelirlerindeki düşüş, FED'in faiz oranlarını sıfır bandına çekmesine rağmen Pandemi sebebiyle gelişmekte olan ülkelerden yabancı sermaye çıkışlarının yaşanması ve politika faiz oranının, enflasyon oranının altına çekilmesi de kredi hacminde önemli bir artışa sebep olmuştur. Nitekim bu durum, KREDİ değişkeninden enflasyona yönlü yayılmaların sunulduğu grafikte, 2020 yılında ani bir artış olarak kendini göstermektedir. Kredi kanalından enflasyon değişkenine yayılan yönlü şoklar genel olarak değerlendirildiğinde, 2009-2022 döneminde kredi şoklarının etkisi, döviz kuru kanalından yayılan şokların etkisinin altında seyretse de, enflasyon üzerinde sürekli bir etkiye sahip olduğu söylenebilmektedir. Varlık fiyatları kanalında meydana gelen şokların ise enflasyon üzerindeki belirleyici etkisini, 2017 yılı itibariyle kaybettiği görülmektedir. Aynı yıl itibariyle kur şoklarının TUFİ değişkenine yayılımında önemli bir artış olduğu dikkati çekmektedir. 2017 yılından itibaren Türkiye'nin CDS primi de güçlü bir artış trendine girmiştir. Bu sonuçlardan hareketle ekonomik birimlerin, kurlardaki yükseliş sebebiyle hisse senedi taleplerini, döviz talebi ile ikame ettikleri düşünülmektedir. Şekil 21'den elde edilen bulgular, enflasyon üzerinde en çok döviz kuru kanalı, ardından kredi, faiz oranı ve son olarak varlık fiyatları kanalından yayılan şokların etkili olabileceğini göstermekte ve Tablo 4'deki sonuçları teyit etmektedir.

Şekil 22, parasal aktarım mekanizması kanalları ile SUE değişkeni arasındaki ikili şok yayılımlarını göstermektedir. Elde edilen sonuçlar, hemen her kanalın üretim düzeyi üzerinde farklı dönemlerde ve yoğunluklarda da olsa belirleme gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Şekilden de görüldüğü üzere, üretimde meydana gelen şoklar, 2013 yılına kadar döviz kuru, kredi ve varlık fiyatları kanalından yayılan şoklar tarafından belirlenmektedir. Aynı dönem içinde geleneksel faiz oranı kanalında yaşanan şokların, SUE değişkenine yayılımı ise düşük bir düzeyde gerçekleşmiştir. Sanayi üretimi, 2013 yılından 2014 yılının ilk çeyreğine kadar parasal aktarım mekanizması değişkenlerindeki şoklara tamamen duyarsızdır. Bu durumun Türkiye'nin yüksek ölçüde dış ticaret ortağı olduğu Avrupa ekonomilerindeki

durgunluktan kaynaklandığı düşünülmektedir. Nitekim bu dönemde üretimde kayda değer bir artış ya da azalış yaşanmamıştır. 2014 yılının ikinci yarısı itibariyle üretim üzerinde, yüksek ölçüde KREDİ değişkenindeki şokların belirleyici olduğu ve bunu BİST değişkeninden kaynaklanan şokların izlediği görülmektedir. 2015 yılının ikinci yarısı itibariyle kur şokları da üretim üzerindeki belirleme gücünü yeniden kazanmıştır. 2016 yılı itibariyle üretimde yaşanan şokların, genel olarak faiz oranı ve döviz kuru kanalındaki şokların yayılımı çerçevesinde açıklandığı söylenebilmektedir.

**Şekil 22: Üretime Yönlü Yayılmalar**



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 21, SUE ve diğer değişkenler arasındaki net ikili şok yayılımlarının sürekliliği dikkate alınarak değerlendirildiğinde, kredi kanalının, diğer değişkenlere kıyasla tüm dönemlerde daha düzenli bir şok yayılımı gerçekleştirdiği görülmektedir. Nitekim bu sonuç, Tablo 4’de de görüldüğü üzere SUE değişkenindeki şokların, %8.64 oranında KREDİ değişkenindeki şok yayılımlarından kaynaklandığı sonucunu teyit etmektedir. Bu sürekli yayılım, BİST ve KUR değişkenlerinden kaynaklanan şok

yayımlarında da görülmektedir. Ancak DİBS değişkeninden gerçekleşen şok yayımları, analiz döneminin neredeyse yarısında sıfır bandında, diğer yarısında ise yüksek şiddetli olmakla birlikte çok kısa aralıklarla gerçekleşmekte ve diğer değişkenlerde görülen sürekliliği taşımamaktadır. Şekil 21’den elde edilen sonuçlar, üretim üzerinde en çok kredi kanalı, ardından döviz kuru ve varlık fiyatları, son olarak ise faiz oranı kanalından yayılan şokların etkili olabileceğini göstermekte ve Tablo 4’deki sonuçları teyit etmektedir.



## SONUÇ

Parasal aktarım mekanizması genel anlamıyla, merkez bankasınca uygulanan para politikalarının, belirli kanallar üzerinden, toplam çıktı düzeyi ve enflasyonu etkileme sürecini ifade etmektedir. Bu çerçevede beş aktarım kanalı öne çıkmaktadır. Bu kanallar; geleneksel faiz kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı olarak sınıflandırılmaktadır. Zaman içerisinde iktisadi düşünce ekollerinde yaşanan gelişmelere paralel olarak parasal aktarım mekanizması da bu iktisadi ekollerce, belirli varsayımlar çerçevesinde geliştirilmiş ve değiştirilmiştir.

Parasal aktarım mekanizmasına ilk katkı, paranın yalnızca işlem amaçlı talep edilmesi çerçevesinde para arzındaki değişimlerin yalnızca fiyatlar genel düzeyini değiştireceğini savunan Klasik iktisat okulu tarafından yapılmıştır. Keynesyen yaklaşım ise paranın spekülasyon amacıyla da talep edilebileceğini, dolayısıyla para talebinin faizlerdeki değişime duyarlı olduğunu ve bu çerçevede faizlerdeki değişimin sermayenin maliyetini değiştirerek yatırım harcamaları üzerinden toplam çıktı düzeyini de etkileyeceğini savunmaktadır. Para talebi fonksiyonuna paranın ikamesi olan tahvil, hisse senedi ve mallar gibi diğer aktifleri de dahil eden Monetarist yaklaşım, para arzındaki bir değişimin öncelikle finansal piyasaları, ardından reel piyasaları etkileyeceğini savunmaktadır. Ancak merkez bankalarının kontrol ettiği değişkenin nominal para arzı olması sebebiyle para politikası değişiminin nominal harcamalar üzerinde etkili olacağını ve uzun dönemde yalnızca nominal bir değişken olan fiyatlar genel düzeyinin etkilenebileceğini ileri sürmektedirler. Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen yaklaşım ise parasal aktarım mekanizmasını ekonomik birimlerin beklentileri temelinde incelemektedir. Yeni Klasik yaklaşım fiyatlar genel düzeyi ve toplam çıktının birlikte etkilenebilmesinin, yeni oluşacak fiyat düzeyinin öngörülememesiyle mümkün olduğunu ve bu çerçevede beklenen bir para politikasının yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olacağını ileri sürmektedir. Yeni Keynesyen yaklaşım ise ekonomideki ücret ve fiyat katılıkları sebebiyle hem beklenen hem de beklenmeyen para politikası değişikliklerinin fiyatlar genel düzeyi ve toplam çıktı üzerinde etkili olacağını savunmaktadır.

