

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇERİSİNDE

VARLIK FİYATLARI KANALININ İŞLEYİŞİ:

TÜRKİYE UYGULAMASI

Yüksek Lisans Yeterlilik Tezi

Gözde Işkın

Eskişehir, 2017

**PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇERİSİNDE
VARLIK FİYATLARI KANALININ İŞLEYİŞİ:
TÜRKİYE UYGULAMASI**

Gözde Işkın

YÜKSEK LİSANS YETERLİLİK TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

DANIŞMAN:

Prof. Dr. İLYAS ŞIKLAR

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Mayıs, 2017

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Gözde İŞKİN'in "Parasal Aktarım Mekanizması İçerisinde Varlık Fiyatları Kanalının İşleyişi: Türkiye Uygulaması" başlıklı tezi 01 Haziran 2017 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İktisat Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR

Üye : Doç.Dr.Burhan DOĞAN

Üye : Yrd.Doç.Dr.Taner SEKMEN

Prof.Dr.Kemal YILDIRIM
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇERİSİNDE VARLIK FİYATLARI KANALININ İŞLEYİŞİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Gözde Işkın

Yüksek Lisans, İktisat Ana Bilim Dalı

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Tez Danışmanı: Prof. Dr. İlyas Şıklar

Mayıs, 2017

Bu çalışmanın ana amacı parasal aktarım mekanizması içerisinde varlık fiyatları kanalının Türkiye’de teori ile eş değer ilerleyip ilerlemediğini incelemektedir. Çalışmanın ikinci kısmında parasal aktarım mekanizması kanalları incelenmiştir. Mekanizmayı daha iyi incelemek amacıyla faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı açıklanmıştır. Çalışmanın asıl amacını oluşturan varlık fiyatları kanalı üçüncü kısımda açıklanmıştır. Dördüncü kısımda ise varlık fiyatları kanalının Türkiye’deki tarihsel gelişimi ve Türkiye verileri aracılığı ile gerçekleştirilen ekonometrik analiz yer almaktadır. Bu anlamda 2002: Ocak – 2016: Ekim dönemine ilişkin Türkiye verilerini kullanarak tahmin edilen modelde Johansen eş bütünleşme testi ve Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Para arzı, faiz oranı, hisse senedi fiyatları, yatırım hacmi ve üretim hacmi gibi değişkenler kullanılarak bu değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Bu anlamda etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen sonuçlara göre Türkiye’de modelin teori ile eş değer bir şekilde işlediği gözlemlenmiştir.

Anahtar kelimeler: Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları, Varlık Fiyatları Kanalı, Vektör Hata Düzeltme Modeli

JEL Kodları: E10, E44, E52

ABSTRACT

OPERATION OF ASSET PRICE CHANNEL WITHIN THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: THE TURKISH CASE

Gözde Işkın

MA, Department of Economics
Social Sciences Institute

Supervisor: Prof. Dr. İlyas Şıklar

May, 2017

The main objective of this study is to examine whether the asset price channel in the operation of monetary transmission mechanism is equivalent to the theory in Turkey. In the second part of the study, the channels of the monetary transmission are examined. In order to analyze the transmission mechanism, interest rate channel, asset price channel, exchange rate channel, credit channel and expectations channel are shortly reviewed. The asset price channel that constitute the main purpose of the study is explained in the third part. The fourth part concerns the historical development of the asset price channel in Turkey and the econometric analysis obtained through the data concerning Turkey. This study was empirically examined the asset price channel by using monthly data for 2002: January - 2016: October period for Turkey. The estimation methodology consists of Johansen cointegration test and Vector Error Correction Model. The variables such as money supply, interest rate, stock prices, investment volume and production volume are used and the relations between these variables are examined. Obtained impulse-response functions reveal the fact that there is an equivalence between the theory and the Turkish case.

Keywords: Monetary Transmission Mechanism Channels, Asset Price Channel, Vector Error Correction Model

JEL Codes: E10, E44, E52

ÖNSÖZ

Bu çalışma parasal aktarım mekanizması kanalları içerisinde varlık fiyatları kanalının teori ile Türkiye verilerinden elde edilen modelin eş değeri olup olmadığını incelemek amacıyla hazırlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda yardımlarını esirgemeyen değerli danışmanım Prof. Dr. İlyas Şıklar'a katkılarından dolayı teşekkürü bir borç biliyorum.

Gözde Işkın

Mayıs, 2017

Eskişehir

01/06/2017

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalardan bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilemeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmamın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programı”yla tarandığımı ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Gözde Işkın

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
BAŞLIK SAYFASI.....	i
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLOLAR DİZİNİ.....	x
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xi
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1.PARASALAKTARIMMEKANİZMALARI.....	3
1.1. Faiz Kanalı.....	14
1.2. Varlık Fiyatları Kanalı.....	21
1.3. Döviz Kuru Kanalı.....	21
1.3.1. Net ihracat üzerine döviz kuru etkileri.....	22
1.3.2. Bilançolar üzerinde döviz kuru etkileri.....	23
1.4. Kredi Kanalı.....	24

1.4.1. Banka kredi kanalı.....	26
1.4.2. Bilanço kanalı.....	28
1.4.3. Nakit akımı kanalı.....	28
1.4.4. Beklenmeyen fiyat seviyesi kanalı.....	29
1.4.5. Likidite etkisi.....	29
1.5. Beklentiler Kanalı.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

2. VARLIK FİYATLARI KANALI.....	32
2.1. Literatür Taraması.....	37
2.2. Hisse Senedi Kanalı.....	40
2.2.1. Tobin q teorisi.....	43
2.2.2. Servet etkisi kanalı.....	45
2.3. Arazi, Konut ve Emlak Fiyatları Kanalı.....	49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE’DE VARLIK FİYATLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ ve TÜRKİYE UYGULAMASI.....	55
3.1. Türkiye’de Varlık Fiyatlarının Tarihsel Gelişimi.....	55
3.2. Ekonometrik Analiz.....	59
3.2.1. Veri seti ve metodoloji.....	59
3.2.2. Birim kök test sonuçları.....	63
3.2.3. Eş bütünleşme test sonuçları.....	65

Sayfa

3.2.4. Etki-tepki fonksiyonu sonuçları.....	67
3.2.4.1. M1 para arzı için etki-tepki fonksiyonları.....	67
3.2.4.2. M2 para arzı için etki-tepki fonksiyonları.....	70
4. SONUÇ.....	73
KAYNAKÇA.....	76
ÖZGEÇMİŞ	

TABLolar DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. İstatistik Özellik Tabloları.....	63
Tablo 2. Birim Kök Test Sonuçları.....	64
Tablo 3. Johansen Eş-Bütünleşme Test Sonuçları (M1 Modeli).....	66
Tablo 4. Johansen Eş-Bütünleşme Test Sonuçları (M2 Modeli).....	66

ŞEKİLLER DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1.1. Klasik Parasal Aktarım Mekanizması.....	6
Şekil 1. 2. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması.....	8
Şekil 1.3. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması.....	10
Şekil 1. 4. Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması.....	12
Şekil 1.5. Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi.....	14
Şekil 1.1.1. Faiz Oranı Kanalının Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkisi.....	16
Şekil 3.1.1. KFE ve Birim Fiyat.....	57
Şekil 3.1.2. KFE Yıllık Yüzde Değişim.....	57
Şekil 3.1.3. YKFE.....	58
Şekil 3.1.4. KFE Yıllık Yüzde Değişim.....	58
Şekil 3.2.1.1. M1 ve M2 Para Arzı.....	61
Şekil 3.2.1.2. Kredi Faiz Oranı.....	61
Şekil 3.2.1.3. Borsa İstanbul 100 İndeksi.....	61
Şekil 3.2.1.4. Yatırım Hacmi.....	61
Şekil 3.2.1.5. Sanayi Üretim İndeksi.....	62
Şekil 3.2.4.1.1. Kredi Faiz Oranlarının M1 Para Arzına Tepkisi.....	68
Şekil 3.2.4.1.2. Borsa İstanbul 100 İndeksinin Kredi Faiz Oranlarına Tepkisi.....	68
Şekil 3.2.4.1.3. Yatırım Hacminin Borsa İstanbul 100 İndeksine Tepkisi.....	69
Şekil 3.2.4.1.4. Üretim Hacminin Yatırım Hacmi Oranlarına Tepkisi.....	70

Şekil 3.2.4.2.1. Kredi Faiz Oranlarının M2 Oranlarına Tepkisi.....	71
Şekil 3.2.4.2.2. Borsa 100 İndeksinin Kredi Faiz Para Arzına Tepkisi.....	71
Şekil 3.2.4.2.3. Yatırım oranlarının Borsa 100 İndeksine Tepkisi.....	71
Şekil 3.2.4.2.4. Üretim Hacminin Yatırım Oranlarına Tepkisi.....	71

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

AD	: Toplam Talep
BIST	: Borsa İstanbul 100 İndeksi
C	: Tüketim Harcamaları
E	: Döviz Kuru
H	: Konut Harcamaları
I	: Yatırım Miktarı
INV	: Yatırım Hacmi
INT	: Kredi Faiz Oranı
IPI	: Sanayi Üretim İndeksi
i	: Faiz Oranı
i_r	: Reel Faiz Oranı
KFE	: Konut Fiyat Endeksi
L	: Bankaların Kredi Vermesi, Borç Verme
M	: Para Miktarı
M^E	: Beklentiler
M^S	: Para Arzı
NW	: Net Değer
NW_b	: Banka Bilançoları
NX	: Net İhracat
P	: Belli bir dönemdeki bütün mübadelelerin ortalama değeri
P_e, P^S	: Hisse Senedi Fiyatı

P^e	: Beklenen Fiyat Düzeyi
P_h	: Konut Fiyatı
P_r	: Emlak Fiyatı
Q	: Çıktı Düzeyi
SP	: Hisse Senedi Fiyatları
T	: Belli bir dönemdeki bütün mübadelelerin sayısı
V	: Paranın Dolaşım Hızı
Y	: Reel Çıktı Düzeyi
$YKFE$: Yeni Konut Fiyatları Endeksi
W	: Hane Halkı Serveti
π^e	: Beklenen Enflasyon Oranı

Giriş

Ekonomi tarihine bakıldığında yaşanan küresel krizlerin bu tarihsel süreç ve ekonomik karar alma davranışları üzerine olan etkileri rahatlıkla gözlemlenebilir. Günümüze kadar gelinen bu ekonomik süreçte yaşanan küresel krizler, ekonomi politikalarını etkilemiş ve nihayetinde günümüzde uygulanan politikaların temelini oluşturmuştur. Bu düşünce kapsamında uygulanan politikaları geleneksel ve modern yaklaşımlar olarak iki başlık altında incelemek faydalı olacaktır. Geleneksel yaklaşımlar Klasik ve Keynesyen yaklaşımların görüşlerini içerirken modern yaklaşımlar ise Monetarist, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyenlerin görüşlerini içermektedir.

1929 Büyük Buhran'a kadar etkinliğini gösteren Klasik yaklaşıma göre fiyat ve ücretler esnek olduğu için tam istihdam dengesi, nispi fiyat değişiklikleri aracılığıyla sağlanır. Bu sebeple para ve maliye politikası uygulamaları gereksizdir. Eğer bir politika uygulanması gerekiyorsa bu sadece para politikası olmalıdır görüşüyle birlikte paranın miktar teorisi ve paranın yansızlığını savunmaktadırlar. Paranın dolaşım hızının ve milli gelirin sabit olduğu varsayımı altında parasal değişikliklerin reel ekonomi üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Fakat Klasikler tarafından desteklenen bu düşünceler 1929 Büyük Buhranı'nı açıklamakta yeterli olamamıştır (Kadı, 2014, s. 2).

Yaşanan bu krizle birlikte iktisadi düşüncede maliye politikalarının ekonomik faaliyeti etkilemekte para politikalarından daha etkili olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. John Maynard Keynes'in öncülüğünde şekillenen bu yaklaşım, politika yapıcılar tarafından kabul görmüş enflasyon, işsizlik ve üretim daralması gibi sorunların önlenmesinde 1970'li yıllara kadar oldukça başarılı olmuştur. Keynesyen yaklaşım maliye politikasına önem verirken para politikasını tamamen devre dışı bırakmamıştır. Para politikası uygulamaları faiz oranlarını etkileyebildiği ölçüde talep üzerine etkili olacaktır görüşünü desteklemişlerdir. Fakat bu yaklaşım 1973 petrol krizini açıklamak konusunda başarısız olmuştur. Bu kapsamda modern yaklaşımlar petrol krizini ve stagflasyon olgusunu başarılı bir biçimde açıklamışlardır.

1960'lı yıllarda "Parasalıcılar" olarak adlandırılan başta Milton Friedman olmak üzere bir grup iktisatçı para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklamanın yetersiz olduğunu ve

para politikasının faiz oranları dışında birçok kanalla toplam talebi etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Monetarist iktisatçılara göre para arzındaki değişiklikler ilk olarak ekonomik aktivite düzeyini etkiler. Monetarist iktisatçılar Keynesyen iktisatçıların aksine para ve para politikasının iktisadi faaliyet düzeyinin belirlenmesinde önemli bir işleve sahip olduğunu iddia etmektedir. Monetarist iktisatçılara göre para arzındaki değişiklikler hasıla, istihdam ve fiyatlar düzeyinin belirlenmesinde en önemli faktördür. Monetarist iktisatçılar paranın dolanım hızının da istikrarlı olduğunu kabul ederler (Orhan ve Erdoğan, 2008, s. 193). Monetaristlere göre para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarı olmalıdır ve bu hedefe ulaşmak için merkez bankaları ise açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar, reeskont oranları gibi çeşitli para politikası araçlarını kullanmaktadırlar.

Modern yaklaşımlardan bir diğeri olarak kabul edilen Yeni Klasik İktisatçılar iktisadi istikrarın sağlanmasında aktivist iktisat politikası uygulamalarına şiddetle karşı çıkmaktadırlar. Onlara göre aktivist politikalar, toplam hasıla düzeyi üzerinde kısa dönemde bile etkili olamaz. Tam aksine, bu tür politikalar ekonomide belirsizlik ortamı ile birlikte hasıla düzeyinin doğal oranından sapmasına yol açar. Ayrıca önemle belirtmek gerekir ki, para politikasının kısa dönemde bile etkili olmadığına varsayılması neticesinde, para politikalarını uygulayacak bir kurumun varlığına olan gereksinim de ortadan kalkmaktadır. Bu durumda merkez bankalarının sorumluluğu, para politikasını uygulamadan ziyade, para stokunun kontrolü ile sınırlı olacaktır (Orhan ve Erdoğan, 2008, s. 211).

Yeni Keynesyen iktisatçılara göre beklenen iktisat politikası uygulamaları, toplam hasıla düzeyini etkilemektedir. Örneğin Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla para arzını arttırması, toplam talebin artmasına neden olacaktır. Bu da toplam arzın yükselmesine yol açar. Yeni Keynesyenler, Yeni Klasik iktisatçılardan farklı olarak beklenen politikaların hasıla düzeyi üzerinde etkili olabileceğini ileri sürmektedir. Ayrıca piyasada fiyatların ve ücretlerin yapışkan olduğunu da savunmaktadırlar (Orhan ve Erdoğan, 2007, s. 212-221).

Küresel krizlerin eşlik ettiği bu tarihsel süreçte ekonomik aktiviteyi sağlamak amacıyla çeşitli politika uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Uygulanan bu politikalar kapsamında parasal aktarım mekanizması ve bu mekanizma içerisinde var olan varlık fiyatları kanalının etkinliği ilerleyen bölümlerde açıklanacak ve Türkiye modeli

üzerinde incelemeler gerçekleştirilecektir. Bu çalışma kapsamında gerçekleştirilen son bölümde ise Türkiye’de gerçekleşen parasal aktarım mekanizması içerisinde varlık fiyatları kanalının etkin olup olmadığı Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) çerçevesinde incelenerek bu kanalın Türkiye’de etkin bir şekilde işleyip işlemediği gözlemlenmiş olacaktır. Yapılan bu gözlemlerin nihayetinde bu kaynaklardan yararlanmak amacıyla olan karar vericiler kriz dönemlerinde Türkiye’de varlık fiyatları kanalının teori bilgisi ile eş değeri ilerleyip ilerlemediğini gözlemlene fırsatını bulacaklardır. Yani diğer bir deyişle Türkiye’de bulunan karar vericiler kırılma yaşanan dönemlerde varlık fiyatları üzerinde bir karara varmak istediklerinde teori bilgilerinden yola çıkarak hareket edip etmeyeceklerini bu çalışma aracılığı ile gözlemleyebileceklerdir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

Günümüzde pek çok merkez bankası enflasyonla mücadeleyi ve bu kapsamda fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi temel hedef olarak benimsemekte ve para politikası araçlarını kullanarak bu hedeflere ulaşmayı amaçlamaktadır. Para politikası araçlarına yönelik alınan kararların enflasyon üzerindeki etkisi ise ‘‘parasal aktarım mekanizması’’ yoluyla gerçekleştirilmektedir. Aktarım mekanizması üretim, tüketim ve istihdam gibi reel ekonomik aktiviteleri para politikası araçlarıyla etkileyen mekanizmadır ve para politikasına ilişkin alınan kararların reel ekonomi ve fiyatları hangi kanallar üzerinden ne kadar bir gecikmeyle ve ne ölçüde etkilediğini ifade etmektedir. Süreç, para politikası araçlarındaki değişimle başlamaktadır ve bu değişimlerin reel ekonomi ve fiyatlara yansımaları ile son bulmaktadır.

İktisadi literatürde parasal aktarım mekanizmasına yönelik araştırmaların artmasıyla birlikte bu konuya olan yaklaşımlarda da farklılıklar gözlemlenmiştir. Mishkin (1995)’e göre para politikası reel ekonomi ve fiyatları çeşitli kanallar üzerinden etkilemektedir. Mishkin’e göre bu kanallar; faiz kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalı olarak tanımlanmıştır. Bernanke ve Gertler (1995) tarafından yapılan araştırmada kara kutu olarak nitelendirilen aktarım mekanizması, bazı görüşler tarafından ise beklentiler kanalı da eklenerek yeniden araştırılmıştır.

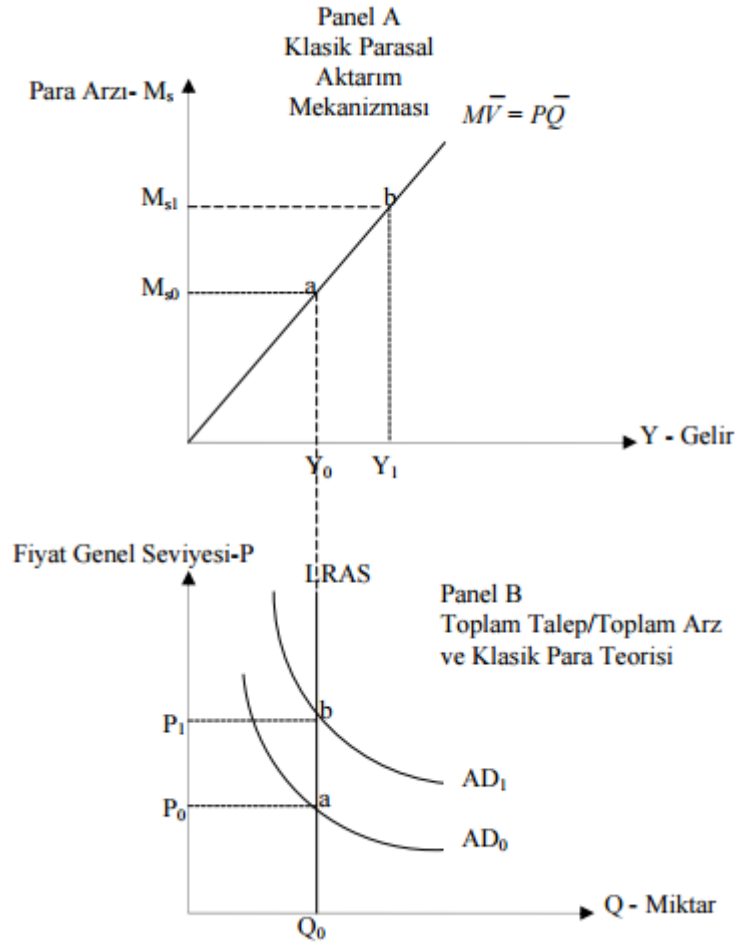
Klasik ekonomistler paranın mübadele ilişkisini kolaylaştırmak dışında bir rolü olmadığını ve reel değişkenler üzerinde bir etkisi olmadığını varsaymaktadır. Ekonomideki fiyat düzeyi ise tamamen piyasadaki para miktarı tarafından belirlenmektedir. Paranın bu şekilde reel değişkenler üzerinde etkisinin olmaması durumuna paranın yansızlığı denmektedir. Klasik teorinin para arzı ile fiyat seviyesini ilişkilendiren yaklaşımı paranın miktar teorisi olarak bilinmektedir. Miktar teorisinin iki farklı türü vardır. Bunlardan birisi Fisher yaklaşımı diğeri de Chambridge yaklaşımıdır. Fisher’in geliştirdiği yaklaşımında belli bir dönemde ekonomide gerçekleşen tüm mübadelelerin parasal değerinin para arzı ile paranın kaç kez el değiştirdiğini gösteren dolaşım hızının çarpımına eşittir. Bu durum bir denklem ile ifade edilecek olursa;

$$M.V = P.T \quad (1.1)$$

şeklinde ifade edilirdi.

Belli bir dönemdeki bütün mübadelelerin sayısı T, bu mübadelelerin ortalama değeri P, para miktarı M ve paranın dolaşım hızı V olarak ifade edilir. Bazı durumlarda T olarak ifade edilen mübadelelerin sayısı Q olarak da kabul edilir. Bu değer ise ekonomideki toplam çıktı miktarı olarak ifade edilir. Klasik ekonomistler olağan zamanlarda ekonominin tam istihdam seviyesinde olacağını kabul ederler. Yani kısa vadede para arzındaki bir değişime üretim düzeyinin hemen yanıt veremeyeceğini kabul eden Klasik ekonomistler paranın dolaşım hızı ve üretim seviyesini kısa dönemde sabit olarak kabul ederler. Bu durumda özdeşlik fiyat düzeyini doğrudan para miktarına bağlamaktadır. Ekonomide para miktarı hangi oranda artarsa fiyat düzeyi de aynı oranda artacaktır. Para arzındaki bir değişim ekonomiyi doğrudan etkilemektedir. Klasik düşünceye göre, para arzındaki değişimler fiyatlar genel düzeyini toplam harcama kanallarında değişikliğe yol açarak etkilemektedir.

Klasik miktar teorisine göre uzun vadede yansız olan parasal değişimler ekonominin sadece reel kesimini değil fiyat düzeyini de etkilemektedir. Fisher denklemi olarak da bilinen paranın miktar teorisi Klasik teorinin parasal aktarım mekanizması görüşünü açıklamakta kullanılmaktadır.



Şekil 1.1. Klasik Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: Cambazoğlu, 2010, s.9

Şekil 1.1 yardımıyla açıkladığımız Klasik parasal aktarma mekanizmasında Panel A kısmı parasal değişimlerin GSYİH üzerindeki etkilerini incelerken Panel B kısmı ise bu değişimlerin reel çıktı üzerine etkilerini incelemektedir. Panel A kısmında parasal genişleme ile birlikte para arzı M_{s0} 'dan M_{s1} 'e yükselmekte ve buna bağlı olarak toplam harcama miktarı artmaktadır. Nominal GSYİH ($P \times Q$), Y_0 düzeyinden Y_1 'e yükselmektedir. Ekonominin tam istihdam seviyesinde olduğu varsayıldığından (Panel B'de Q_0 noktasında) harcamalardaki bu artış fiyatlar genel düzeyinde bir artışa (P_0 'dan P_1 'e yükselmesi) yol açmaktadır. Bu durumda, yeni ekonomik denge, 'b' noktasında sağlanmaktadır.

Bu durum, para politikası uygulamalarının kısa vadede fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olsa da, reel sektör üzerinde etkili olmadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, Klasik teoriye göre, para politikası uygulamaları uzun dönemde mal ve hizmet fiyatlarını, reel ücret oranlarını, reel faiz oranlarını, istihdamı ve geliri etkilememektedir. Fiyatlar ve ücretler esnek olduğundan tam istihdam dengesi, kısa vadedeki nispi fiyat değişiklikleri ile sağlanmaktadır. (Cambazoğlu, 2010, s. 8-9)

Büyük bunalımla birlikte üretim daralması ve işsizlik sorunlarına yönelik reçeteler itibar görmeye başlamıştır. Bu dönemde ortaya çıkan Keynesyen Yaklaşım, para politikasından ziyade, maliye politikası uygulamalarını önermiştir. Ancak maliye politikalarına önem verirken para politikalarını tamamen devre dışı bırakmamıştır. Keynesyen ekonomistlere göre ekonomik sistem, reel sektör ve finansal sektörden meydana gelmektedir. Reel sektör; yatırım, tasarruf, tüketim ve kamu harcamaları ile finansal sektör ise varlıkların akımı ile ilgilidir. Finansal işlemler ile reel işlemler karşılıklı ilişki içerisindedir. Bu ifadeyi aşağıdaki eşitlik aracılığı ile gösterebiliriz.

$$\text{Yatırım} = \text{Tasarruf} + (\text{Borçlar} - \text{Ödünçler})$$

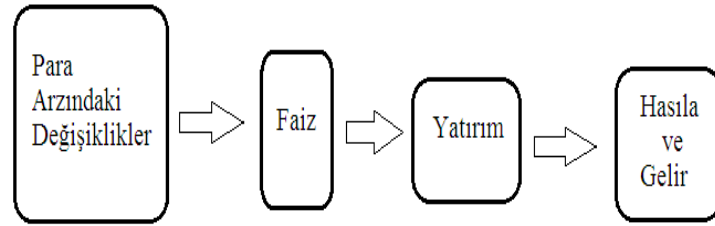
$$(\text{Reel Sektör}) \quad (\text{Finansal Sektör}) \quad (1.2)$$

Keynesyen teoride, para politikası uygulamalarındaki değişim, finansal sektörü doğrudan; reel sektörü ise, dolaylı yönden etkilemektedir. Para politikası değişimlerinden öncelikli olarak finansal sistemdeki varlıkların dolaşım hızı etkilenmektedir. Bu dolaşım hızının reel sektördeki bazı harcama türlerinin miktarı, bileşenleri ve maliyeti üzerindeki etkisi ise, para politikası açısından ikincil düzeyde bir etkidir. Dolayısıyla, Keynesyenlerin aktarım sürecini reel sektör açısından analiz ederken dolaylı parasal aktarım mekanizmasını savunduğu söylenebilir (Stone, 2005, s. 261)

Para arzındaki değişiklikler, finansal sistem içerisindeki kredi miktarını ve söz konusu kredilerin maliyetini etkiler. Gerek kredi gerekse kredi maliyetindeki değişiklikler, reel sektördeki bazı harcama türlerinin miktarını ve bileşimini belirler. Örneğin, yatırım konut harcamaları kredi maliyetlerine duyarlı harcamalardır. Kredi olanakları ve kredi maliyetinin harcama kararlarını birincil düzeyde belirleyen faktörler olması, para politikasının (para arzındaki değişikliklerin) reel sektör üzerinde dolaylı yollardan etkili olduğunu kanıtlar niteliktedir. Para politikasının yararsız olduğunu ileri

süren Keynesyen iktisatçılar para ve maliye politikalarının birlikte ve etkin kullanılmasıyla birlikte ekonomik istikrarın sağlanabileceğini belirtmişlerdir. Para politikasının finansal sektör içerisinde kredi olanakları ve kredi maliyetlerini etkilemesiyle birlikte dolaylı bir etkiye sahipken maliye politikası kamu harcamaları ve vergisel düzenlemeler aracılığıyla reel sektörü doğrudan etkilemektedir.

Keynes'e göre para politikasının etkisi, faiz oranlarında gözlenen değişiklikler aracılığı ile ortaya çıkar. Para arzındaki bir artış, başlangıçta, ödünç verilebilecek fon miktarında artış meydana getireceğinden, faiz oranları üzerinde düşme yönüne baskı oluşturarak, yatırım talebinde olumlu gelişmeler doğurur. Yatırım talebindeki artış ile birlikte, toplam talep eğrisinde kayma söz konusu olacağından, hasıla ve gelir düzeyinde değişiklik gözlenir. Literatürde para arzındaki değişikliklerin, talep, hasıla ve fiyat düzeyinde ortaya çıkardığı değişiklikler, aktarım mekanizması kavramı ile ifade edilmektedir. Bu süreç, aşağıdaki gibi ifade edilebilir:



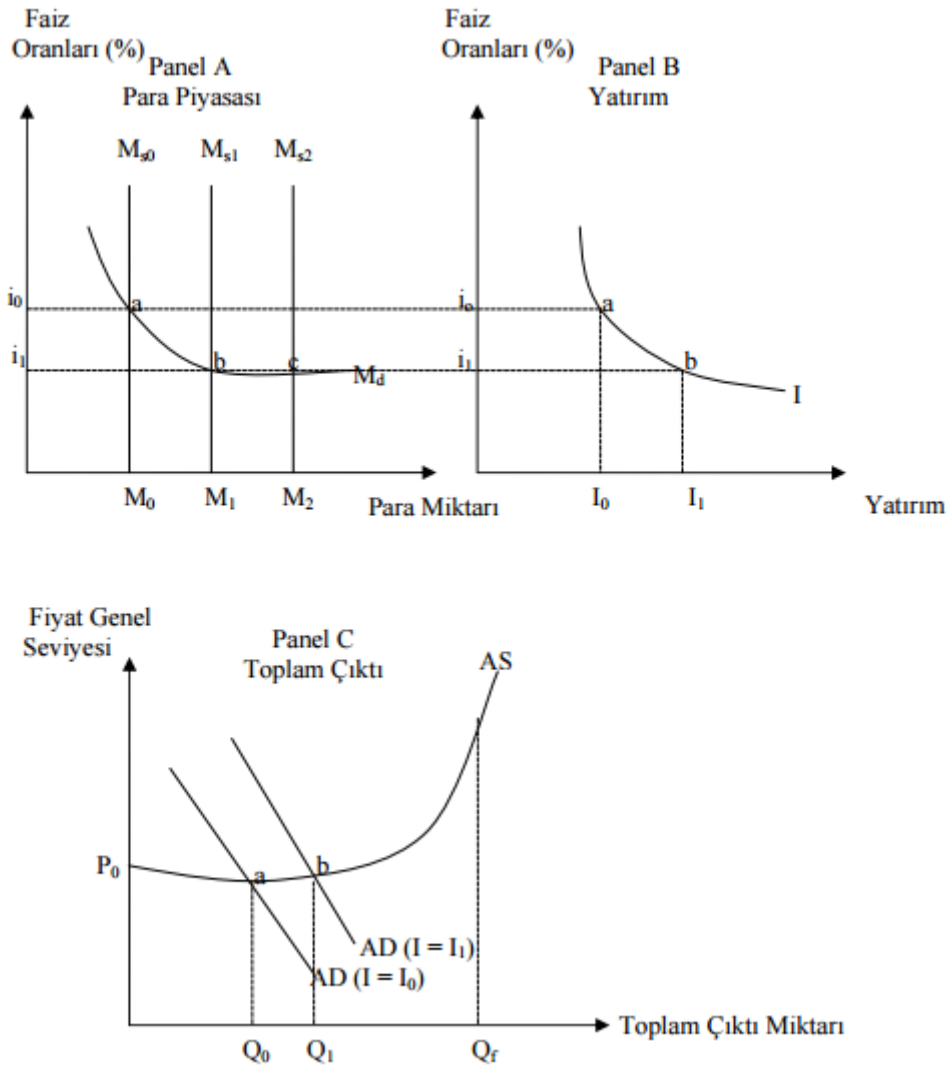
Şekil 1. 2. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: Orhan ve Erdoğan, 2008, s.170

Yukarıdaki şematik gösterimde görüldüğü gibi para arzındaki değişiklikler, faiz oranları aracılığı ile hasıla ve gelir düzeyi üzerinde etkili olmaktadır. Diğer bir ifade ile, para politikası para politikası araçları kullanılarak nominal para arzında değişiklik yapılabilir. Keynesyen iktisatçılara göre bu durum, faiz oranlarını etkileyerek, reel yatırım harcamalarında ve dolayısıyla reel gelir düzeyinde değişikliklere yol açabilir. Bu mekanizmanın işleyişi aşamalı olarak incelenebilir.