Parasal aktarım mekanizması, uygulanan para politikalarının etkilerini, faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları, kredi ve beklentiler kanalı olmak üzere beş kanal üzerinden reel ekonomiye iletmektedir. Bu kanallardan ilki olan faiz oranı kanalı, merkez bankası kontrolündeki kısa dönem nominal faiz oranlarının, uzun dönem reel faiz oranları aracılığıyla sermayenin maliyetini değiştirmesi, bu çerçevede harcamalar üzerinden toplam talep ve çıktı düzeyini etkilenmesi şeklinde işlemektedir. Bir diğer aktarım kanalı olan varlık fiyatları kanalı ise para arzındaki değişimlerin serveti oluşturan tahvil, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların nispi fiyatlarında değişim yaratması yoluyla harcama kararlarını etkilemekte ve toplam çıktı üzerinde değişikliklere neden olmaktadır. Varlık fiyatları kanalının etkin bir şekilde işleminin en önemli önkoşulu ise ekonomide gelişmiş bir finansal sistemin mevcut olmasıdır. Döviz kuru kanalı, temel olarak net ihracat ve bilanço etkisi olmak üzere iki alt kanal aracılığıyla işlemektedir. Para politikasındaki bir değişiklik sermaye akımlarını ve dolayısıyla döviz kurlarını etkilemektedir. Döviz kurundaki değişimin net ihracatı değiştirerek toplam çıktı düzeyini; ithal girdi fiyatları ile ithal malların yurtiçi fiyatlarını değiştirerek toplam talebi etkilemesi şeklinde gerçekleşen etki, net ihracat etkisi olarak tanımlanmaktadır. Bilanço etkisi ise döviz kurundaki değişimin firma ve banka bilançolarında bir bozulma yaratmak suretiyle kredi arzı ve kullanımını değiştirmesi neticesinde üretim düzeyinin etkilenmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Bir başka aktarım kanalı olan kredi kanalı, banka kredi ve bilanço kanalı olmak üzere iki alt kanal aracılığıyla işlemektedir. Banka kredi kanalının etkisi, uygulanan para politikasının bankaların rezervlerini ve dolayısıyla kredi arzını değiştirmesi, bu değişimin ise harcamalar üzerinden toplam talep ve çıktı düzeyini etkilemesiyle gerçekleşmektedir. Bilanço kanalı ise uygulanan para politikasının firmaların net değerlerinde ve hanehalkının nakit akımlarında bir değişim yaratmak suretiyle krediye erişim imkânlarının belirlenmesi, bu sayede harcamalar üzerinden toplam talep ve çıktı düzeyinin etkilenmesi yoluyla işlemektedir. Parasal aktarım mekanizması içinde ele alınan son kanal ise beklentiler kanalıdır. Bu kanalı diğer aktarım kanallarından ayıran en önemli özellik, para politikasında herhangi bir değişim yapılmaksızın, reel ekonominin etkilenmesine imkân sağlamasıdır. Bu kanalın etkin bir şekilde işleyebilmesi için en önemli koşul, merkez bankası güvenilirliğinin sağlanmış olmasıdır. Bu koşulun sağlandığı bir ekonomide merkez bankası, diğer kanallar ile reel

ekonomi üzerinde yaratılacak olan değişimleri, fiilen uygulamaya geçmeksizin gerçekleştirebilmekte ve fiilen uygulandığı durumda politikanın reel ekonomi üzerinde meydana getirdiğı etkinin yoğunluğunu artırabilmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişı çeşitli faktörlerden etkilenebilmektedir. Bu faktörler; resmi müdahaleler, ekonominin fiyat mekanizması, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerde vade yapısı, sermaye hareketleri, yatırım ve tüketim harcamalarının finansmanında kullanılacak olan kaynaklar ve ekonomik birimlerin finansal yapısı olarak sıralanabilmektedir. Sözü edilen faktörlerin etkileri, ekonominin gelişmişlik düzeyine ve ele alınan döneme bağılı olarak değişim gösterebilmektedir. Nitekim bu durum parasal aktarım mekanizmasında belli dönemlerde belirli kanalların ön plana çıkmasına da neden olabilmekte, bazı kanalların işleyişı önünde engeller oluştururken bazı kanalların etkili bir biçimde işleyebilmesine de imkân sağlamaktadır.

Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyebilmesi için gerekli altyapının sağlanması, uzun bir zamana yayılmıştır. 1980 sonrası dönemde TCMB; parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi olmak üzere üç farklı para politikası hedefleme stratejisi uygulamıştır. Aynı zamanda bu dönemde Türkiye ekonomisi, 1994, 2001 ve 2008 yıllarında büyük krizler yaşamıştır. Gerek hedefleme stratejilerinin başarıyla uygulanabilmesi için yapılması gereken reformlar, gerek yaşanan krizlerin ardından alınan önlemler parasal aktarım mekanizmasının her bir kanalının işleyebilmesi için gerekli koşulların oluşturulmasına katkı sağlamıştır. Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işlev kazanması doğrutusunda atılan üç adım özellikle önem taşımaktadır. Bu adımlardan birincisi, 24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan dışa açılma ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sürecidir. Yaşanan bu dönüşüm süreci, Türkiye’de güçlü bir finansal sistemin kurulması, finansal piyasaların derinleşmesi ve çeşitlendirilmesine yönelik reformların kapısını aralamıştır. Bu bağlamda; sermaye piyasasının kurulması, İMKB’nin faaliyete geçirilmesi, BPP’nin kurulması ve BDDK’nın göreve başlaması, güçlü bir finansal sistemin oluşturulmasına yönelik önemli reformlar olarak öne çıkmaktadır. Parasal aktarım mekanizmasının işlev kazanması doğrutusunda atılan ikinci önemli adım, TCMB’nin 2001 yılı itibarıyla operasyonel bağımsızlığa kavuşmasıdır. Amaç ve araç bağımsızlığının sağlanmasıyla TCMB’nin, bağımsız bir para politikası

uygulayabilmesi mümkün kılınmış ve TCMB politika faizinin, piyasa faiz oranları için bir gösterge haline gelmesi sağlanmıştır. Parasal aktarım mekanizması çerçevesinde önem taşıyan üçüncü adım ise 2008 Krizi sonrası dönemde TCMB tarafından benimsenen, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da sağlanmasını amaçlayan yeni para politikası yaklaşımıdır. Yeni para politikası yaklaşımı ve bu çerçevede revize edilen araç seti, parasal aktarım mekanizması kanallarının eş zamanlı olarak, farklı amaçlar doğrultusunda işleyebilmesine olanak sağlamıştır.

Literatürde Türkiye üzerine yapılan çalışmalarda parasal aktarım mekanizmasının etkinliği, farklı kanallar aracılığıyla ve farklı dönemler için araştırılmış ve yapılan çalışmalarda genel olarak faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı ve banka kredi kanalının işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu kanalların reel ekonomi üzerindeki göreceli öneminin ise incelenen dönem aralığına ve kullanılan veri setine göre değişiklik gösterdiği tespit edilmiştir.

Bu çalışmada, 2007:10-2022:06 dönemi için Türkiye’de parasal aktarım kanallarının (faiz oranı, kredi, döviz kuru ve varlık fiyatları kanalı) işleyişi ve reel ekonomi üzerindeki etkileri, tahmin hata varyans ayrıştırmasına dayanan Diebold-Yılmaz (2012) Yayılma Analizi yöntemi ile incelenmiştir. Bu çerçevede çalışmada, BPP’de gerçekleşen basit faiz oranının ağırlıklı ortalaması, 10 yıl vadeli devlet tahvili getirisi, Borsa İstanbul XU100 endeksi, yurtiçi kredi hacmi, nominal döviz kuru, sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyat endeksi değişkenleri kullanılmıştır.

DY (2012) yayılma analizinden elde edilen toplam yayılma endeksi sonucu, analiz dönemi boyunca, parasal aktarım mekanizmasını oluşturan değişkenler arasındaki toplam yayılmaların %45.54’ünün modelde yer alan değişkenler arasındaki yayılım etkilerinden kaynaklandığını, %54.46’ sının ise modelde yer almayan diğer değişkenlerdeki değişimlerden kaynaklandığını göstermektedir.

DY (2012) yayılma analizinden elde edilen sonuçlar, bir ön izlenim olarak net şoklar çerçevesinde değerlendirildiğinde, TUFİ ve SUE değişkeninin beklendiği gibi modelden şok alan değişkenler olduğu görülmektedir. Modelde para politikası değişkeni olarak kullanılan faiz oranının net şok alıcı konumunda olması ise Merkez Bankasının, para politikası kararlarını alırken ekonomideki uzun dönem faiz oranları ve ekonomik birimlerin beklentileri, kredi gelişmeleri, döviz kuru, borsanın durumu, üretim düzeyi ve enflasyonu da göz önünde bulundurduğunu göstermektedir.

Dolayısıyla bu bulgu, para politikası kararlarının, %59.64 oranında merkez bankasının iradesi ve modele alınmayan diğer değişkenlerdeki gelişmeler tarafından belirlendiğine işaret etmektedir. Uygulanan para politikası şoklarının, aktarım kanallarını temsilen kullanılan değişkenler üzerindeki yönlü yayılma sonuçları, para politikasındaki bir değişim şokunun en çok uzun vadeli faiz oranlarına (%9.53), en az ise BİST değişkenine (%3.61) yayıldığını göstermektedir.

Aktarım kanallarını temsil eden değişkenlerden, üretim ve enflasyona gerçekleşen yönlü şok yayılma sonuçları, bu iki değişken için farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Üretimi temsilen kullanılan SUE değişkeni en çok kredi kanalından; en az faiz oranı kanalından yayılan şoklar tarafından belirlenmektedir. Enflasyonu temsilen kullanılan TUFİ değişkeninde yaşanan değişimler ise en çok döviz kuru kanalı, en az varlık fiyatları kanalından gerçekleşen şok yayılımları tarafından belirlenmektedir. Elde edilen bu bulgular, fiyat istikrarı amacıyla uygulanacak olan bir para politikasının döviz kuru kanalı üzerinden; büyüme hedefine dönük bir para politikasının ise kredi kanalı üzerinden daha etkili sonuçlar verebileceğine işaret etmektedir.

Modele ilişkin toplam ve yönlü yayılmalardan elde edilen sonuçlarla ek olarak, değişkenler arasındaki ikili şok yayılımlarına göre, enflasyon üzerinde en çok döviz kuru kanalından, üretim üzerinde ise en çok kredi kanalından yayılan şokların etkili olduğu görülmektedir. Şekil 21 ve Şekil 22'den elde edilen sonuçlara göre enflasyon ve üretim üzerinden en düşük etkiye sahip kanallar ise sırasıyla varlık fiyatları ve geleneksel faiz oranı kanalıdır. Net ikili şok yayılımları, analiz döneminin tamamına ilişkin değerlendirmeler yapılabilmesinin yanı sıra belirli dönemler için çıkarımlarda bulunulabilmesine de imkan tanımaktadır. Bu çerçevede döviz kuru ve kredi kanalının, tüm analiz dönemi boyunca diğer aktarım kanalı değişkenlerine kıyasla daha güçlü ve sürekli bir şok yayılımına sahip olduğu söylenebilmektedir. Varlık fiyatları kanalından enflasyona gerçekleşen şok yayılmalarının, 2017 yılı itibariyle çok düşük düzeylerde seyrettiği görülmektedir. Nitekim aynı dönemde döviz kuru kanalından enflasyona gerçekleşen şok yayılmalarında gözle görülür bir artış yaşanmıştır. Bu durum, 2017 itibariyle ülkenin risk priminin ve dolar/TL kurunun artış trendine girmesi sebebiyle yatırımların hisse senetlerinden, döviz lehine değişmiş olabileceğini düşündürmektedir.

Analiz kapsamında elde edilen bulgular bir bütün olarak değerlendirildiğinde, parasal aktarım mekanizması kanallarının reel ekonomiyi etkileme gücünün, ekonomik konjonktüre bağlı olarak değişebildiği ve bu çerçevede bir ekonomi için belirli bir aktarım kanalının, her dönemde aynı şekilde etkili veya etkisiz olduğu şekilde bir çıkarım yapmanın doğru olmayacağını söylemek mümkündür. Zira analiz bulguları, farklı dönemlerde farklı aktarım kanallarının öne çıktığını ortaya koymakta ve bu sonuç, Monetaristlerin parasal aktarım mekanizmasına yaptıkları kara kutu benzetmesi ile örtüşmektedir.

Türkiye özelinde elde edilen sonuçlar, analiz döneminin tamamı göz önünde bulundurulduğunda büyüme amacıyla uygulanan bir para politikasının ya da diğer bir ifadeyle üretim düzeyini etkilemeye yönelik bir para politikasının, en çok kredi kanalı, ardından varlık fiyatları kanalı üzerinden etkili olduğunu göstermektedir. Türkiye’de faktöring, leasing, finansman ve varlık yönetim şirketleri gibi banka dışı finansal kuruluşların yaygın olmaması, işletmelerin yatırım harcamalarının finansmanında yüksek ölçüde banka kredilerine bağımlı olmalarına sebep olmaktadır. Ayrıca ülkemizde para piyasalarının, sermaye piyasalarından daha yüksek bir gelişmişlik düzeyine sahip olması da kredi kanalını, varlık fiyatları kanalına kıyasla ön plana çıkaran bir diğer etkidir. KUR, BİST ve KREDİ değişkenleri arasındaki önemli düzeyde kabul edilebilecek yönlü yayılmalar, kredi kanalının işleminde bilanço etkisinin önemli bir rolü olduğunu düşündürmektedir. Nitekim Türkiye gibi ithal girdi bağımlılığı yüksek bir ekonomide üretim sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın bilançosunun, ağırlıklı olarak döviz cinsinden borçlardan oluşması doğaldır. Teorik literatür, kurlarda meydana gelen artışların geri dönmeyen kredilerin sayısında bir artış yaratarak banka bilançolarında bozulmaya, alacak/borç yapısının değişmesi neticesinde firma bilançolarında bir bozulma yaratarak net değerlerinde bir düşüşe yol açacağını, her iki durumun da kredi arzında bir azalışla sonuçlanacağını ortaya koymaktadır. Nitekim KUR, BİST ve KREDİ değişkenleri arasındaki şokların yönlü yayılmaları, teorik literatürü destekler nitelikte sonuçlar vermektedir. Ayrıca 2018 yılı itibariyle döviz kurları ve bankacılık kesimindeki tahsili gecikmiş alacakların oranının, hızlı bir şekilde beraberce artması da teoriyi ve analiz sonuçlarını desteklemektedir. Bu çerçevede döviz kuru kanalının da üretim üzerinde, dolaylı olarak etkili olduğu söylenebilmektedir.