Bireyler, ellerinde tutmak istedikleri miktardan daha yüksek düzeylerde bir para miktarı ile karşılaştıklarında, iki alternatif seçenekten birini tercih edebilirler. Harcama ya da ödünç verme; Klasik Yaklaşım, parasal fazlalığının akacağıını iddia ederken;

Keynesyen Yaklaşım, ödünç verme alternatifi üzerinde yoğunlaşır. Şöyle ki, merkez bankasından tahvil alımı yapmak suretiyle, parasal genişleme oranını artırabilir. Bu süreçte bankalar, faiz getirisi sağlamak amacıyla ellerindeki fazla rezervi ödünç vermeyi tercih ederler. Ancak önemle belirtmek gerekir ki, bankalar ellerindeki fazla rezervleri ödünç verme suretiyle değerlendirmeye çalışırken, özendirici olması amacıyla düşük faiz oranları önerirler. Aslında, parasal genişleme süreci ile birlikte, en azından kısa sürede, faiz oranlarında düşüş gözlenmesi son derece doğaldır. Bu ifadeyi biraz daha açık şekilde ifade edebiliriz. Örneğin, merkez bankası parasal genişleme politikası çerçevesinde uyguladığı açık piyasa işlemleri aracılığı ile piyasadan tahvil alımı işlemlerini arttırdığında, tahvil fiyatlarında artış, getirilerde ise düşüş gözlenir. Tahvillerin getiri oranlarında gözlenen düşüş, diğer varlıklar ve finansal piyasalar üzerinde benzer eğilimlerin doğmasına neden olur. Sonuçta, faiz oranlarında genel bir düşme eğilimi belirir. (Orhan ve Erdoğan, 2008, s. 170-171)



Şekil 1.3. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: Cambazoğlu, 2010, s.13

Yukarıda belirtilen Keynesyen aktarım mekanizmasını şekil yardımı ile açıklayacak olursak; Aktarım mekanizmasının işleyiş sürecini, para talebi ve yatırımların faiz esnekliği belirler. Bu mekanizmanın daha iyi anlaşılması için söz konusu iki etkinin açıklanması yararlı olacaktır.

Şekilde belirtilen Panel A para piyasasını ifade ederken Panel B yatırımları Panel C ise toplam çıktı miktarını ifade etmektedir. Panel A'da bulunan dikey eksen faiz oranlarını ifade eden i_0 ile para arzını ifade eden M_{s0} a noktasında dengeye gelir. Genişletici para politikası uygulaması sonucunda M_{s0} 'dan M_{s1} 'e genişleyen para arzı

faiz oranlarını i_1 noktasına getirir ve bu durumda b noktasında yeni dengesini belirlemiş olur. Faiz oranlarındaki bu düşüş sonucunda bireyler faize duyarlı olan varlıklara (tahvil) yönelmektedirler. Varlık fiyatlarında artışa sebep olan bu durum para arzındaki artışın devam etmesiyle birlikte para arzını M_{s1} 'den M_{s2} 'ye doğru genişletmiş ve son denge noktası olan c de yeni denge belirlenmiştir. Gerçekleşen bu son durum neticesinde faiz oranları inebileceği en düşük seviyesine inmiş ve bu noktadan sonra para arzı üzerinde gerçekleşen herhangi bir genişletici politika faiz oranları üzerinde etkili olmamıştır. Keynes'in "Likidite Tuzağı" olarak isimlendirdiği bu durum depresyon dönemlerinde genişletici politikanın etkinliğini tamamen ortadan kaldırır. Keynes'e göre depresyon dönemlerinde bireyler, faiz oranlarının gelecekte artacağını bekler. Çünkü likidite tuzağı koşullarında faiz oranları düşebileceği minimum düzeye geriler. Bu durumda, ellerinde aşırı rezerv bulunan bireyler tahvil alımına yönelmeyi tercih etmezler. Faiz oranlarının gelecekte artması ile birlikte tahvil fiyatlarının gerilemesi, sermaye kayıplarının büyük boyutlara ulaşmasına yol açar. Keynes'e göre bu dönemde para politikası güvenilirliğini yitirdiği için maliye politikaları tercih edilmelidir.

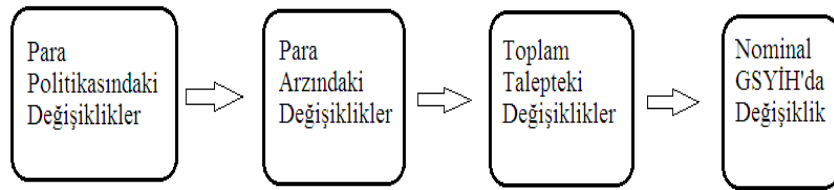
Para politikasındaki değişimin reel sektöre yansımaları Panel B ve Panel C üzerinden açıklayacak olursak; ekonomi a noktasında dengede iken I_0 düzeyinde yatırım Q_0 düzeyinde ise çıktı gerçekleşecektir. Yatırımların faiz esnekliği yüksek olduğunda faiz oranlarının düşmesi yatırım harcamalarını artırır. Faiz oranlarındaki düşme ile birlikte faize duyarlılığı olan maliyetler de düşmekte ve dolayısıyla yatırım harcamaları ve buna bağlı olarak çıktı miktarı artmaktadır.

Gerçekte, yatırım harcamalarının faiz oranlarındaki azalmaya tamamen tepkisiz kalması, ender rastlanan bir durumdur. Özellikle, derin iktisadi krizlerin yaşandığı dönemlerde faiz oranları düşük düzeylerde seyretse de, bireyler yüksek risk koşulları ve geleceğin belirsizliği nedeniyle, yatırım harcamalarını arttırma konusunda son derece ihtiyatlı davranırlar (Orhan ve Erdoğan, 2008, s. 174).

Ekonomik aktivite düzeyini etkileyen para arzındaki değişiklikler Milton Friedman'ın görüş öncülüğünde Monetarist İktisatçılar tarafından açıklanmıştır. Para ve para politikası uygulamalarının iktisadi faaliyetlere doğrudan bir etkide bulunduğunu açıkça belirtmişlerdir. Para arzında yaşanan değişimler istihdam düzeyi, hasıla düzeyi ve fiyatlar genel seviyesini belirlemede en önemli faktör olarak belirtilmiştir. Bu

görüşlerden yola çıkarak Monetarist görüşü daha detaylı olarak açıklamakta fayda olacaktır;

Monetaristler paranın dolanım hızının istikrarlı olduğunu kabul ederler. Günümüzde, kredi kartı kullanımının yaygınlığı, ödemelerin daha kısa sürede gerçekleştirilmesi gibi uygulamalar, paranın dolanım hızına ivme kazandırmıştır. Monetarist iktisatçılara göre, para arzındaki değişiklikler, reel hasıla ve istihdam üzerinde sadece kısa dönemde etkili olur. Uzun dönemde para arzındaki değişikliklerin etkisi, sadece fiyatlar üzerinde gözlenir. Monetarist iktisatçılar, Keynesyen düşünceden farklı olarak doğrudan aktarım mekanizmasını savunmaktadırlar. Doğrudan parasal aktarım mekanizmasına göre, para arzındaki değişiklikler, sadece yatırım harcamalarını değil, toplam talebin bütün bileşenlerini etkiler. Şekil 1.4'te belirtildiği gibi para politikasındaki bir değişiklik ekonominin geneline sirayet etmiştir. Dolayısıyla GSYİH oranını etkilemektedir.



Şekil 1. 4. *Monetarist Parasal Aktarım Mekanizması*

Boivin, Kiley ve Mishkin'in (2010) parasal aktarım mekanizmasının zamanla neden değiştiğini açıkladıkları çalışmalarının sonucunda bu değişimin sebeplerinden ilişkinin ekonomide meydana gelen, özellikle kredi piyasasında oluşan, yapısal değişiklikler olduğunu ikinci nedenin ise, para politikası uygulamalarında yaşanan değişiklikler ve beklentilerin oluşma şekli arasındaki etkileşimin sebep olduğunu açıklamışlardır.

Para miktarındaki değişim ile gelir arasındaki ilişkinin açıklanması en güç ilişkilerden olduğunu vurgulayan Friedman (1970) parasal aktarım mekanizması ile ilgili şunları söylemektedir. (Çiçek vd. , 2012, s.314)

“Genel olarak, ilk etki gelir üzerinde değil, mevcut varlıkların, tahvillerin, hisse senetlerinin, evlerin ve diğer fiziki sermayenin fiyatları üzerinde görülür. Artan parasal büyüme oranı, bireyler ve firmaların ellerindeki nakit miktarını diğer varlıklara oranla yükseltir. Bu durumda, ellerinde nakit fazlası oluşanlar, diğer varlıkları alarak portföylerini dengelemeye çalışırlar. Fakat bir kişinin harcaması diğer bir kişinin geliri olduğu için, tüm bireylerin sahip oldukları nakit miktarını değiştirmeleri mümkün değildir; bunu sadece parasal otoriteler başarabilir. Bununla birlikte, bireyler ellerindeki nakit balanslarını değiştirmeye kalkıştıkları için, etki bir varlıktan diğerine doğru yayılır. Bu ise, varlıkların fiyatlarının yükselmesine ve faiz oranlarının düşmesine yol açarak, yeni varlıkların üretimine ve cari hizmetlere yönelik harcamaları teşvik eder. Böylece, bilançolar üzerindeki ilk etkinin, nasıl gelir ve harcama üzerindeki etkiye dönüştüğü gösterilmektedir.”

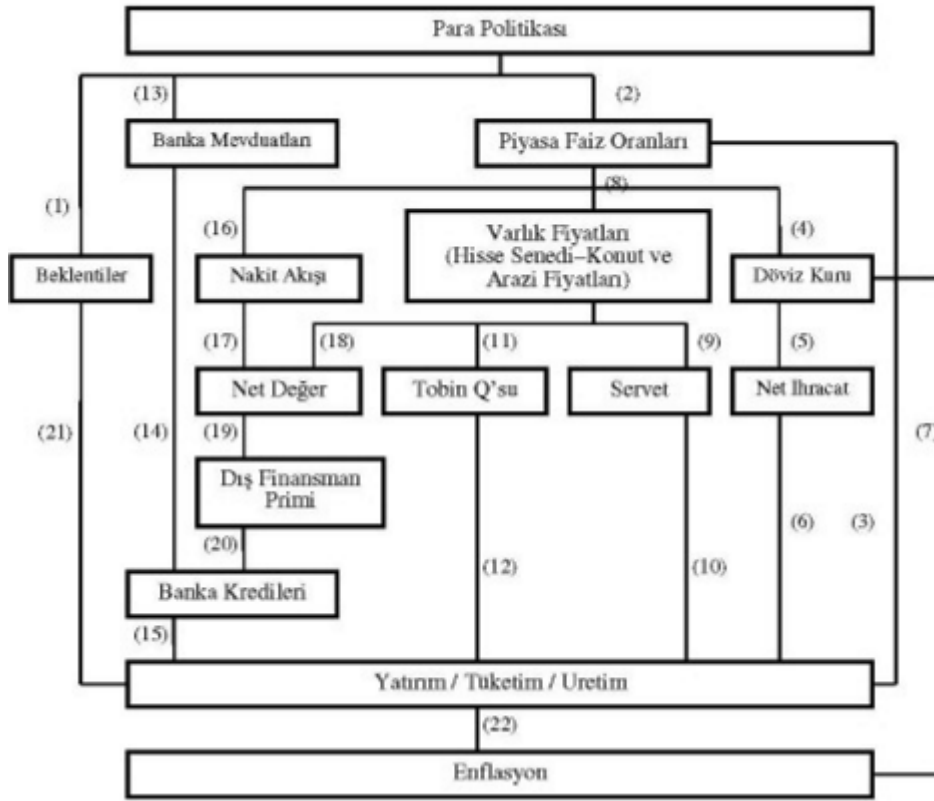
Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi analitik olarak üç aşamaya ayrılarak gösterilebilir. (Cengiz, 2009, s. 228)

1. Para politikasındaki değişimler birinci aşamada faizlere, varlık fiyatlarına, döviz kuruna, likiditeye ve kredi koşullarına yansımak suretiyle finansal piyasaları etkilemektedir. Buna bağlı olarak finansman maliyetlerinde değişimler ortaya çıkmaktadır.

2. Finansman maliyetindeki değişimlerin hane halkı ve firmaların harcamalarına yansımaları ikinci aşamada gerçekleşmektedir.

3. Üçüncü aşamada ise harcamalardaki bu değişimler fiyat ve üretimi etkilemektedir.

Kabaca yapılan bu ayırım parasal aktarım mekanizmasının temel etkileme doğrultusunu anlatmakla birlikte parasal aktarım kanallarını açık bir şekilde ortaya koymamaktadır. Bu nedenle para politikasının ekonomiyi etkilediği her bir kanal üzerinde ayrıntılı bir şekilde durulması gerekmektedir. Parasal aktarım kanalları literatürde en çok faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı olarak sıralanmaktadır. Şekil 1. 5 bu kanalların işleyişini ayrıntılı olarak göstermektedir.