Varlık fiyatları kanalının, üretime en fazla şok yayılımı gerçekleştiren ikinci kanal olması da bir takım çıkarımlara yol açmaktadır. BİST değişkeninin, KUR ve DİBS değişkenlerinin şoklarındaki yayılımlardan önemli ölçüde etkilenmesi, hem tahvil talebindeki değişimin hisse senedi fiyatlarını etkilemesinin hem de döviz kurundaki değişimin firmaların borç/alacak yapısını değiştirmesinin, Tobin Q teorisini destekleyecek şekilde, varlık fiyatları kanalının gücünü arttırmış olabileceğine işaret etmektedir. Varlık fiyatları kanalına ilişkin bulgular, Türkiye’de sermaye piyasalarının, para piyasalarına kıyasla daha düşük olmakla birlikte yatırımların finansmanı açısından önemli olduğunu düşündürmektedir. Nitekim BİST değişkenindeki şokların %4.62’sinin, KREDİ değişkenindeki şokların ise bu oranın neredeyse iki katı büyüklüğünde %8.64’ünün üretime yayılması, yatırımların finansmanı bağlamında para piyasaları ve sermaye piyasaları arasındaki farkı ortaya koymaktadır.

Analiz bulgularından hareketle değerlendirilmesi gereken bir diğer bulgu ise fiyat istikrarı amacıyla ya da bir diğer ifadeyle enflasyonu etkilemeye yönelik olarak uygulanacak olan bir para politikasının, en çok döviz kuru kanalı üzerinden etkili olabileceğidir. Teorik literatür, döviz kurunda yaşanan artışların bir yandan ithal girdi maliyetlerini artırması nedeniyle maliyet enflasyonuna sebep olarak toplam arzda bir azalmaya, diğer yandan ithal malların yerel para cinsinden fiyatlarında bir artışa yol açarak enflasyonu artıracağını ortaya koymaktadır. Literatürde bu etkiler sırasıyla döviz kuru geçişkenliği ve ithalat fiyatı geçişkenliği olarak adlandırılmaktadır. Taylor (2000)’e göre maliyet şoklarının fiyatlara geçişkenliği, şokların sürekliliği ve oynaklığına bağlıdır. Daha önce de ifade edildiği gibi KUR değişkeninin, tüm analiz dönemi için enflasyon üzerinde sürekli ve güçlü şok yayılımlarına sahip olması sebebiyle, Türkiye’de enflasyonun en önemli belirleyicisi olabileceği şüphesi, Taylor (2000)’un bu çıkarımı ile örtüşmektedir. Kurların 2013 yılı sonrasında sürekli olarak değer kazanması, döviz kuru ve ithalat fiyatları geçişkenliğini artırmak suretiyle analizden elde edilen bulguları güçlendirmektedir.

Üretim üzerinde en fazla şok yayılımı sağlayan ikinci kanal olan varlık fiyatları kanalının, enflasyona yönlü yayılmalarının analiz kapsamındaki kanallar içinde en düşük düzeyde olmasının da bir takım nedenleri bulunmaktadır. Teorik literatüre göre varlık fiyatları kanalının enflasyon üzerindeki etkisi, hisse senedi talebi ve dolayısıyla

hisse senedi fiyatlarında bir değişmeye yol açan para politikasının, hanehalkının servetinde yarattığı değişim ile gerçekleşmektedir. BİST değişkeni, kendisi dışında en çok DİBS değişkeninde meydana gelen şok yayılmalarından etkilenmektedir. Bu çerçevede para politikası değişikliğinin uyardığı uzun dönem faiz oranlarını temsilen kullanılan tahvil getirilerinin, hisse senedi talebi üzerinde güçlü bir etkisinin olabileceği düşünülmektedir. Hisse senetlerinin değerini artıran bir para politikasının, ekonomik birimlerin servetlerinde bir artış yaratmak suretiyle tüketim harcamalarını artırması, harcamalarda meydana gelen artışın ise toplam talep ve dolayısıyla enflasyonda bir artışa yol açması beklenmektedir. Ancak varlık fiyatlarına ilişkin elde edilen sonuç, söz konusu kanalın uzun vadeli faiz oranlarından önemli derecede etkilenirken, enflasyon üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu durum, varlık fiyatları kanalının işleyişinde servet etkisinin rolünün, Tobin Q teorisinden daha fazla olduğunu düşündürmektedir. Finansal sistemin yeterince gelişmediği gelişmekte olan ekonomilerde, hanehalkının finansal araçlara erişimi kısıtlı olacağından, tüketim harcamaları daha çok banka kredileri ile finanse edilmektedir. Nitekim son dönemdeki veriler de hanehalkının varlık portföyünde hisse senetleri ağırlığının artış eğiliminde olmasına rağmen, portföydeki büyümenin yarısının TL cinsinden tasarruf mevduatlarından kaynaklandığını göstermektedir. Türkiye’de finansal okuryazarlık oranının düşük düzeylerde olmasının da orta ve ileri yaşlı gelir gruplarının, tasarruflarında altın gibi yatırım araçlarını tercih etmesine ve dolayısıyla hisse senetlerinin portföydeki ağırlıklarının azalmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Türkiye’de finansal sistemin yapısı ve hanehalkının varlık portföyüne ilişkin tablonun, analizin varlık fiyatları kanalına ilişkin çıkarımları ile uyumlu olduğu söylenebilmektedir.

Türkiye’de incelenen dönemde üretim üzerinde en yüksek etkiye sahip olan parasal aktarım kanalı kredi kanalıdır ve analiz bulguları, bu etkinin daha ziyade bilanço kanalı üzerinden gerçekleşmiş olabileceğini düşündürmektedir. Enflasyon için elde edilen sonuçlar ise Türkiye’de enflasyon üzerinde en yüksek etkiye sahip olan parasal aktarım kanalının döviz kuru kanalı olduğunu göstermektedir. Bu iki sonuç birlikte değerlendirildiğinde, döviz kuru kanalının gerek doğrudan, gerek dolaylı olarak hem üretim hem de enflasyon üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda Merkez Bankasının para politikası kararlarının

belirlenmesi ve uygulanması aşamasında, döviz kurundaki değişiklikleri daha fazla dikkate alması önem arz etmektedir. Literatürde parasal aktarım mekanizmasını, DY (2012) Yayılma Analizi yöntemi ile inceleyen başka bir çalışmaya rastlanılmaması nedeniyle, elde edilen analiz bulgularından hareketle yapılan çıkarımların ihtiyatla değerlendirilmesi gerekmektedir.



## KAYNAKÇA

Afşar, B. (2010). *2001 Krizinden Sonra Türkiye'de İzlenen Makro Ekonomik Politikalar ve Bu Politikaların Dış Ticarete Olan Etkisi (Konya İli Örneği)*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Konya: Selçuk Üniversitesi.

Ağcaer, A. (2003). *Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma*. TCMB. Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Akbaş, Y. E., Zeren, F., & Özekicioğlu, H. (2013). Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Yapısal VAR Analizi. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(2), 187-198.

Akçay, M. A. (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*. DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Akkılıç, S. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye'de Döviz Kuru Kanalı*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Aklan, N. A., & Nargeleçekenler, M. (2008). Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39, 109-132.

Alparslan, M., & Erdönmez, P. A. (2000). Enflasyon Hedeflemesi. *Bankacılar Dergisi*(35), 14-41.

Alper, K., Kara, H., & Yörükoğlu, M. (2013, January). Reserve Options Mechanism. *Central Bank Review*(13), 1-14.

Alternatif Yatırım A.Ş. (2009). *31 Aralık 2009 İtibarıyla Yönetim Kurulu Faaliyet Raporu*. Alternatif Yatırım A.Ş.

Altınışık, İ., Çakmak, Y., & Usta, S. (2006, Aralık 9). Enflasyon Hedeflemesi Politikası ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. *Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi*(11), 89-103.

Andriuškevičiūtė, D., & Balčiūnas, N. (2013). The Monetary Policy of the European Central Bank in the Period of Sovereign Debt Crisis. *Ekonomika*, 92(2), 20-31.

Arat, K. (2003). *Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi*. TCMB. Ankara: TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Arıcan, E. (2005). Türkiye'de Çıpa Uygulamaları ve Sonuçları 1990-2004 Dönemi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, XX(1), 49-76.

Arslan, G. (2019). Varlık Fiyatları Kanalı İçerisinde Hisse Senedi Kanalınnın İşleyişi: Türkiye Uygulaması. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(16), 205-224.

Artar, O. (2010). *İktisadın Evrimsel Gelişiminde Parasal Yaklaşımlar ve Ekonometrik Bir Analiz*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Atılğan, M. H. (2016). Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 249-268.

Aydın, A. B. (2005). *Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması*. TCMB. Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Aydoğan, E. (2004). 1980'den Günümüze Türkiye'de Enflasyon Serüveni. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 11(1), 91-110.

Bakan, S., & Akçacı, T. (2015, Nisan). Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Ekonomisi için Beklenti Kanalı'nın Geçerliliği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(44), 68-78.

Başçı, E., & Kara, H. (2011). *Finansal İstikrar ve Para Politikası*. Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü. Ankara: TCMB.

BDDK. (2008, Ağustos). *ABD Mortgage Krizi*. Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı. BDDK.

Bean, C., Larsen, J., & Nikolov, K. (2002). Financial Frictions and The Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications. *The Eurosystem Monetary Transmission Network*. European Central Bank Working Paper Series.

Bernanke, B. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 18(1), 50-70.

Bernanke, B. (1994, August). The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. *NBER Working Paper Series*. National Bureau of Economic Research.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

Bernanke, B. S., Boivin, J., & Eliazs, P. (2005). Measuring The Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Aproach. *The Quarterly Journal of Economics*.

Bernanke, B., & Blinder, A. S. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *The American Economic Review*, 82(4), 901-921.

Beşballı, S. G. (2007). *Türkiye'de Kredi Kanalı'nın İşleyişi: VAR Modeliyle Bir Analiz*. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Binay, Ş., & Kunter, K. (1998). *Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997*. TCMB. Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü.

Bocutoğlu, E. (2012). *Karşılaştırmalı Makro İktisat Teoriler ve Politikalar*. Ankara: Murathan Yayınevi.

Büyükakın, F., Cengiz, V., & Türk, A. (2009). Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Döviz Kuru Kanalı'nın VAR Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 171-198.

Büyükakın, T., & Erarslan, C. (2004, 2). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18-37.

Camarero, M., Ordóñez, J., & Tamarit, C. R. (2002). Monetary Transmission in Spain: A Structural Cointegrated VAR Approach. *Applied Economics*, 34(17), 2201-2212.

Cambazoğlu, B. (2010). *Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Cambazoğlu, B., & Güneş, S. (2011). Monetary Transmission Mechanism in Turkey and Argentina. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 3(2), 23-33.

Cambazoğlu, B., & Karaalp, H. S. (2012). Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19(2), 53-66.

Canbaş, S., Doğukanlı, H., & Düzakın, H. (2004). Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57-73.

Canbay, Ş. (2018). Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler. *Fırat Üniversitesi Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2(1), 1-24.

Cecchetti, S. G. (1995, Mayıs/Haziran). Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism. *Review*, 83-97.

Cengiz, V. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Bir Analiz: Türkiye Örneği (1990-2006)*. Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Cengiz, V. (2008). Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 116-127.

CourThimann, P., & Winkler, B. (2013). *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures The Role of Institutional Factors and Financial Structure*. Frankfurt: European Central Bank.

Cukierman, A. (1996, January). *Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe*. Tilburg University.

Çakır, Z. (2012). *Türkiye'de Kredi Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi*. Yüksek Lisans Tezi, Bilecik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bilecik.

Çavuşoğlu, F. (2010). *Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği*. Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü. Ankara: TCMB.

Dalğar, H., Kalkan, A., & Kalkan, Y. (2012). Ekonomik Krizlerin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri: İngiltere-Türkiye Karşılaştırması. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(3), 75-98.

Danacı, M. C., & Ceyhan, M. (2010). Küresel Finansal Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ve Krizden Çıkış Politikaları. *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi*, (s. 1385-1401). Malatya.

Diaz, F. G. (1988). Monetary Policy and its Transmission Channels in Mexico. *Bank for International Settlements Policy Papers*, 155-180.

Diebold, F. X., & Yılmaz, K. (2009, August). Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, With Application to Global Equity Markets. *The Economic Journal*, 119(534), 158-171.

Diebold, F. X., & Yılmaz, K. (2012, January). Better To Give Than To Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28(1), 1-57.

Doğan, B. (2012). Geleneksel Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(33), 211-220.

Doğan, E. (2014). Küresel Kriz, Cari Açık ve Türkiye. *Türkiye Lisansüstü Çalışmalar Kongresi*, (s. 171-184). Sakarya.

Doğru, B. (2012). *Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye'de Enfasyon Hedeflemesi Örneği*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Doğru, H. (2002). *Menkul Kıymetleştirmenin Temel ve Hukuki Esasları; Yurt Dışı ve Türkiye Uygulamasının Karşılaştırılması*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul: İstanbul Üniversitesi.

Egert, B., & MacDonald, R. (2006). Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable. *MNB Working Papers*, 1-65.

Erarslan, C. (2003). *Para Politikasının Etkinliğine İlişkin Tartışmalar Bağlamında Alternatif Stratejilerin Karşılaştırılması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Erarslan, C. (2021). *Covid-19 Pandemi Krizi ile Mücadelede FED'in Uyguladığı Para Politikalarının Etkinliği*. Ankara: 4T Yayınevi.

Erçel, G. (1999, Aralık 9). *2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması*. 07 06, 2022 tarihinde TCMB: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8/baskan\\_ParaPol00.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8-m3fB7oF](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8/baskan_ParaPol00.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8-m3fB7oF) adresinden alındı

Erdem, A. (2009). *Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü*. 07 06, 2022 tarihinde Docplayer: <https://docplayer.biz.tr/606111-Menkul-kiymetlestirme-ve-kuresel-finans-krizindeki-rolu.html> adresinden alındı

Erdem, E. (2019). Türkiye Ekonomisi. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.

Erdoğan, A. (2012). *PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARININ İŞLEYİŞİ VE ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE UYGULAMASI*. Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Eren, A. (1999). *Türkiye'nin Ekonomik Yapısı ve Güncel Sorunlar*. Muğla: Muğla Üniversitesi.

Eren, B. (2021). Geleneksel Olmayan Para Politikası Aracı Olarak Zorunlu Karşılıklar: TCMB Örneği. N. Yılmaz (Dü.) içinde, *Covid-19 Pandemi Gölgesinde Uluslararası İşletmecilik, Finans, Ticaret Ve Sigortacılık (Teori, Uygulama Ve Tarihi Perspektif)* (s. 359-396). Ankara: Efe Akademi.