Şekil 1.5. Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi

Kaynak: Peersman, 2001, s. 6

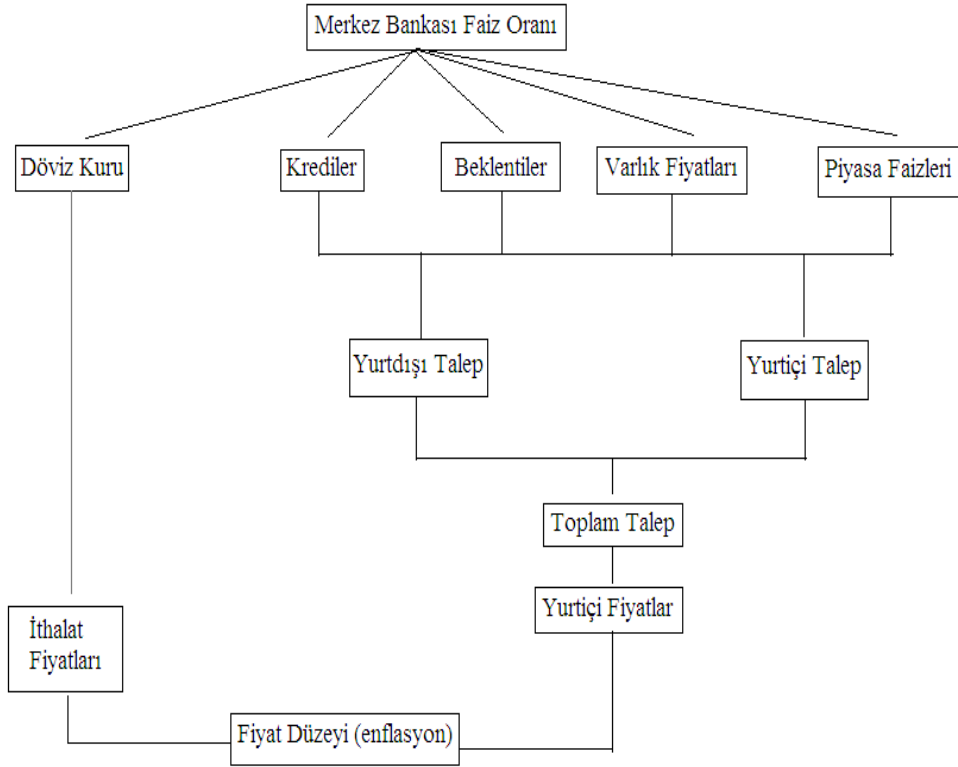
1.1. Faiz Kanalı

Geleneksel faiz oranı kanalı Keynesyen IS-LM modeline dayanmaktadır. Bu nedenle ‘‘para’’ ve ‘‘tahvil’’ olmak üzere sadece iki varlık dikkate alınarak analizler tek bir faiz oranına odaklanır. Bu yaklaşıma göre, para arzındaki artışlar tahvillere olan talebi artırır, tahvil fiyatları yükselir ve faiz oranları düşer. Faiz oranlarındaki düşüş sermaye maliyetini azaltarak yatırımların artmasına, sonuçta toplam talepte ve üretim miktarında artışa sebep olur.

Para yaklaşımı olarak da adlandırılan geleneksel faiz oranı yaklaşımı, para politikasının ekonomik aktiviteye etkilerini analiz ederken dört temel varsayıma dayanır:

1. Merkez bankaları tam ikamesi olmayan paranın arzını kontrol eder.
2. Merkez bankaları hem nominal faiz oranlarını, hem de fiyatların faiz oranları değişmelerine hemen uyarlanamamaları sebebiyle reel faiz oranlarını etkileyebilirler.
3. Para politikası uygulamaları sonucu kısa dönem reel faiz oranlarındaki değişmeler, firmaların ve hane halklarının harcama kararlarını belirleyen uzun dönem reel faiz oranlarını etkiler.
4. Para politikası değişlikleri sonucu faize duyarlı harcamalarda oluşan değişmeler, üretimde oluşan değişmelerle uyumlu olmalıdır (Kasapoğlu, 2007, s. 12-13).

Parasal aktarım mekanizması kanalları içerisinde kullanılan en eski kanal faiz oranları kanalıdır ve bu kanal aynı zamanda diğer kanallar üzerinde de oldukça güçlü bir etkiye sahiptir. Para politikası aracı olarak para tabanı değil de faiz oranının kullanıldığı durumda aktarım mekanizması Şekil 1.1.1’de görüldüğü gibi işleyecektir.



Şekil 1.1.1. Faiz Oranı Kanalının Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkisi

Merkez bankası faiz oranlarındaki bir değişiklik; döviz kuru, krediler, beklentiler, varlık fiyatları ve piyasa faizlerini etkilemektedir. Bunlardan döviz kuru ithalat fiyatlarını etkilerken, diğer dördü, yurtiçi ve yurtdışı talebi, yurtiçi talep ve yurtdışı talep toplam talebi etkilemektedir. Toplam talep ise yurtiçi fiyat düzeyini etkilemektedir. İthalat fiyatları ile yurtiçi fiyatlar birlikte genel fiyat düzeyini, diğer bir deyişle enflasyon oranını belirler. (Keyder, 2008, s. 437-438)

IS-LM modelinden çerçevesinde ele aldığımız faiz oranı kanalın para arzında meydana gelen değişiklikler sonucunda faiz oranlarının ve dolayısıyla gelirin etkisini aşağıdaki gibi şematik bir şekilde ele almak mümkündür.

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.3)$$

Merkez bankası genişletici bir para politikası ($M \uparrow$) izlemesi halinde sermayenin maliyeti olan reel faiz oranı düşmektedir ($i \downarrow$), buna likidite etkisi denir. Faiz oranının düşmesi nedeniyle firmalar yeni yatırım kararları almakta ve yatırım miktarında artış meydana gelmektedir ($I \uparrow$). Yatırımlarda meydana gelen artış toplam talebin ve

dolayısıyla reel çıktının artmasına ($Y \uparrow$) neden olmaktadır, bu durum gelir etkisi olarak ifade edilmektedir (Çiçek vd. , 2012, s. 316).

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (1.4)$$

Merkez bankası daraltıcı bir para politikası uygulaması halinde ise söz konusu süreç tam tersi yönde çalışmaktadır. Para arzında meydana gelen daralma sermayenin maliyeti olan reel faiz oranının yükselmesine, yatırımların azalmasına neden olur. Yatırımların azalması toplam ve reel çıktı düzeyini azaltır.

Merkez bankasının uyguladığı para politikası sonucu faiz oranlarındaki değişikliklerin reel ekonomik aktiviteyi etkileme yolları farklılık göstermektedir. Merkez bankasının belirlediği faiz oranları, toplam talebin faize duyarlı bileşenlerinin maliyetini ve buna bağlı olarak talep edilen miktarını değiştirerek toplam üretimi etkilemesi, “sermaye maliyeti etkisi” olarak ifade edilmektedir. Faiz kanalında, belirli bir dönem içerisinde sermayenin kullanımı karşılığında ödenen fiyat olarak tanımlanan sermayenin kullanım maliyeti önemli bir büyüklüktür. Son sermaye biriminin sağladığı getiri, sermayenin kullanım maliyetini karşıladığı sürece firmalar stoklarını arttırabilmektedir. Ayrıca faiz oranlarındaki değişiklikler tasarrufların getirisini de etkilemektedir. İkame etkisi denilen bu etki, hane halkının tüketimdeki değişikliklerini açıklamaktadır (Cengiz, 2007, s. 71-73).

Bahsedilen bu açıklamaya daha detaylı bir açıklama sunulacak olursa; örneğin merkez bankasının uyguladığı genişletici para politikası reel faiz oranlarında azalışa yol açmaktadır. Bu etkinin sonucunda tasarrufların getirisinin azalması bireyleri tüketim yapmaya itmektedir. Dolayısıyla cari ekonomik aktivite düzeyinde pozitif bir değişme meydana gelmektedir. Bunlara ek olarak faiz oranındaki değişmeler hane halkı ve firmaların nakit akışını etkilemektedir. Faiz oranlarındaki azalışlar, borçluların maliyetlerini düşürerek nakit akışını olumlu etkilemektedir. Bu değişiklikler tüketim ve yatırım harcamalarına yansyarak reel ekonomiyi etkilemektedir.

Faiz kanalı ekonomide fiyat yapışkanlığı olması halinde işler. Çünkü fiyat yapışkanlığı para politikasının yanlı olmasına yol açar ve parasal aktarım mekanizmasının işlemlerini güçlendirir. Bu bağlamda yapılan çalışmalar firmaların fiyat ayarlamaları ile ilgili kararlarını büyük ölçüde enflasyona bağlı olduğunu göstermektedir. Yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde beklentiler ön plana çıktığı

için fiyatlar hızlı bir şekilde ayarlanmaktadır. Fiyatların hızlı bir şekilde ayarlanması parasal aktarım mekanizmasının işleyişini yavaşlatmak ve zayıflatmaktadır (Çiçek vd. , 2012, s. 317).

Faiz oranı kanalında, hane halklarının ve işletmelerin kararlarını etkileyen faiz oranı nominal değil, uzun vadeli reel faiz oranıdır. Şöyle ki: Fiyat yapışkanlığı veri iken, merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranını düşürmesi, kısa vadeli reel faiz oranları üzerinde de aynı etkiyi yaratmaktadır. Vadeyle ilgili beklentiler teorisinde, uzun vadeli faiz oranları kısa vadeli faiz oranlarının yansıması olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, kısa vadeli reel faiz oranlarındaki bir düşüş, uzun dönemde de aynı yönde etki yaratmaktadır. Uzun vadeli reel faiz oranlarındaki bu düşüş, sabit sermayeyi, konut ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamaları ve stok amaçlı yatırımları artırmaktadır.

Harcamalar üzerinde uzun vadeli reel faiz oranlarının etkin olması nedeniyle, nominal faiz oranlarının sıfıra indiği durumda dahi para politikası ekonomiyi canlandırmak için kullanılmaktadır. Şöyle ki: Nominal faiz oranının sıfır düzeyine inmesiyle birlikte, para arzındaki genişleme ($M \uparrow$), beklenen fiyat düzeyini artırmakta ($P^e \uparrow$) ve dolayısıyla, beklenen enflasyon oranını ($\pi^e \uparrow$) yükseltmekte ve bu da, reel faiz oranını ($i_r = (i - \pi^e) \downarrow$) düşürmektedir. Bu işleyiş, nominal faiz oranı sıfır düzeyine indiğinde dahi, harcamalar üzerinde para politikasının yine de neden etkili olabildiğini kanıtı olarak gösterilmektedir. Şematik olarak süreç şu şekilde ifade edilmektedir (Cambazoğlu, 2010, s. 19):

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.5)$$

Tam tersi durumda, parasal bir daralmada, süreç aşağıdaki şematik gösterimdeki gibi işlemektedir:

$$M \downarrow \Rightarrow P^e \downarrow \Rightarrow \pi^e \downarrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (1.6)$$

Bir ekonomide alınan toplam harcama kararları genelde banka borçlanma oranları ve uzun dönem faiz oranları ile yakından ilişkilidir. Ancak para politikası araçları en iyi şekilde kısa dönem faiz oranları ile temsil edilmektedir. Eğer kısa dönem faiz oranındaki değişimler, uzun dönem borçlanma oranını etkiliyorsa bu durum harcama kararları üzerinde etkili olabilmektedir. Bununla birlikte kısa dönem faiz

oranının uzun dönem faiz oranı üzerindeki etkisini değerlendirmek son derece güçtür. Çünkü kısa ve uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişki, faiz oranındaki beklentilerle ilgilidir (Çiçek vd. , 2012, s. 317).

Bu noktada, merkez bankalarının sadece kısa dönem faiz oranlarını etkileyebilmesi ve yatırım ve harcama kararlarında esas olarak uzun dönem faiz oranlarının etkili olması bir çelişki yaratmamaktadır. Çünkü banka dışı yatırımcıların varlık portföylerindeki borç enstrümanları arasındaki ikame ilişkisi, kısa ve uzun dönem faiz oranlarının birlikte hareket etmesine sebep olur. Örneğin, diğer değişkenler sabitken, kısa dönem faiz oranlarındaki düşüş, kısa vadeli varlıklardan uzun vadeli varlıklara doğru bir hareket yaratacak, talep fazlalığı sebebiyle uzun vadeli varlıkların fiyatları yükselecek ve uzun dönem faiz oranları düşecektir. Diğer yandan, bekleyişler hipotezine göre, uzun dönem faiz oranları, şimdiki ve gelecekte beklenen kısa dönem faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Dolayısıyla resmi faiz oranlarındaki değişikliğin gelecek dönem faiz oranları beklentileri üzerindeki etkisi de önemlidir. Merkez bankasının kısa dönem faiz oranlarını yükseltmesine rağmen piyasada kısa dönem faiz oranlarının tekrar eski seviyesine düşeceğine yönündeki beklentiler, uzun dönem faiz oranlarının daha az artmasına neden olur. Diğer taraftan, merkez bankası kısa dönem faiz oranlarını yükseltir ve piyasada bu yükselişin devam edeceği yönünde beklentiler olursa, uzun dönem faiz oranları kısa dönem faiz oranlarına göre daha çok yükselir (Kasapoğlu, 2007, s. 14).

Parasal aktarım kanalları içerisinde büyük bir öneme sahip olan faiz oranı kanalının işleyişindeki aksaklıklardan daha çok sermaye yoğun sektörler zarar görmektedir. Ayrıca, bir ülkede faiz oranı kanalının güçlü bir şekilde uygulanabilmesi için o ülkede deregülasyon sürecinin, sermaye piyasası gelişiminin, yeni finansal araçların ortaya çıkmasının ve para politikasının şeffaflığının artış gösterme aşamalarının tamamlanmış olması gerekmektedir (Çiçek vd. , 2012, s. 317).

Faiz oranlarındaki değişme kredi borçlularını (özellikle konut kredisi borçlularını) önemli ölçüde etkiler. Kredi faizlerinin değişken olduğu durumlarda faizlerin yükselmesi, bireylerin harcanabilir gelirlerini düşürür. Böylece bireylerin mal ve hizmet harcamaları için ayıracağı fonlar azalır. Bu durumda, bireyler geçmişteki harcama seviyelerini devam ettiremezler ve tüketim harcamaları düşer. Faiz oranlarının yükselmesi, enflasyon beklentilerinin sabit kaldığı varsayımıyla, bugünkü tüketimin

ertelenmesine sebep olur ve gelecekteki tüketimi özendirir. Yani, gelecekteki tüketim bugünkü tüketimi ikame eder. Faiz oranlarındaki yükselmenin tüketim harcamalarını azaltacağı, faiz oranlarındaki düşüşün ise tüketimi özendireceği genel olarak doğru kabul edilmekle birlikte, bu durum, tüm bireyler için geçerli değildir. Tasarruf mevduatlarından edindiği faizlerle geçimini sağlayan bir kişi için faiz oranlarının yükselmesi daha fazla faiz geliri elde etmesi anlamına gelir. Bu yüksek getiri, daha yüksek harcama seviyesi sağlar.

Resmi faiz oranlarının yükselmesi firmaların borçlanma maliyetini artırır. Borçlanma maliyetinin artması firma karını düşürür ve yeni yatırım projelerinin karlı olabilmesi için gerekli olan asgari getiri düzeyinin yükselmesine sebep olur. Bu durumda firmalar yatırıma daha az istekli olurlar. Yüksek faiz oranı, firmaların stok tutma maliyetlerini de artırarak stoklarda düşüşe sebep olur. Ancak bütün firmalar faiz oranlarının yükselmesinden olumsuz yönde etkilenmezler. Nakit fazlası olan firmalar, bankalarda tuttıkları fonlarından daha yüksek getiri elde ederler ki bu durum nakit akışlarını daha da iyileştirir. Nakit akışının daha iyileşmesi, firmaların daha fazla yatırım yapmalarına ve kapasitelerini artırmalarına olanak sağlar (Kasapoğlu, 2007, s. 15-16).

Taylor (1995) faiz oranlarının tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde etkin olduğunu ve faiz oranı kanalının en etkin parasal aktarım mekanizması kanalı olduğunu ampirik çalışmaları ile savunmuştur. Taylor'un bu bulguları, birçok araştırmacı tarafından münazara edilmiştir. Örneğin: Bernanke ve Gertler (1995), alternatif bir bakış açısıyla konuyu ele alarak, ampirik çalışmalar vasıtasıyla tam anlamıyla faiz oranlarının sermaye üzerindeki etkisinin belirlenmesinin güç olduğunu ispatlamışlardır. Aslında, bu araştırmacılar, kredi boyutu açısından bakıldığında sadece faiz oranı kanalıyla parasal aktarım mekanizmasını açıklamanın yetersiz olduğunu görmüşlerdir (Cambazoğlu, 2010, s. 19-20)

1.2.Varlık Fiyatları Kanalı

Para politikası etki kanalları konusunda yapılan çalışmalarda üzerinde durulan konulardan bir diğeri de varlık fiyatları kanalıdır. Varlık fiyatları kanalının teorik dayanağını Modigliani'nin "Yaşam Boyu Gelir Hipotezi" oluşturmaktadır. Varlık fiyatlarındaki değişiklikler, faiz oranındaki değişiklikler ile ilişkilidir. Faiz oranlarının düşmesi, varlık fiyatlarının artması anlamına gelmektedir. Parasal aktarım mekanizması içerisinde daha pek çok etki yardımıyla tetiklenen varlık fiyatları hareketleri ekonomik aktiviteyi etkileyen en önemli kanal olarak görülmektedir. Bir sonraki bölümde daha detaylı bir şekilde ele alacağımız bu kanal ilki yatırımlar harcamaları ikincisi ise tüketim harcamaları ile ilişkili olan iki husus üzerinde durularak açıklanacaktır.

1.3. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, kurların reel ekonomi üzerindeki etkisini göstermektedir. Diğer bir deyişle para politikasının döviz kurları üzerinde yarattığı net etkinin ihracata yansımaları sonucu üretimde meydana gelen değişimi ifade etmektedir (Örnek, 2009, s. 107).

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleştiği ve sermaye hareketlerinin faiz elastikiyetinin yüksek olduğu bir ortamda uygulanan para politikası faiz oranlarını değiştirerek döviz kuru üzerinde güçlü etkiler meydana getirmektedir. Faiz oranlarındaki değişimler uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini ve böylece ulusal paranın değerini etkileyerek döviz kurunu değiştirmektedir. Döviz kurunda meydana gelen bu tür hareketlere bağlı olarak uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarında ve böylece dış ticaret hacminde değişimler ortaya çıkmaktadır (Cengiz, 2009, s. 233).

Döviz kurları aracılığıyla işleyen iki temel mekanizma olduğunu açıklamak faydalı olacaktır; bunlardan ilki net ihracat üzerinde döviz kurunun etkileridir ikincisi ise bilançolar üzerinde döviz kurunun etkileridir.

1.3.1. Net ihracat üzerinde döviz kuru etkileri

Açık ekonomilerde temel ekonomik göstergeleri etkileyen en önemli değişkenlerden biri döviz kurlarındaki değişimler olmuştur. Gelişmiş ülkeler döviz piyasalarına daha az sıklıkla müdahale etmelerine karşın, özellikle gelişmekte olan ülkelerin çoğu döviz piyasalarına aktif olarak müdahalede etmektedirler. Para otoriteleri ise, bu durumdan yola çıkarak zaman zaman politika araçlarını (kısa vadeli faiz oranları) kullanarak kurların seyrini etkilemeye çalışmaktadırlar. Döviz kuru kanalı, para politikasının döviz kurları üzerinde etki yaratması ve bunun net ihracata yansımaları sonucu reel üretimde meydana gelen değişimi ifade etmektedir (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012, s. 56).

Tüm dünyada ekonomilerin gittikçe uluslararası hale gelmesi ile birlikte esnek döviz kurlarının yaygın olarak kullanılması, dikkatlerin net ihracat üzerinde etkili olan döviz kuru kanalına çevrilmesine neden olmuştur. Açık ekonomilerde ortaya çıkan parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalının teorik temelleri serbest döviz kuru rejiminde geçerli olan Mundell – Flemming modeline dayanmaktadır (Büyükakın vd. , 2009, s. 174). Bu kanal ülke sabit bir döviz kuruna sahipken çalışmaz ve bu kanal daha açık ve güçlü bir ekonomi gerektirir.

Genişlemeci para politikası döviz kurlarını etkiler, çünkü bu durum yerel faiz oranlarında bir düşüşe yol açtığında; yerli para cinsinden banka hesapları, döviz türünden hesaplara göreli olarak daha az cazip gelmektedir. Sonuç olarak, diğer döviz hesaplarına göreli olarak yerel para biriminden hesapların değeri düşmekte ve döviz kuru düşmektedir ($E \downarrow$ olarak ifade edilmektedir). Yerel para biriminin değerinin daha düşük hale gelmesi, yerel malları yabancı mallardan daha ucuz hale getirmekte ve böylelikle net ihracatta bir artışa neden olmaktadır ($NX \uparrow$) ve bu nedenle de toplam harcamada bir artış ($Y \uparrow$) olmaktadır. Döviz kuru vasıtasıyla çalışan parasal aktarım mekanizmasının şematik gösterimi şöyledir (Miskhin, 2014, s. 66):

$$M \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.7)$$

1.3.2. Bilançolar üzerinde döviz kuru etkileri

Döviz kurundaki değişiklikler firma bilançoları üzerinde de önemli etkiler gösterebilmektedir. Genellikle hane halkı ve firmalar yurt dışı sözleşmeleriyle ya da bankacılık sistemi üzerinden yabancı para cinsinden borçlanmaktadır. Bu borçlar yabancı para cinsinden varlıklarla dengelenmedikçe, döviz kurunda meydana gelen değişimler net değer ve borç-varlık oranı üzerinde önemli etkilere sahip olmaktadır. Bu durum borçlanma ve harcamalarda önemli değişikliklere yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi döviz kurunun değer kazanması iç talepte belirgin bir genişlemeye ve bilanço pozisyonunun da geliştirilmesine yol açmaktadır (Kamin vd. , 1998, s. 12).

Döviz kuru üzerinden yapılan borç sözleşmeleriyle, yerli para biriminin devalüasyonuna veya değer düşüklüğüne (E ↓) yol açmakta olan genişlemeci para politikası (M ↑), finansal olmayan yerli firmaların borç yükünde artışla sonuçlanmaktadır. Varlıklar, tipik olarak yerli firmaların borç yükünde artışla sonuçlanmaktadır. Varlıklar, tipik olarak yerli para birimi cinsinden ifade edildiğinden ve bunların değeri artmadığından; net değerde bir azalma (NW ↓) ortaya çıkarır. Bilançolardaki bu kötüye gidiş, ters seçim ve ahlaki çöküntü problemlerini artırmakta, borç vermede bir düşüşe (L ↓) yol açmakta, yatırımlarda bir düşüşe (I ↓) neden olmakta ve böylelikle de ekonomik aktivitede bir düşüşe (Y ↓) yol açmaktadır. Bu aktarım mekanizmasının şematiği aşağıdaki gibidir:

$$M \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NW \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (1.8)$$

Banka bilançolarının üzerinde değer kayıplarının etkisi; yükselen piyasa ekonomilerinde banka bilançolarının kötüye gitmesine (NW_b ↓), bankaların kredi vermesinde düşüşe (L ↓) ve dolayısıyla yatırım ve toplam çıktıda bir düşüşe (I ↓ ve Y ↓) neden olarak, genişlemeci para politikasının (M ↑) gerçekte daraltıcı bir etkiye sahip olabileceğini ortaya koymaktadır. Yani;

$$M \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NW_b \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (1.9)$$

Bilançolar üzerinde döviz kurunun etkisi aracılığı ile çalışan genişlemeci para politikasından kaynaklanan muhtemel daraltıcı etkilerin yalnızca, eğer ekonomi dövize endekli önemli miktarda bir borca sahipse çalışacağını da belirtmek önemlidir. Bu mekanizmalar, tipik olarak borçları yerli para birimi ile ifade edilen sanayileşmiş

ülkelerde nadiren önemlidir, ancak bu mekanizmalar, çok miktarda dövize endeksli borcu olan ve borç yapısı tamamen farklı yükselen piyasa ekonomilerinde çok önemli olabilir (Miskhin, 2014, s. 66).

1.4. Kredi Kanalı

Kredi kanalının temelinde kredi piyasalarında yaşanan asimetric enformasyon problemi bulunmaktadır. Kredi piyasasında asimetric enformasyon; kredi arz edenlerin kredi talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadığı bir durumu ifade etmektedir. Bu durum ters seçim ve ahlaki tehlike probleminin yaşanmasına yol açabilmektedir. Ters seçim kredi sözleşmesi öncesinde yaşanmaktadır. Şöyle ki; kredi arz edenler kredi talep edenler hakkında eksik bilgiye sahip oldukları için hangilerinin yüksek riskli (dürüst olmayan) hangilerinin düşük riskli (dürüst) olduğu noktasında ayırım yapamamaktadır. Bu nedenle ters seçimde bulunarak borcunu geri ödeme olasılığı düşük olan riski yüksek borçluya kredi verme kararı alabilmektedir. Ahlaki tehlike problemi ise sözleşmenin yapılmasının ardından yaşanmaktadır. Ahlaki tehlike, borçlananların kredi verenlerin çıkarına uygun hareket etmeyerek riskli projelere yönelmesini ifade etmektedir. Bu tür bir yönelim kredinin geri dönme olasılığını azaltmaktadır. Her iki tür problemin yaşanmasından çekinen kredi arz ediciler kredi arzını kısma (kredi tayınlaması) yoluna gidebilmektedirler. Para politikasının kredi elde edilebilirliği ve dolayısıyla toplam talep ve üretim üzerindeki doğrudan etkisi kredi kanalı olarak nitelendirilmektedir. Kredi kanalında para politikası toplam talebi kredi piyasası ve bankacılık sistemi üzerinden etkilemektedir (Orhan ve Erdoğan, 2008, s. 84-85).

Para politikasının, reel ekonomiye etki kanalları makroekonominin temel tartışmalarından biri olmaya devam etmektedir. Bazı konular hakkında genel bir fikir birliği oluşmuşken, bazı konulardaki düşünceler hala tartışmalıdır. Bu tartışmalı alanlardan birisi de para politikasının aktarımında para kanalı ile kredi kanalının görece önemleridir.

Para ve kredi kanallarının görece önemlerinin belirlenmesi, merkez bankalarının finansal ve reel sektör etkileşimi hakkındaki bilgisini geliştirerek, para politikası değişikliklerinin reel sektöre etkilerini doğru yorumlayabilmesini ve parasal hedeflerin

daha doğru belirlenmesini sağlar. Daha önce bahsedildiği üzere, para yaklaşımında, “para” ve “tahvil” olmak üzere sadece iki varlık dikkate alınmaktadır. Bu yaklaşımda bankaların, hane halkları gibi yalnızca tahvile yatırım yapabilecekleri öngörülmekte ve sadece para yaratma fonksiyonu üzerinde durulmaktadır. Bu sebeple para yaklaşımı, para politikası değişikliği durumunda, banka kredi oranlarının para piyasası faiz oranları ile tamamıyla aynı çizgide hareket edeceğini öngörür ve nominal harcamalarda meydana gelen değişmeyi ölçer. Parasal aktarım mekanizmasının kredi yaklaşımına göre ise analizlere, para ve tahville birlikte, “krediler” de dahil edilmektedir. Böylece kredi yaklaşımında, bankaların hem para hem de kredi yaratma fonksiyonu yer alır. Para politikası ise bankaların varlıklarını ve yükümlülüklerini etkileyerek çalışır. Bu sebeple kredi yaklaşımı, banka kredileri faizlerinin para piyasası faiz oranlarından farklı hareket edeceğini öngörür ve bu durumda nominal harcamalarda meydana gelen değişmeyi ölçer (Kasapoğlu, 2007, s. 22).

Genel olarak kredi kanalı, finansal yapının birçok özelliğini açıklayan ve yukarıda açıklanan asimetrik bilgi akışı sorunlarının parasal aktarımda da rol oynadığı varsayımına dayanmaktadır. Kredi görüşünü savunanlara göre, fon talep edenler ve fon fazlası olanlar arasındaki asimetrik bilgi bankalara özel bir rol yüklerken, merkez bankalarına da faiz ve parasal büyüklüklerden bağımsız olarak banka bilançolarının kredi menkul kıymet portföy bileşiminin yapısını değiştirmek suretiyle toplam talebi etkilemesine imkan tanımaktadır.

Kredi kanalına göre; kredi piyasasındaki bilgi akışı aksamaları sıkı para politikası dönemlerinde daha fazla önem kazanmaktadır. Bu durum iç ve dış finansman fonları arasındaki farka eşit olan dış finansman priminde artışa neden olmaktadır. Dış finansman priminin büyüklüğü, kredi verenlerin beklenen getirileri ile potansiyel borçluların maliyetleri arasındaki farkı yönlendiren kredi piyasalarındaki eksikliği yansıtmaktadır (Gür, 2003, s. 23-24).

Para politikası değişmesi sonucu kredi faiz oranlarındaki değişme para piyasası faiz oranlarındaki değişmeden daha fazla ise, kredi piyasası para politikasının etkisini artırmıştır. Örneğin, para politikasının sıkılaştırılması, banka kredilerinin azalmasına sebep olur. Firmalar ve hane halkları aynı maliyetli başka kredi alternatiflerinin olmaması sebebiyle daha az miktardaki banka kredileri için yarışır. Yani, kredi miktarının azalması sonucu kredi piyasasında rekabetçi bir baskı oluşur. Bu baskı

sonucu banka kredi oranlarının para piyasası faiz oranlarından daha fazla değişmesi, para politikasının etkisinin artmasına yol açar. Bu durum literatürde “finansal hızlandırıcı” olarak isimlendirilir.

Finansal hızlandırıcı etkisi, sıkı para politikasının varlık fiyatlarına etkisi yoluyla da ortaya çıkabilir. Sıkı para politikası sonucu faiz oranlarının yükselmesi, varlık fiyatlarının ve dolayısıyla borçlananların gösterdikleri teminatların değerinin düşmesine sebep olur. Teminat değerlerindeki bu düşüş, bazı firmaların borçlanma kabiliyetini azaltarak yatırım harcamalarının düşmesine sebep olur. (Kasapoğlu, 2007, s. 22).

Bernanke ve Gertler (2000) gibi bazı iktisatçılar, kredi kanalının esasen faiz oranı kanalının boşluklarını dolduran tamamlayıcı bir kanal olduğunu, dahası ayrı bir kanal olarak değerlendirilmesinin bile gereksiz olduğunu ileri sürmektedirler. Buna karşın bazı iktisatçılar ise kredi kanalının faiz oranı kanalına alternatif bir kanal olduğunu iddia etmektedirler.

Kredi kanalı çerçevesinde beş farklı aktarım mekanizması söz konusu olmaktadır: Banka Kredi Kanalı, Bilanço Kanalı, Nakit Akımları Kanalı, Beklenilmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı ve Likidite Etkisi Kanalı (Paya, 2013, s. 127).

1.4.1. Banka kredi kanalı

Banka kredileri kanalı ile ilgili yapılan çalışmalarda asimetric bilgi probleminin etkisinin ciddi şekilde hissedildiği küçük ölçekli şirketlerin borçlanma olanaklarının sonuçları üzerinde durulmaktadır. Büyük ölçekli firmalar bono ve tahvil satarak doğrudan finansal piyasalardan kredi bulma şansına sahipken, küçük ölçekli firmalar daha ziyade banka kredilerini kullanmaktadırlar. Söz konusu piyasalarda yaşanan asimetric bilgi problemi faiz oranı kanalının etkisinin zayıflatmaktadır. Diğer bir ifade ile eğer kredi almak isteyen ile kredi vermek isteyen arasında bilgi asimetrisi varsa kredi arz ve talebini dengeleyecek olan değişken faiz oranı değil kredi miktarı olmaktadır (iek vd. , 2012, s. 318).

Banka kredileri kanalının işleyişini daha iyi analiz etmek ve geleneksel Keynesyen aktarım kanalından ayrıldığı noktaları belirlemek amacıyla Bernanke ve Blinder (1988)'in geliştirdikleri modeli incelememiz yararlı olacaktır. Bu model IS-LM

modeline üçüncü bir varlığı, kredileri ekleyerek genişletilmiştir. Modelde üç varlık bulunmaktadır; Para, tahvil ve kredi. Modelde borç verenler ve borç alanların tahvil ve kredi arasındaki seçimlerini, bu iki kredi enstrümanı olan faiz oranına bakarak karar verecekleri varsayılmıştır (Çakmaklı, 2005, s.43).