Erkan, B. (2003). *Türkiye'de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları*. Celal Bayar Üniversitesi , İktisat Doktora Programı. Manisa: CBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ertuğrul, C., İpek, E., & Çolak, O. (2010, Nisan 1). Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 8(13), 59-72.

Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013, January/February). Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW*, 95(1), 51-88.

FED. (2008c, November 25). *Federal Reserve Announces It Will Initiate a Program to Purchase the Direct Obligations of Housing-Related Government-Sponsored Enterprises and Mortgage-Backed Securities Backed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae*. 04 10, 2022 tarihinde Federal Reserve: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081125b.htm> adresinden alındı

FED. (2009, March 18). *FOMC Statement*. 04 10, 2022 tarihinde Federal Reserve: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090318a.htm> adresinden alındı

FED. (2010b, November 03). *FOMC Statement*. 04 10, 2022 tarihinde Federal Reserve: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20101103a.htm> adresinden alındı

FED. (2011, September 21). *Federal Reserve Issues FOMC Statement*. 04 10, 2022 tarihinde Federal Reserve: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm> adresinden alındı

FED. (2012, September 13). *Federal Reserve Issues FOMC Statement*. 04 10, 2022 tarihinde Federal Reserve: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm> adresinden alındı

Filiz, M. (2012). *TÜRKİYE'DE PARASAL GEÇİŞ MEKANİZMALARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE TEORİK VE AMPİRİK BİR İNCELEME*. Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

Friedman, M. (1969). *The Optimum Quantity of Money*. Chicago: American Economic Review.

Ganiyec, C., Atabaev, N., & Sulaymanova, B. (2014). Kırgızistan'da Parasal Aktarım Mekanizmalarının Var Analizi. *Manas Journal of Social Studies*, 3(1), 19-42.

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

Guillen, M. F. (2011). *The Global Economic and Financial Crisis: A Timeline*. United States: Lauder Institute: University of Pennsylvania.

Günbegi, F., & Karahan, Ö. (2021). Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Etkinliği. *Journal of Emerging Economies and Policy*, 6(2), 170-178.

Gür, E. T. (2003). *Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Hodson, D., & Quaglia, L. (2009). European Perspectives on the Global FinancialCrisis: Introduction. *Journal of Common Market Studies*, 47(5), 939-953.

Holtemöller, O. (2002). *Further VAR Evidence for The Effectiveness of A Credit Channel in Germany*. Berlin: SFB 373.

Hubbard, R. G. (1994, Aralık). Is There A "Credit Channel" For Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, 1-47.

Hülsewig, O., Mayer, E., & Wollmershäuser, T. (2005). *Bank Loan Supply and Monetary Policy Transmission in Germany: An Assessment Based on Matching Impulse Responses*. IFO Working Papers.

İnan, E. A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye. *Bankacılar Dergisi*(39).

Inflation Dynamics and Monetary Transmission in Turkey in the Targeting Regime. (2017). *Journal of Reviews on Global Economics*(6), 1-14.

İrez, S. (2020). *Finansal İstikrar ve Faiz Koridoru Üzerine Bir Analiz: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Edirne: Trakya Üniversitesi.

Kaçar, B. (2019). *Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması : Faiz Kanalı İşleyişi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz*. Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.

Kaderli, Y., & Küçükkaya, H. (2012). 2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(12), 85-96.

Kadioğlu, F., Kotan, Z., & Şahinbeyoğlu, G. (2001, Temmuz). *Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000*. TCMB.

Kalaycı, Ş. (2002). Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(2), 271-284.

Kamin, S., Turner, P., & Van't dack, J. (1998, Ocak). The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies. *BIS Policy Papers*(35), 5-65.

Kaplan, M. A. (2019). *2008 Küresel Finans Krizinin TCMB'nin Para Politikalarına Etkisi*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul: İstanbul Üniversitesi.

Kara, F. Z. (2009). *Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Para ve Maliye Politikaları ve Fiyat Düzeyi Mali Teorisi*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.

Kara, H. (2012, Haziran). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*. Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü. Ankara: TCMB.

Kara, H. (2021). Monetary Policy in the Covid era: The Turkish Experience. B. English, K. Forbes, & A. Ubide içinde, *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era* (s. 293-310). London: CEPR Press.

Kara, H. A. (2006, September). *Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting*. The Central Bank of The Republic of Turkey. Ankara: Research and Monetary Policy Department.

Kara, H., & Orak, M. (2008, Ekim). *Enflasyon Hedeflemesi*. TCMB, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü. TCMB.

Karabıyık, A., & Sarıçam, T. (2011). Zorunlu Karşılık Politikalarının Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(561), 25-40.

Karaca, O. (2010). *Para Politikası Aktarım Mekanizması ve 2001 Krizi Sonrası Türkiye Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Karaş, Z. (2016). *Finansal Krizler Karşısında Merkez Bankalarının Tutumu: Karşılaştırmalı Bir Analiz*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi.

Karataş, M. (2000). 1990 Sonrası Türkiye'de Uygulanan Para Programları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), 131-153.

Karayazı, M. (2004). *Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Makroekonomik Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karamanmaraş.

Kartal, F. (2011, Nisan). Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü. *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, 25(91), 77-100.

Kasapoğlu, Ö. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Katı, E. (2014). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi ve Türkiye Örneği: VAR Modeli Çerçevesinde Ampirik Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırklareli.

Kaya, H. (2017). *Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Kredi ve Döviz Kuru Kanallarının VAR Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.

Kaytancı, B. G. (2008). Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(1), 11-25.

Kesebir, M. (2018). 2008 Küresel Finansal Kriz ve Bu Krizin Türkiye'deki Ekonomik Göstergelere Etkisi. *Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(4), 531-538.

Kesriyeli, M. (1997). *1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*. TCMB. Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü.

Kılavuz, E., Topcu, B. A., & Tülüce, N. S. (2011). Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz. *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(30), 83-109.

Kılcı, E. N. (2012). Avrupa Merkez Bankası'nın Finansal Krizdeki Rolü. *21. Yüzyılda Eğitim ve Toplum Dergisi*, 1(1), 163-174.

Korap, H. L. (2011). *Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Uygulanan Para Politikaları Bağlamında Enflasyonist Sürecin İncelenmesi: Ekonometrik Bir Deneme*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul: İstanbul Üniversitesi.

Kuzucu, S. (2022). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Covid-19 Pandemisine Karşı Para Politikasının Bir Değerlendirmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*(Covid-19 Özel Sayısı), 265-279.

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-491.

Labonte, M. (2015). *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*. Congressional Research Service.

Lensink, R., & Sterken, E. (2002). Monetary Transmission and Bank Competition in the EMU. *Journal of Banking & Finance*, 26(11), 2065-2075.

Loayza, N., & Schmidt-Hebbel, K. (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanism: An Overview. N. Loayza, & K. Schmidt-Hebbel içinde, *Monetary Policy: Rules and Transmission* (Cilt 4, s. 1-20). Central Bank of Chile.

(2012). *Lost in Transmission? The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the GCC Countries*. International Monetary Fund.

Mehrotra, A. N. (2005). *Exchange and Interest Rate Channels During a Deflationary Era - Evidence from Japan, Hong Kong and China*. BOFIT Discussion Paper.

Meng, X. (2006). Say's Law and the Business Cycles. *Annals of Economics and Finance*, 7(2), 295-319.

Micossi, S. (2015). *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*. College of Europe in Bruges, Department of European Economics Studies. Rome: Bruges European Economic Policy Briefings.