Banka kredi kanalının etkin olup olmadığının değerlendirilmesi açısından, bu kanalın işlemesi için şu üç koşulun geçerliliğine bakılması gerekmektedir(Örnek vd. ,2012, s. 60).

1. Firmaların banka kredilerine bağımlı olması koşulu
2. Merkez bankasının bankaların kredi arzını etkileyebilmesi koşulu
3. Fiyat yapışkanlığı koşulu

Banka kredileri kanalı, para politikası uygulamasının banka kredi hacmini etkileyerek toplam talebi ve dolayısıyla hasılayı etkileme sürecini ifade etmektedir. Daraltıcı bir para politikası uygulamasının tercih edildiği varsayıldığında süreç aşağıdaki şekilde çalışmaktadır: (Erdoğan ve Beşballı, 2009, s. 29-30)

- Daraltıcı para politikası
- Banka mevduatlarının azalması
- Bankalarca ödünç verilebilecek kredi miktarının azalması
- Toplam talebin daralması
- Hasılanın düşmesi

Yukarıda belirtilen varsayımlar ışığında parasal aktarımın banka kanalı şöyle işler: para otoritesinin daraltıcı bir politika uygulaması sonucu rezervleri düşer. Eğer banka rezervlerinde bu düşüşü munzam karşılığa tabi olmayan fonlarla karşılayamıyor veya bu düşüş yerine menkul kıymet ihracına gidemiyorsa uygulanan daraltıcı para politikası etkisini banka kredileri üzerinde de gösterecek ve banka kredileri düşecektir. Banka kredilerinin düşmesi ise, banka bağımlı kredi müşterilerin varlığı durumunda, yatırımlarda ve ekonomik aktivitede daralma yaratacaktır. Görüldüğü gibi para politikası bu kanalda sadece reel faiz oranlarını değil kredileri de doğrudan etkilemektedir.

Para Arzı ↓ ⇒ Kullanılabilir Rezervler ↓

⇒ Banka Kredileri ↓ ⇒ Yatırım ↓ ⇒ Üretim ↓ (1. 10)

1.4.2. Bilanço kanalı

Banka kredi kanalında olduğu gibi, bilanço kanalı da kredi piyasalarındaki eksik bilgilenme sorunundan kaynaklanmaktadır. Düşük bir net değer, kredi açan bankanın daha düşük değerde bir teminat alabileceği, dolayısıyla ters seçimden kaynaklanan potansiyel zararların daha yüksek olacağı anlamına gelmektedir. Sonuç olarak, ters seçim olasılığını yükselten bir net değer düşüşü yatırım harcamalarının finansman amacıyla açılacak kredi hacminde bir daralma yaratmaktadır. İşletmenin net değerinin düşmesi, işletme sahiplerinin firmadaki paylarının değerinin azaldığını ve bu nedenle riskli yatırım projelerine girme olasılığının arttığını ifade eder. Riskli yatırım projelerinin üstlenilmesi kredilerin geri tahsil edilebilmesi olasılığını düşürdüğü için, işletmelerin net değerindeki düşüş kredi hacminde ve dolayısıyla yatırım harcamalarında bir düşüşe yol açacaktır (Miskhin, 2000, s. 287). Miskhin banka bilanço kanalını aşağıdaki gibi şemalaştırmıştır.

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{ters seçim} \downarrow, \text{kötü niyet} \downarrow$

$\Rightarrow \text{krediler} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$ (1. 11)

Para politikası firmaların bilançolarını etkileyebilir. Hisse senedi fiyatlarını yükselten ($P_e \uparrow$) genişlemeci bir para politikası ($M \uparrow$) firmanın net değerinin yükselmesine neden olur. Bu da ters seçim ve kötü niyet sorunlarını azaltacağı için, yatırım harcamalarının artmasına ($I \uparrow$) ve dolayısıyla da üretimin artmasına yol açar.

1.4.3. Nakit akımı kanalı

Nakit akımı firmanın nakit olarak hasılatı ile nakit olarak yaptığı harcamaları arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Nominal faiz oranını düşüren genişlemeci bir para politikası, firmaya nakit akımını hızlandıracığı için firmanın bilançosu üzerinde de olumlu bir etki yaratır. Artan nakit akımının bilanço üzerinde olumlu bir etki yaratmasının nedeni firmanın veya hane halkının likiditesini arttırması ve böylece kredi veren kuruluşun bu firma veya kişinin borçlarını ödeme kapasitesi konusunda daha emin olmasını sağlamasıdır (Miskhin, 2000, s. 287).

$$\begin{aligned}
M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{nakit akımı} \uparrow \Rightarrow \text{ters seçim} \downarrow, \\
\text{kötü niyet} \downarrow \Rightarrow \text{krediler} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow
\end{aligned}
\tag{1.12}$$

Genişlemeci bir para politikası firmaların nakit akımlarını olumlu etkileyerek likiditesini artırır, bunların daha fazla kredi alabilmelerini sağlar; böylece ekonomide çıktı ve hasıla artar.

1.4.4. Beklenmeyen fiyat seviyesi kanalı

Sanayileşmiş ülkelerde borç ödemeleri sözleşmeler aracılığı ile nominal anlamda sabitlendiği için, fiyatlarda beklenmeyen bir artış firmanın yükümlülüklerini reel anlamda düşürür, ancak firmanın varlıklarının değerini azaltmaz. Fiyatlarda beklenmeyen bir artış ($P \uparrow$) yaratan parasal genişleme, bu nedenle, firmanın net değerinde bir artış yaratır. Bu da ters seçim ve kötü niyet sorunlarının azalmasına ve yatırım harcamalarının ve toplam hasılanın artmasına yol açar.

$$\begin{aligned}
M \uparrow \Rightarrow \text{beklenmeyen } P^e \uparrow \Rightarrow \text{ters seçim} \downarrow, \\
\text{kötü niyet} \downarrow \Rightarrow \text{krediler} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow
\end{aligned}
\tag{1.13}$$

1.4.5. Likidite Etkisi

Tüketicilerin ekonomik beklentileri gelecekte mali bir sıkıntı ile karşılaşma yönünde ise ellerinde likit varlık tutma eğilimleri artmaktadır. Mali bir sıkıntı halinde likit olmayan varlıkları nakde çevirmenin maliyeti oldukça yüksektir.

Miskhin'e göre likidite etkisini gözlemlemek için yeni bir parasal aktarım mekanizması elde edilebilir.

$$\begin{aligned}
M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \text{finansal varlıklar} \uparrow \Rightarrow \text{mali sıkıntı olasılığı} \downarrow \\
\Rightarrow \text{dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow
\end{aligned}
\tag{1.14}$$

Dayanıklı tüketim mallarının ve konutların likiditesinin düşük olması, faizleri düşüren ve tüketicilere olan nakit akımını hızlandıran genişlemeci bir politikanın dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarında artışa yol açması konusunda bir başka gerekçe daha getirmektedir. Nakit akımında meydana gelen artış finansal sıkıntıya

girme olasılığını azaltır, bu da tüketicilerin ellerinde dayanıklı tüketim malı ve konut tutma isteklerini güçlendirir. Sonuçta bu tür mallara yapılan harcamalar ve toplam hasıla artar.

1.5. Beklentiler Kanalı

Gelecekteki olaylar ve koşullar hakkında tam bir öngörü ve güvencenin bulunmadığı ve belirsizliğin hüküm sürdüğü bir ortamda iktisadi ajanların geleceğe yönelik çeşitli kararlar almak zorunda kalmaları, beklenti oluşturmalarını gerekli kılmaktadır. Beklentiler büyük ölçüde iktisadi büyüklüklerle ilgili geçmiş deneyimlere, karar alma sürecinde edinilen bilgilere, ekonominin yapısına ve beklenen potansiyel değişmelere dayanılarak oluşturulmaktadır. Para politikası ile ilgili karar alma ve uygulama sürecinde dikkate alınması gereken en önemli unsurlardan birisi de iktisadi ajanların oluşturduğu bu beklentilerdir (Cengiz, 2009, s. 237).

Beklentilere ilişkin üç tür yaklaşım bulunmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2010, s. 293-298);

- 1) Durağan Beklentiler: İktisadi ajanların bir önceki dönem olup bitenleri bir sonraki dönem için temel alarak beklentilerini oluşturdukları varsayımına dayanır.
- 2) Uyarlanmış Beklentiler: Bir değişkenin gelecekte alacağı değerlerin geçmişteki değerlerine göre şekilleneceğini ileri süren yaklaşımdır.
- 3) Rasyonel Beklentiler: Ekonomik yapının durumuyla ilgili bilgilerin tümünün herkes tarafından bilindiği varsayılmaktadır.

Beklenti kanalının işleyişini aşağıdaki gibi şemalaştırabiliriz:

$$\begin{aligned} \text{Beklentiler (M}^E\text{)} \downarrow &\Rightarrow \text{Hisse Senedi Fiyatı} \downarrow \Rightarrow \\ \text{Hane halkı Serveti ve Firmanın Net Değeri} &\downarrow \Rightarrow \\ \text{Tüketim ve Yatırım Harcamaları} \downarrow &\Rightarrow \text{Üretim} \downarrow \end{aligned} \quad (1. 15)$$

Yukarıdaki bilgilere göre beklentilerin olumsuz dönmeye durumunda hisse senedi fiyatları düşüş gösterir. Hane halkının serveti ve firmaların bilançoları değer

kaybeder. Tüketim ve yatırım harcamaları azalır. Üretim ve milli gelirde düşüş kaydedilir (Katı, 2014, s. 77).

Beklenti kanalının işleyişi ile merkez bankasının güvenilirliği arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Uygulanan para politikasının iktisadi ajanların beklentisi üzerinde arzu edilen etkiler ortaya çıkarması için merkez bankasının güvenilir olması gerekmektedir. Bunun için bir dizi kurumsal düzenlemenin yapılmış olması gerekmektedir. Merkez Bankası'nın bağımsızlığı, kurala dayalı para politikası, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile disipline edilmiş bir maliye politikası güvenilirliğin sağlanması için gerekli düzenlemeler arasında sayılmaktadır. Güvenilir bir merkez bankası ulaşmak istediği hedeflerini halka açıkladığı takdirde, iktisadi birimler aynı doğrultuda yönlendirilebilecek ve bu sayede arzulan etkiler ortaya çıkabilecektir. Aksi takdirde aynı politika uygulamasının etkisi daha az olacak ve hatta yanlış yorumlanması halinde aksi sonuçlar ortaya çıkarılabilecektir (Orhan ve Erdoğan, 2008, s. 88).

Parasal aktarım mekanizmasının genel çerçevesine değinilen bu bölümde gerçekleştirilen betimsel analiz incelemesi aracılığı ile parasal aktarım mekanizması hakkında ihtiyaç duyulan teori bilgileri aktarılmıştır. Gelecek kısımda varlık fiyatları mekanizmasının betimsel olarak açıklanması ve Türkiye'de varlık fiyatlarının tarihsel gelişimi üzerine elde edilen bilgilerin aktarılması ile devam edilerek parasal aktarım mekanizması içerisinde varlık fiyatları kanalı üzerine detaylı bir inceleme gerçekleştirilecektir. Bu anlamada çalışmanın son bölümü olan Türkiye'de varlık fiyatları kanalı üzerine yapılan ampirik incelemeye destek olan teorik bilgiler aktarılmış olacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. VARLIK FİYATLARI KANALI

Para politikası etki kanallarından bir diğeri olan ve bu çalışmanın ana amacını oluşturan varlık fiyatları kanalının teorik dayanağını Modigliani'nin Yaşam Boyu Gelir Hipotezi oluşturmaktadır. Buna göre tüketim harcamalarının düzeyini; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar belirlemektedir. Dolayısıyla para arzındaki değişmeler; reel ve finansal varlıkların fiyatlarındaki değişmeler yoluyla bir servet etkisi meydana getirmektedir. Ortaya çıkan bu servet etkisi de tüketime (toplam talebe) yansımaktadır.

Yaşam Boyu Gelir Hipotezi bireylerin bütün yaşamları boyunca yaptıkları tüketimden en büyük toplam faydayı elde etmeye çalıştıklarını, bu nedenle de tüketim ve tasarruflarını oldukça uzun dönemler için planladıklarını varsayar. Buna göre insanlar gelirlerinin yüksek olduğu dönemlerde tasarruf yapmakta ve gelirlerinin düştüğü dönemlerde tasarruflar yoluyla birikmiş olan servetini çözerek tüketimlerinin de gelirle birlikte düşmesine izin vermemektedirler (Yıldırım, vd. 2010, s. 553) .

Varlık fiyatları kanalı, değişik türde ekonomik varlıkların nispi fiyatları üzerinde durmaktadır. Para politikasındaki değişmeler finansal ve reel varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek suretiyle toplam harcamalar ve üretime yansımaktadır (Cengiz, 2009, s. 231).

Hırvatistan'daki parasal aktarım mekanizmasını varlık fiyatları kapsamında inceleyen Ivanov ve Lovrinoviç (2007) kredi ve para genişlemesinin varlık fiyatlarındaki artışını sırasıyla tetikleyen varlıkların finansal ve finansal olmayan formları için talebi artırdığını savunmuşlardır. Parasal aktarım mekanizmasında varlık fiyatları kanalını incelerken neden-sonuç ilişkisi içerisinde teminat olarak kullanılan varlıkların piyasa değerindeki bir artışın yıllardır banka kredilerinde sürekli büyüme dönemlerinde hane halkı ve işletmeler tarafından daha fazla borçlanma sağladığını belirtmişlerdir. Parasal aktarımın kredi kanalı, reel ekonomide hareketlilik ve varlık

fiyatlarındaki hareketlilik arasındaki ilişkiye bağlı olan bilanço kanalı vasıtasıyla faaliyette bulunur.

Varlık fiyatları hareketlerine merkez bankalarının nasıl yanıt vermesi gerektiği konusuna açıklama getiren Bernanke ve Gertler (2000) para politikasının varlık fiyatlarındaki patlamaların zararlı etkilerini baskılamak için yeterli bir araç olmadığını düşünerek en iyi politika çerçevesinden elde edilen amacın esnek enflasyon hedeflemesi olduğunu savunmuşlar. Bu politika kapsamında kısa dönemli para politikası yönetiminin kurgusunda merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrarı tamamlayıcı ve birlikte gerçekleşen tutarlı bir hedef olarak görmeleri gerektiğini savunmuşlardır.

Esnek enflasyon hedeflemesi yaklaşımı merkez bankalarının aktif olarak para politikasına uyum sağlamasını ayrıca enflasyonist ve deflasyonist baskıları dengelemesini dikte eder. Merkez bankaları enflasyonist ve deflasyonist baskılara odaklanarak varlık fiyatları hareketleri vasıtasıyla varlık fiyatları patlamalarının zararlı etkilerini baskılayabilirler. Sonuç olarak enflasyon hedeflemesi, hem makro ekonomik koşulların dengelenmesini sağlamak hem de aynı zamanda varlık fiyatlarının artması (enflasyon) sırasında faiz oranlarının artmasına ve varlık fiyatlarının düşmesi (deflasyon) sırasında faiz oranlarının düşmesine yardımcı olarak finansal paniklerin ortaya çıkması olasılığını azaltabilir. Kısaca enflasyon hedeflemesi çerçevesinin temel avantajı politika yapıcıların varlık fiyatlarının dengesizliği durumunda faiz oranlarını ayarlayarak ekonomiye müdahale etmesine sebep olmaktadır. Varlık fiyatları artışı toplam talepteki düşüşü tetiklediği için, toplam talep üzerinde gerçekleşen enflasyon hedefi faiz oranlarının artması ve varlık fiyatlarının artması ile sonuçlanacaktır.