Mishkin, F. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.

Mishkin, F. (1996, Şubat). The Channels of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, 1-29.

Mishkin, F. (1999). International Experience with Different Monetary Policy Regimes. National Bureau of Economic Research.

Mishkin, F. (2001, Aralık). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. *NBER WORKING PAPER SERIES*.

Mishkin, F. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (7 b.). ABD.

Montoro, C., & Moreno, R. (2011, March). *The Use of Reserve Requirements As a Policy Instrument in Latin America*. Bank for International Settlements.

Mukhtarov, S. (2018). Azerbaycan Örneğinde Döviz Kuru Kanalinın İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. *Journal of Baku Engineering University*, 145-149. <http://hdl.handle.net/20.500.12323/4547> adresinden alındı

Mukhtarov, S., Mikayılov, C., & Mammadov, Z. (2016). Azerbaycan'da Banka Kredi Kanalinın İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*(56), 475-488.

Neely, J. C. (2014). Lessons From the Taper Tantrum. *Economic SYNOPSES*(2).

Neumann, M. (2002, Aralık). Transparency in Monetary Policy. *Atlantic Economic Journal*, 30(4), 353-365.

Norrbin, S. (2000). What Have We Learned From Empirical Tests of the Monetary Transmission Effect? *Sveriges Riksbank Working Paper Series*(121).

Occhino, F. (2015). *The 2012 Eurozone Crisis and the ECB's OMT Program: A Debt-Overhang Banking and Sovereign Crisis Interpretation*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Oktay, E. (1994). 5 Nisan Kararlarının Değerlendirilmesi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 4(12), 35-40.

Orhan, O. Z., & Erdoğan, S. (2007). *Para Politikası*. Ankara: Yazıt Yayın Dağıtım.

Öçal, T. (2005). *Türkiye Ekonomisi*. Ankara: Savaş Yayınevi.

Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara: TCMB.

Örnek, İ. (2009). Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi. *Maliye Dergisi*(156), 104-125.

Örnek, İ., & Uğur, B. (2014). 2008 Küresel Krizinin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerin Para Politikalarına Yansımaları. *International Conference in Economics* (s. 1-30). Prague: Econworld2014.

Özatay, F. (2013b). *Finansal Krizler ve Türkiye* (4. b.). İstanbul: Doğan Kitap.

Özer, T. C. (2011). *Türkiye’de 1980-2010 Arası Uygulanan Döviz Kuru Politikaları*. Yüksek Lisans Tezi, Maltepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Pattipeilohy, C., van den End, J. W., Tabbae, M., Frost, J., & de Haana, J. (2013). *Unconventional Monetary Policy of the ECB During the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Peker, O., & Canbazoglu, B. (2011). Türkiye’de Banka Kredi Kanalinin İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 18(2), 127-143.

Polat, M. A. (2018). Küresel Finans Krizinin Nedenleri. *Al-Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 177-195.

Quispe-Agnoli, M. (2001). Monetary Policy Alternatives for Latin America. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 86(3), 1-11.

Razmi, F., Azali, M., Chin, L., & Habibullah, M. S. (2015). *The Effects of Oil Price And US Economy on Thailand's Macroeconomy: The Role of Monetary Transmission Mechanism*. Munich Personal RePEc Archive.

Romer, C. D., & Romer, D. H. (1993). Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism. *NBER Working Papers*, 71-116.

Ryan, J. (2012). *The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation*. Berlin: Research Division EU Integration Stiftung Wissenschaft and Politik German Institute for International and Security Affairs.

Sarı, A. (2007). Faiz Kanalı Yoluyla Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmalarının İşlerliği. *Akademik Fener Dergisi*, 5(8), 15-21.

Schreft, S. L. (1990). Credit Controls: 1980. (November-December), 25-55.

Selçuk, B., & Yılmaz, N. (2008). Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye'ye Etkileri. *Uluslararası Finans Sempozyumu* (s. 335-354). İstanbul: Marmara Üniversitesi.

Sellon, G. H. (2002, Q1). The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 87(Q1), 5-35.

Sever, H. (2019). *Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği: Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.

Seyrek, İ., Duman, M., & Sarıkaya, M. (2004). Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(1), 201-212.

Sims, C. A. (1992). Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy. *European Economic Review*, 36(5), 975-1000.

Smets, F., & Wouters, R. (1999). The Exchange Rate and The Monetary Transmission Mechanism in Germany. *General Equilibrium and Monetary Transmission*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Sözer, Ç. (2013). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara: Başkent Üniversitesi.

Sun, L., Ford, J. L., & Dickinson, D. G. (2010). Bank Loans And The Effects of Monetary Policy in China: VAR/VECM Approach. *China Economic Review*, 21(1), 65-97.

Süslü, B., & Bekmez, S. (2010). Türkiye'de Zaman Tutarsızlığının ARDL Yöntemi İle İncelenmesi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 4(2), 85-110.

Şahin, Ö. (2021). *Covid-19 Pandemi Sürecinde Merkez Bankaları Politikalarının Karşılaştırmalı Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Batman Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Batman.

Şıklar, İ. (1992). Beklenen Ekonomi Politikasının Etkinsizliği ve Gelişmekte Olan Ülkeler. *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, X(1-2), 65-85.

Taş, D. (2006). *Parasal Aktarım Mekanizması ve VAR Analizi ile Türkiye Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Taş, S., Örnek, İ., & Utlı, S. (2012). Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(1), 53-74.

Taşkın, S. (2015). *Türkiye'de Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.

Taylor, J. B. (2000). Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms. *European Economic Review*, 44(7), 1389-1408.

TCMB. (1984). *1983 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1985). *1984 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1986). *1985 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1991). *1990 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1992). *1991 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1993). *1992 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1995). *1994 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (1999). *1998 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2000). *1999 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2001a). *2000 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2001b). *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*. Ankara: TCMB.  
Şubat 28, 2022 tarihinde <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/program>  
adresinden alındı

TCMB. (2002a). *2001 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2002b, Ocak 2). 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler. Ankara.

TCMB. (2003). *2002 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2004). *2003 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2005). *2004 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2006a). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2006b). *Enflasyon Raporu 2006-I*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2006c). *2005 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2006d, Aralık 13). 2007 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara: TCMB.

TCMB. (2008, Aralık 16). 2009 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara: TCMB.

TCMB. (2009a). *2008 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2009b). *Enflasyon Raporu 2009-II*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2010a). *2009 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2010b, Nisan 14). *Para Politikası Çıkış Stratejisi*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2010c, Aralık 21). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara: TCMB.

TCMB. (2012a, Aralık). Aralık 2012 Bülten. (28). Ankara: TCMB.

TCMB. (2012b, Aralık 25). 2013 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara: TCMB.

TCMB. (2012c). *2011 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2013). *Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2013a). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Ağustos 20, 2021 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: <https://www.tcmb.gov.tr/> adresinden alındı

TCMB. (2013b, Aralık). Aralık 2013 Bülten. (32). Ankara: TCMB.

TCMB. (2013c). *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2013d). *2012 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2013e, Kasım). Finansal İstikrar Raporu. (17). Ankara: TCMB.

TCMB. (2016). *Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2020). *2021 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2021). *Enflasyon Raporu 2021-IV*. Ankara: TCMB.

Telatar, E. (2002). *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?* Ankara: İmaj Yayınevi.

TOBB. (2005). *2004 Yılı Ekonomik Rapor*. 60. Genel Kurul. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği.