Yurt dışından sermaye akışının kapılarını açan gelişmekte olan ülkelerdeki liberalleşme bazı durumlarda tüketim ve borçlanmaya ek olarak varlık fiyatlarındaki keskin artışlarla ilişkilendirilir. Finansal liberalleşmenin etkin işlemediği dönemlerde problemler ortaya çıkabilir. Liberalleşme hükümetin güvenilirliğini elde ederek yurtiçindeki alacaklı ve borçlulara ilave bir güç verirse, varlık fiyatlarının aşırı derecede artmasına ve devam eden süreçte aşırı borçlanma ve spekülasyonlara neden olacaktır. Bu senaryo Amerika ve Japonya'yı içeren Doğu Asya ve Latin Amerika'da yaşanan son bankacılık krizlerini oldukça iyi karakterize etmiş gibi gözüküyor. (Bernanke ve Gertler, 2000, s. 6). Bu bağlamda 1930'daki büyük bunalımdan günümüzdeki yerli

krizlerin birçoğuna kadar gelineen süreçte varlık fiyatlarının krizler ve ekonomi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu gözlemliyoruz.

Reel, maliye ve para politikası gelişmelerini 18 OECD ülkesi için varlık fiyatları artışını içeren 38 patlama safhasında 1970'lerden beridir karakterize etmeye çalışan Detken ve Smets (2004) varlık fiyatları patlamalarını 3 döneme ayırarak; patlama öncesi dönem, patlama dönemi ve patlama sonrası dönem olarak isimlendirmiştir. Varlık fiyatları patlamalarını ise düşük maliyetli patlama ve yüksek maliyetli patlama olarak 2 başlık altında incelemiştir. Yüksek maliyetli patlama dönemi sonrasında enflasyon açığı önemli derecede artar, para politikası önemli derecede gevşer ve reel paradaki azalma ve reel paradaki açık ayrıca kredi büyümesi ve kredi büyümesindeki açık önemli derecede genişler. Yüksek maliyetli patlama sırasında emlak fiyatları daha güçlü artar, çıktı açığı daha fazla büyür ve para politikasının daha fazla genişlediğine dair bazı kanıtlar mevcuttur.

Para politikasının daha güçlü genişlemesi pasif bir para politikası seçeneği olarak görülür. Çünkü faiz oranları artan çıktı ve enflasyon açıklarını dengelemek için yeterli, derecede artmaz. Varlık fiyatlarındaki patlamanın sonraki aşamalarına karşı, merkez bankaları varlık fiyatları istikrarı ve fiyat istikrarı arasında tuzak olarak algırlarlar ve birini diğerine karşı aktif olarak takas yapma da gönülsüzdür. Tarihsel olarak, varlık fiyatları çakılmaları ekonomik aktivitedeki keskin düşüşle sıklıkla ilişkilendirilir. Varlık fiyatlarındaki büyük oranlı düşüşler yalnızca tüketim üzerinde servet etkisine sahip değildir aynı zamanda banka kredilerinde kesintiye sebep olan teminat değerinde de düşüşe sebep olur. Bu durum borçlanma ve harcamalardaki düşüşü artırır ve varlık fiyatları ekonomik aktivite üzerinde etkili olur. Varlık fiyatları patlamaları tipik olarak üretim açığı ve yatırım ve konut yatırımı/ GSMH oranındaki ilgili eğilimlere göre önemli bir artış ile ilişkilendirilir. Dahası, artan para ve kredi açığı kadar yüksek para ve kredi oranları büyümesi tarafından belirlendiği için bu patlamalar nispeten kolay para politikası koşulları ve bol para ve kredi koşulları tarafından desteklenir. Bahsedilen bu durumun en yakın örneği olarak gösterilen 2008 küresel krizinde varlık fiyatları kanalı hem değişen gayrimenkul fiyatları hem de değişen varlık fiyatları tarafından 2008 küresel mali krizinin çerçevesinde faaliyet göstermiştir. Özellikle, artan likidite dönemlerinde, gayrimenkul fiyatlarında artışın bir sonucu olarak finansal varlık fiyatlarında ekonomik birimler için artan bir servet etkisi yaratmıştır.

Ardından, talep artışı ve ekonomik aktivitede artış gözlenmiştir. Ancak, kredi kanalının negatif çalışmasıyla (ters seçim-karşılıksız krediler) talep daralması hem gayrimenkul hem de finansal varlıklarda bir azalmanın sonucu olarak yaşanmıştır ve ekonomik faaliyetteki bu yavaşlama kriz haline gelmiştir.

Toplam talepteki değişimler faiz oranlarının hareketleri tarafından (paranın değeri-borcun değeri), aynı zamanda hisse senedi fiyatları, döviz kurları, konut ve arazi fiyatları gibi diğer fiyatların hareketleri tarafından belirlenir. Bu nedenle, varlık fiyatı hareketleri onların gerçek değerini etkileyen temel sebeplere, aynı zamanda ortaya çıkan finansal sistemin likiditesine, yalnızca yurtiçi genişleyici para politikası değil aynı zamanda küresel piyasalardan etkilenen likidite bolluğunun ithalatına bağlıdır. Varlık fiyatlarının değerindeki düşüş kreditorlerin (banka) servet pozisyonlarını ve borçlu (işletmelerin) bilanço pozisyonlarını güçsüzleştirir. Sonuç olarak, bankaların kredi aktiviteleri azalır, para arzı kısılır, yatırım ve harcamalar düşer, faiz oranları artar. Bu durumda faiz oranlarındaki artış paranın değerinin risk priminin eklenmesi yoluyla tetiklenir. Çünkü durgunluk baskıları kredi yükümlülükleri yerine borçlunun görevleri açısından ahlaki tehlike olasılığını artırır.

Merkez bankası para arzını artırmak için genişletici para politikasını benimsediğinde hem kredi hem de para piyasasında kısa vadeli faiz oranları azalacaktır; uzun vadeli faiz oranları azaldığında, tahvil ve diğer finansal varlıkların fiyatları buna göre artacaktır. Artan varlık fiyatları ekonomik kuruluşların finansal servetinde artış sağlayacak ve servetin toplam miktarı da buna göre artacaktır. Daha fazla para ile mal ve hizmet satın almak için, toplam talep ve denge milli geliri artacaktır. Finansal varlıkları satın alma yoluyla sermaye piyasasında katılan para, bu çeşitli karın-üretilen sermayenin arz-talep ilişkisine ve değiştirmek için borç verilebilir kaynaklara, yükselen varlık fiyatları ve miktarına neden olacaktır. Sonunda, bu toplam talep ve denge milli geliri artırmaya neden olacaktır. Öte yandan, azalan para arzı hem kredi piyasasında kısa vadeli faiz oranlarını ve para piyasasını hem de sermaye piyasasında uzun vadeli faiz oranlarını artıracaktır. Nihayetinde, tahvil fiyatları ve diğer mali varlıkların fiyatları düşecektir ancak verim oranları yüksek kalacaktır.

Yüksek varlık fiyatları bilançoğu iyileştirir, dış finansman primlerini azaltır ve yatırım harcamalarını daha fazla uyarır. Yatırımın artması varlık fiyatlarında ve para

akışında artışa da sebep olur. Böylece finansal hızlandırıcı ekonomiye olan erken şokların etkisini artırır (Bernanke ve Gertler, 2000, s. 18).

Varlık fiyatlarındaki değişimler farklı yollarla tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olarak bir ekonomideki toplam harcama miktarını değiştirmeye sebep olabilir. Genel bir çevre ile bakacak olursak, varlık fiyatlarında gerçekleşen bir artış durumunda toplam harcamalar da artacaktır tersi durumda ise toplam harcamaların azalacağını söyleyebiliriz. Varlık fiyatlarındaki değişimler ekonomik birimlerin servetlerini doğrudan etkilemektedir. Örneğin vermek gerekirse hisse senetlerinin değer kazanması durumunda, tasarruflarını bu piyasada değerlendiren ekonomik birimlerin servetleri de aynı ölçüde artmış olacaktır. Servette yaşanan bu artış bireyleri daha fazla mal ve hizmet satın almaya yönlendirecektir. Dolayısıyla tüketim artmış olacaktır ve toplam harcamalar artacaktır. Varlık fiyatlarındaki değişimler parasal aktarım mekanizmasının kanallarından birisi olan yatırımlar üzerinde de etkili olabilmektedir. Örneğin, firmalar yeni yatırımlarını finanse etmek için hisse senedi ihraç etmek yöntemini tercih etmektedirler. Hisse senedi fiyatlarının yükselmesi halinde, firmaların her bir hisseden elde edecekleri fon miktarı artacaktır. Bu etkiye bağlı olarak yatırım harcamaları artacaktır.

Varlık fiyatlarındaki değişimler banka kredilerine ulaşımı kolaylaştırarak da toplam harcamaları etkilemektedir. Yüksek hisse senedi fiyatları ise firmaların net değerlerini yükseltecektir. Net değerinde yaşanan artış firmaların daha az riskli yatırımlara yönelmelerine sebep olacak ve finansal piyasalarda gözlenen ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını azaltacaktır. Eksik bilgiye bağlı olarak ortaya çıkan bu sorunların azalmasına bankaların verdiği kredileri arttırmalarına neden olacaktır. Yatırımlar artacak, toplam talep ve üretim düzeyi yükselecektir. Buna göre parasal bir şok, finansal servetlerin değerini arttırıp, sahiplerini zenginleştirir; bunlar da tüketim harcamalarını arttırıp milli gelirin yükselmesine yol açarlar. Bu kanalın etkin olabilmesi için finansal servetlerin toplumda çok yaygın bir şekilde dağılmış olması gerekmektedir.

2.1.Literatür Taraması

Parasal aktarım mekanizması varlık fiyatları kanalı üzerinde yapılan çalışmalara detaylı bir açıklama getiren Mishkin (1996) para politikası yapıcıları tarafından belirlenen aracın tipik olarak faiz oranı olarak kabul edilmesine rağmen para politikasının ekonomiyi borçlanma araçlarının yanı sıra diğer varlık fiyatları aracılığıyla da etkileyeceğini belirtmiştir. Mishkin'e göre varlık fiyatları; menkul kıymet fiyatları, emlak fiyatları ve döviz kurları olarak üç kategoride incelenmektedir. Tobin (1963) varlık fiyatları kanalına hisse sentleri aracılığıyla bir açıklama getirmiştir ve q Teorisi olarak isimlendirdiği teorisinde hisse senedi fiyatlarındaki değişmelere bağlı olarak firmaların piyasa değerinde meydana gelen değişmelerin yatırım düzeyini etkileyebileceğini belirtmiştir. Bernanke ve Gertler (2000) varlık fiyatlarındaki değişkenliği ele alarak merkez bankalarının nasıl bir önlem alması gerektiği konusunda bir çalışma gerçekleştirerek para politikasının tek başına yeterli bir araç olmadığı konusunda fikir birliğine varmışlardır. Bu bağlamda merkez bankalarının esnek enflasyon hedeflemesini de kullanması gerektiğini savunarak, ekonomik aktiviteye uygunluk gösteren bir enflasyon oranının istikrarlı bir makro ekonomik düzen sağladığını, varlık fiyatlarında gerçekleşen artışa da engel olacağını vurgulamışlardır. Bu yaklaşım finansal şokları azaltmak için uygundur. Kosfeld'e göre (2002) para politikasındaki değişimler finansal ve reel varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek suretiyle toplam harcamalar ve üretime yansımaktadır. Kosfeld'den yola çıkarak bu konuya bir açıklık getirmeye çalışan Cengiz (2009) çalışmasında Monetarist ve Yeni Keynesgil perspektiften nispi fiyatlar teorisinin yorumları hesaba katılarak finansal ve reel varlıklar arasındaki ikame ilişkisine dikkat çekmektedir. Varlıklar arasındaki ikame, optimal bir portföy yapısının bozulmasına yol açan varlıkların nispi getirisindeki değişimler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Varlık fiyatları kanalı ve para politikasındaki rolünü detaylı bir şekilde inceleyen Horatiu (2013) Amerika ve Avrupa'daki bankacılık sistemi ve tüketici kredisi talebini kıyaslayarak Amerika'daki mortgage sisteminin çoğunlukla kredi yoluyla tercih edilmesi sebebiyle ev fiyatlarındaki değişimin Euro bölgesine göre kolaylıkla değiştiğini açıklamıştır. Ayrıca yine Amerika ve Avrupa'daki finansal servet tüketimi üzerindeki farklılıklara değinen Horatiu Amerika'da finansal servetin uzun dönemli yatırım olarak düşünülürken Avrupa'da uzun dönemli yatırımların bireysel emeklilik fonları gibi yatırımların yatırım olarak kabul edildiğini belirterek bu konuya yeterli açıklama getirmiştir. Bu çalışma sonucunda servet etkisi ve

tüketimin alt katmanları arasında güçlü bir bağlantı olduğu ortaya çıkmıştır. Ivanov ve Lavrinovic'in 2003-2006 yılları arasında Hırvatistan ekonomisi üzerine yazmış oldukları makaleye göre ithalatın gelişmesi sonucunda artan likidite sebebiyle kredi genişlemesine sebep olur. Bu kredi genişlemesi de para arzını tetikler. Kredi ve parasal genişleme finansal varlıkların talebini artırır. Bu durumda varlık fiyatlarının artmasına sebep olur. Çin ekonomisindeki parasal aktarım mekanizmasında varlık fiyatları kanalının rolünü inceleyen Hui (2013) varlık fiyatlarını sermaye maliyeti etkisi, Tobin q teorisi ve servet etkisi, bilanço etkisi aracılığıyla açıklamıştır. Çin'deki tahvil fiyatları üzerindeki ampirik çalışmasıyla varlık fiyatları piyasasına açıklık getiren Hui para politikasının tahvil arzı ve talebi üzerine etkisini açıklamış ve M2 para arzı ve diğer para politikası değişkenlerinin tahvil getirisi üzerine etkisini açıklamıştır. Bu açıklamalar sonucunda M2 para arzının tahvil fiyatları üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu ve tahvil piyasasının reel ekonomiye etkisinin nispeten sınırlı olduğunu açıklamıştır. Uzun dönem tahvil getirisinin reel ekonomiye olan etkisinin kısa dönemli tahvil getirisine göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki varlık fiyatları kanalını inceleyen Shah, He, Shafi, Shah (2015) Johansen eş bütünleşme testi, VECM ve Granger nedensellik testleri aracılığıyla Pakistan'daki aktif varlık fiyatları kanalını incelemişlerdir. Eş bütünleşme analizi sonucunda servet fiyatları ve çıktı arasında, çıktı ve faiz oranları arasında uzun dönemli bir negatif ilişki ortaya çıkarırken çıktı ve para arzı arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkarmıştır. Türkiye'de varlık fiyatları kanalı ile ilgili detaylı bir çalışma yapılmamasına rağmen parasal aktarma mekanizması kanallarının incelenmesi yoluyla varlık fiyatları kanalı çeşitli yaklaşımlar aracılığıyla açıklanmıştır. Kasapoğlu (2007) yaptığı araştırma kapsamında para politikası uygulamalarının diğer varlık fiyatlarına etkisi, döviz kuru kanalı ve hisse senedi fiyatı kanalı olarak iki başlık altında incelenmiştir. Hisse senedi fiyatlarındaki değişmelerin ekonomiye etkisini; Tobin'in q teorisi, hane halkı likidite etkisi, firma bilanço etkisi ve servet etkisi başlıkları altında incelemiştir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde etkin olarak işleyen parasal aktarım kanallarını vektör otoregresyon modeli ile tespit etmiştir ve Türkiye'de hisse senedi fiyatları kanalının ve kredi kanalının etkinliğine yönelik istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edememiştir. Güney ve Alacahan (2012) Aktarım mekanizmasını; geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı(döviz kuru kanalı ve hisse senedi kanalı), kredi kanalı ve beklenti kanalı aracılığıyla incelemişlerdir. Varlık fiyatları kanalını;