TOBB. (2020). *2020 Ekonomik Rapor*. TOBB Yayınları.

Tokgöz, E. (2009). *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-2009)*. Ankara: İmaj Yayınevi.

Tonus, Ö. (2007). Gümrük Birliği Sonrasında Türkiye’de Dışa Açıklık ve Sanayileşme. *Sosyal Bilimler Dergisi*(17), 193-214.

TSPAKB. (2007, Mayıs). Türkiye Ekonomisi 2006 Yıllık Rapor. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

TSPAKB. (2008, Mayıs). Türkiye Ekonomisi 2007 Yıllık Rapor. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

TSPAKB. (2009, Mayıs). Türkiye Ekonomisi 2008 Yıllık Rapor. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

TSPAKB. (2010, Mayıs). Türkiye Ekonomisi 2009 Yıllık Rapor. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

TSPAKB. (2011, Mayıs). Türkiye Ekonomisi 2010 Yıllık Rapor. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.

Tunalı, H., & Yalçınkaya, Y. (2016). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 66, 61-111.

Tunçay, C. M., & Gökçe, A. (2020). Yatırımların Q Teorisi ve Konut Yatırımları: Türkiye’de Konut Yatırımları Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 55(4), 2619-2631.

Turgutlu, E. (2004). Fisher Hipotezinin Tutarlılığının Testi: Parçalı Durağanlık ve Parçalı Koentegrasyon Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2), 55-74.

TÜSİAD. (2001, Aralık). Türkiye Ekonomisi 2001. *Yayın No; TÜSİAD/2001-12-316*. İstanbul: Lebib Yayınları.

Uğur, B. (2015). *Küresel Kriz Yönetiminde Para Politikalarının Etkinliği*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kahramanmaraş: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi.

Variçli, E. (2011). *Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Ekonomisi için Banka Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Bir İnceleme: Teori ve Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Vatansever, N. (2000, Güz). Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 259-274.

Viphindartin, S., Saleh, M., & Prestianawati, S. A. (2019). Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Achieving the Ultimate Goals of ASEAN-3. *23rd Asian Forum of Business Education*. 144, s. 452-458. *Advances in Economics, Business and Management Research*.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü. Ankara: TCMB.

Yalçın, E. (2018). *Küresel Kriz Sonrası Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği*. Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.

Yalçın, E., & Gürel, S. P. (2020). Küresel Kriz Sonrası Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği. *Journal of Yasar University*, 15(59), 444-460.

Yaman, N. (2018). *Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği*. Yüksek Lisans Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.

Yay, G. (2001). Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm. *Liberal Düşünce Dergisi*(24), 196-207.

Yeni Para Politikası Arayışları Bağlamında Parasal Aktarım Mekanizması Faiz Kanalının İşleyişi: Türkiye ve Endonezya Ülke Örnekleri. (2018). *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 14(3), 601-624.

Yeter, F. (2017). *2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Para Politikası Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme*. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Tokat: Gaziosmanpaşa Üniversitesi.

Yiğit, N. (2009). *Türkiye'de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi*. Ankara: TC Maliye Bakanlığı ve Strateji Geliştirme Başkanlığı.

Yıldırım, E., Lopcu, K., Çakmaklı, S., & Özkan, Ö. (2010). Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 10(4), 1269-1277.

Yılmaz, C. (2012). *Türkiye'de Enflasyon Beklentilerini Belirleyen Makroekonomik Unsurlar*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.

Yılmaz, C. (2018). İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Küresel Finans Krizine Etkisi ve Krizin Derinleşmesindeki Rolü. *14.Ulusal İşletmecilik Kongresi*. Ardahan: Ardahan Üniversitesi.

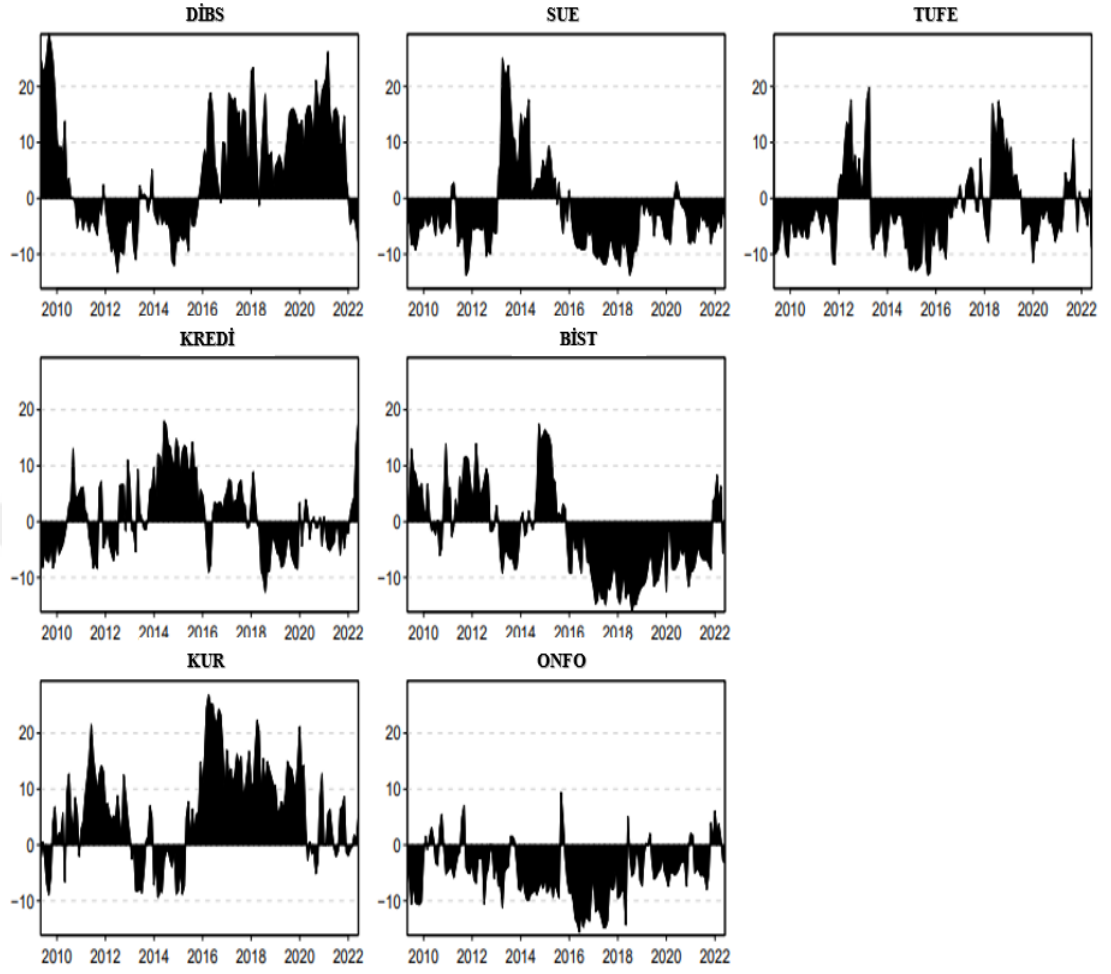
Yılmaz, H. (2011, Temmuz). Menkul Kıymetleştirme Şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac Nasıl Kurtarılabılır. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41-62.

Yurtkur, A. K., & Yalçın, E. E. (2020). Türkiye Açısından Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının SVAR Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 16(4), 745-761.



**EKLER**

## EK 1: Net Şoklar



## EK 2: Net İkili Şoklar