hisse senedi kanalı, konut ve arazi fiyatları kanalı aracılığıyla inceleyen Güney ve Alacahan diğer varlık fiyatları kanalını ise döviz kuru kanalı aracılığıyla incelemiştir. Varlık fiyatları kanalını Monetarist İktisat ve Keynesyen İktisat ışığı altında inceleyen Katı (2014) yapılan VAR analizi sonucunda, para arzındaki değişmelerin uzun dönemde, hisse senedi fiyatları (BIST değişkeni) üzerindeki etkisinin arttırdığını göstermiş ve hisse senedi fiyatlarındaki bu değişikliğin etkisinin de en çok yatırım harcamaları aracılığıyla GSYİH üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla varlık fiyatları kanalının Türkiye’de işlediğini göstermiştir. Eroğlu ve Eroğlu (2012) parasal aktarım mekanizması kapsamında varlık fiyatları kanalının 2008 krizini nasıl küresel bir krize dönüştürdüğünü incelemiştir. Ev kredileri ve emlak fiyatlarının yükselmeye başlamasından sonra varlık fiyatları kanalının yayılan krizde etkili olmaya başlamasına değinerek enflasyon baskısının da bu yolla arttığını vurgulamışlardır. Aklan ve Nargeleçekenler (2012) hisse senedi piyasasında para politikasının rolünü inceledikleri çalışmalarında Türkiye’de 1996-2012 yılları arasında hisse senedi piyasasının para politikası şoklarına tepki gösterdiğini ve Türkiye’de politika faiz değişikliklerinden en çok etkilenen sektörün mali sektör olduğunu açıklamışlardır. Söz konusu tepkinin büyüklüğü, kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı 2002 sonrası dönemde daha düşüktür. Söz konusu bulguya göre, ilgili dönemde TCMB para politikalarını fiyat istikrarını sağlama yönünde kullanmaktadır. Örnek (2009:104) Türkiye’de parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi konusunda VAR modeli kapsamında yaptığı çalışmada hisse senedi fiyatlarının Türkiye’de istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı sonucuna ulaşmıştır. Smets ve Detken (2004) varlık fiyatları patlamaları sırasında para politikası, maliye politikası ve gerçekte var olan politikalarını karakterize ederek bu patlamadan önceki sonraki ve patlama sırasındaki süreci inceleyerek 1970’lerdeki 18 OECD ülkesini analiz etmişlerdir. Chirinko, Haan, Sterken (2004) 11 Avrupa Birliği üyesi ülkenin, Japonya’nın ve Amerika Birleşik Devletleri’nin ekonomilerinin hisse senedi fiyatlarındaki ve konut fiyatlarındaki şoklara tepkilerini inceleyerek Avrupa, Amerika ve Uzak Doğu sentezi ile birlikte çok uluslu bir çalışma ortaya koymuştur. Bu ülkelerin verilerinden elde edilen etkileri Yapısal Vektör Oto Regresif (SVAR) model aracılığıyla değerlendirmiştir. Bu analiz sonucunda ilk olarak varlık fiyatları şoklarının etkisinin bu ülkeler arasında heterojen olduğu gözlemlenmiştir. İkincil olarak, bu heterojen tepkilerin sistematik olarak ülke çapında finansal sisteme etki ettiği ve servet/bilanço kanalının tüketim için

önemi üzerinde durulmuştur. Son olarak varyans ayrıştırması kapsamında para politikasının hisse senedi fiyat şoklarına tepki verdiğiine işaret edilmiştir. Tüm bu sonuçlar varlık fiyatlarının reel faaliyetler üzerinde oynadığı önemli role vurgu yapmaktadır. Poon (2010) 1980:1-2004:4 dönemleri arasında Malezya ekonomisinden elde edilen bilgiler aracılığı ile Reel GDP, döviz kuru ve hisse senedi fiyatları arasında bir bağlantı bulmuştur. Bu bağlantı yardımıyla elde edilen bilgilerle varlık fiyatları kanalının parasal aktarım mekanizması içerisinde en çok önem teşkil eden kanal olduğu görüşünü savunmuştur. Varlık fiyatlarının para politikası uygulamalarını etkileyerek nihayetinde GSYİH oranını etkilediğini vurgulayarak hisse senedi fiyatlarının gözlemlenmesi para politikası duruşundaki bilginin önemli bir kaynağını oluşturduğunu belirtmiştir.

İçsel bir değişken olan varlık fiyatları kanalını içeren parasal aktarım mekanizması kayda değer bir çeşitliliğe sahiptir. Varlık fiyatları kanalında yer alan kanallar sırasıyla hisse senedi kanalı ve arazi ve konut fiyatları kanalı olarak ele alınacaktır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında hisse senedi kanalı, arazi ve konut fiyatları kanalı ele alınarak detaylı bir analiz yapılacaktır.

2.2. Hisse Senedi Kanalı

Finansal piyasaların küreselleşmesiyle ekonomilerin karşılıklı bağımlılığının artmıştır. 1990'larda sermaye akımlarının serbestleşmesi sonucunda gelişmekte olan ekonomilerin uluslararası piyasalara dahil olması sonucunda ülkelerin karşılıklı bağımlılıklarının artmasıyla hisse senedi piyasasında oynaklıkların artmasına sebep olmuştur. Giriş kısmında da belirtildiği gibi yerel bazda yaşanan krizlerin küresel boyuta ulaşması da küreselleşmenin bir sonucu olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda küresel boyutta gerçekleşen hareketliliklerin hisse senedi piyasalarında hassasiyet yaşamasına sebebiyet vermiştir.

Para politikası kararları hisse senedi fiyatları üzerinden yatırımları etkilemektedir. Hisse senedinin temel değeri, gelecek dönem elde edilecek temettü ödemelerinin bugünkü değerine eşittir. Faiz oranları düştükçe, bugünkü değerimiz artacak ve hisse senedinin fiyatı artacaktır. Buna ek olarak, para politikasındaki bir gevşeme tüketicilerin ve firmaların gelecek dönemdeki ekonomik büyümeye ilişkin

beklentilerini arttıracaktır. Ekonominin daha fazla büyümesi daha yüksek getiri ve kar olanaklarının ortaya çıkması demektir. Nitekim Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda yapılan bir vaka çalışması sonucunda para politikası sürprizlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu gösterilmiştir. Buna göre Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın politika faiz oranında 100 baz puanlık artış şeklinde politika sürprizinin İMKB-100 endeksinde ortalama olarak % 2,7'lik bir düşüşe neden olduğu ve elde edilen katsayının da anlamlı olduğu görülmüştür.

Para otoritelerinin öncelikli hedefleri arasında fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürülebilir en yüksek çıktı ve istihdam düzeyine ulaşmaktır. Bu süreçte temel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının bu temel değişkenler üzerindeki etkileri dolaylı olsa dahi oldukça etkilidir. Para politikalarının en doğrudan ve en hızlı etkisi finansal piyasalar üzerinde gözlemlenmektedir. Geleneksel yaklaşımda hisse senedi piyasasını inceleyecek olursak, parasal aktarım mekanizmasının ve varlık fiyatları kanalının önemli bir bileşenini temsil etmektedir. Buna bağlı olarak esnek para politikaları uygulandığı dönemlerde piyasadaki hisse senedi fiyatlarındaki artışlar ekonomide genişletici etkilere neden olmaktadır. Diğer bir açıdan bakacak olursak sıkı para politikalarının uygulandığı dönemlerde ise tüketim ve yatırım harcamalarındaki azalma vasıtasıyla ekonomide daralma gözlemlenmektedir.

Uygulanan para politikalarının hisse senedi fiyatları üzerine etkisi, piyasa katılımcılarının gelecekteki gelir akımlarının bugünkü değerini belirlemede kullanılmaktadır. Ayrıca büyük ölçüde piyasa faiz oranı tarafından belirlenen iskonto haddi tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu etkilerden ötürü merkez bankalarının iskonto oranını etkileme ihtimalleri para politikalarıyla diğer piyasa faiz hadlerini etkilemelerine bağlıdır. Yatırımcılar bugünkü geliri gelecekteki gelire tercih edecekleri için gelecekteki gelirin veri olduğu koşullarda hisse senetlerine fazla ödeme yapma eğiliminde olmazlar. Yatırımcılar yapacakları yatırımları hakkında karara varırken olabilecek en düşük belirsizliği tercih ettikleri için risk oranı yüksek olan aktifler için daha yüksek geri dönüş talep edeceklerdir ya da gelecekte gerçekleşmesi beklenen ödemeleri düşük oran üzerinden iskonto edeceklerdir.

İskonto oranı yatırımcıların gelecekteki dividant gelirlerine verdikleri ağırlığı yansıtmaktadır. Düşük iskonto oranı yatırımcıların gelecekteki dividant gelirlerine yüksek bir değer atfettikleri ve dolayısıyla yüksek hisse senedi fiyatı anlamına gelir.

Bugünkü değer yaklaşımında hisse senedi fiyatları gelecekte elde edilmesi beklenen dividantların bugünkü değerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla hisse senedi fiyat değişiklikleri, dividantlardaki öngörülen değişikliklerdeki ve/veya reel faiz oranı ile temsil edilen iskonto faktörünü yansıtmaktadır. Geleceğe yönelik gelir akımı beklentileri olumlu olduğunda hisse senedi fiyatları yükselir. Bu süreçte fiyat/kazanç oranı yatırımcıların hisse senetlerine ne kadar ödeme yapmaları gerektiğini gösterir. Fiyat/kazanç oranı arttıkça, yatırımcıların ödemeleri ve geleceğe yönelik kazanç beklentileri artar (Aklan ve Nargeleçekenler, 2012, s. 108).

Monetarist düşünceye göre ekonomideki para arzı azaldıkça bireyler umduklarından daha az paraya sahip olduklarını fark ediyorlar ve dolayısıyla harcamalarını kesiyorlar. Uygun olan bir diğer alternatif ise bireylerin hisse senedi piyasasındaki harcamalarını kısmasıdır. Bu durum hisse senedi talebinin azalmasına ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olmaktadır. Ancak Keynesyen düşünceye göre ekonomideki faiz oranları arttıkça insanlar tarafından bono hisse senedine göre cazip gelmektedir. Böylece hisse senedi fiyatları düşmektedir. Bu iki düşüncenin ortak olarak iddia ettiği düşünce ise para arzındaki düşüşün düşük faiz oranlarını, düşük hisse senedi fiyatlarını, düşük yatırım harcamalarını ve dolayısıyla düşük çıktıyı getirdiğidir (Shah vd. , 2015, s. 50).

Gayrimenkuldeki ve hisse senedindeki düşüş harcamalardaki azalışa sebep olarak hane halkı servetini azaltacaktır. Modern ekonomideki kişisel tüketim GSMH'daki değişikliklerin temel üreticisi olduğu için ekonomi üzerindeki büyük çarpımsal etkileri gözlemlenebilir. Malları satılmamış olan ve hisse senetlerinin piyasa değeri günlük olarak düşüşe giren şirketler, bankacılıkta ve geniş finansal piyasalara yeni para akımları sağlamak adına yetersizlik sorunuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Aynı zamanda, bankalar risk artışıyla kredi kalitesinde düşüşle karşılaşılırlar. Sonuç olarak "krediye ihtiyacı olanlar için kredi daha ulaşılabilir" olarak kabul edilirken, bankalar daha fazla önlem almalıdır. Merkez bankasının müdahalesi olmaksızın, bu durum uzun vadeli faiz oranlarının artması, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının çakılması, yatırım ve harcamaların düşmesi, hükümetin vergi gelirlerinin azalması, borç-alacak krizinin gelişimi ya da ekonomi üzerindeki diğer olumsuz etkiler üzerindeki güçlü etkinin artmasına sebep olur.

Varlık fiyatları kanalı içerisinde hisse senetleri kanalını içeren iki temel kanal vardır. Söz konusu kanallardan ilki yatırım harcamalarıyla ikincisi tüketim harcamalarıyla ilgilidir. Bunlar sırasıyla, yatırımın q teorisi ve servet etkisidir.

2.2.1. Tobin q teorisi

Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin'in William Brainard ile birlikte geliştirdiği yatırımın q teorisi, yeni sermaye malları alımının sağlayacağı getiri ile (ki bu firmanın piyasa değerinde ortaya çıkan artıştır) sermayenin maliyetinin karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Herhangi bir t döneminde sermaye stokuna yapılan bir birimlik ilavenin t+1 dönemi başında firmanın piyasa değerine yaptığı katkı, $(P_t MPK - P_{K,t}d)$ kadar, yani sermayenin marjinal ürününün değerinden, ilgili dönemde sermayede oluşan yıpranmayı gösteren amortisman tutarının farkı kadardır. Buna karşılık bir birim sermaye malının maliyeti, $P_{K,t}(1+r)$ yani sermaye malının fiyatı ile bunun için ödenen ya da hesaplanan faizin toplamı kadardır. Bu ikisinin oranı marjinal q olarak adlandırılır.

$$\text{Marjinal } q = \frac{P_t MPK - P_{K,t}d}{P_{K,t}(1+r)} = \frac{\text{Firmanın piyasa değerindeki artış}}{\text{sermayenin maliyeti}} \quad (2.1)$$

Tobin'in teorisi basitçe, bu oranın 1 değerini aşması durumunda firmanın yeni yatırıma girişeceğini, oranın 1 olması durumunda yalnızca yenileme yatırımları ile yetinileceğini ve nihayet oranın 1 değerinden küçük olması durumunda firmanın yeterince yenileme yatırımı yapamayacağını ve net yatırımın negatif olacağını ifade etmektedir.

$$\text{Ortalama } q = \frac{\text{firmanın borsadaki değeri}}{\text{toplam sermaye maliyeti}} \quad (2.2)$$

Ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında marjinal ve ortalama q eşit olacaktır. Buna karşılık ölçeğe göre artan getiri durumunda marjinal q ortalama q değerini aşarken, ölçeğe göre azalan getiri durumunda ortalama q marjinal q değerinden büyük olacaktır (Yıldırım vd.,2010, s. 590).

Tobin'e göre q, şirketlerin piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine bölünmesi ile elde edilmektedir. Eğer elde edilen q değeri yüksekse, şirketin piyasa

fiyatı sermaye yenileme maliyetine göre daha yüksektir. Bu da yeni fabrika ve teçhizata harcanacak sermayenin şirketin piyasa fiyatına göre daha düşük olduğu anlamına gelir. Böyle bir durumda şirketler hisse senedi çıkarırlar ve satın aldıkları tesis ve teçhizatın maliyetinden daha yüksek bir fiyatla bunları satabilirler. Firmalar az miktarda hisse senedi çıkararak fazla miktarda yeni sermaye malı satın alabilecekleri için yatırım harcamaları artacaktır. Tersine q düşük olduğu zaman, firmaların piyasa değeri sermayenin maliyetine göre daha düşük olduğu için firmalar yeni yatırım malları satın almayacaklardır. Q değeri düşük olduğu zaman, şirketler yeni sermaye elde etmek isterlerse bir başka firmayı ucuz fiyattan satın alacaklar ve yeni sermaye edinmek yerine eski sermayeyi kullanacaklardır. Böyle bir ortamda, yeni yatırım mallarının satın alınması anlamına gelen yatırım harcamaları çok düşük düzeyde kalacaktır. Tobin q teorisi, Büyük Bunalım döneminde yatırım harcamalarının son derece düşük düzeyde kalmasına tutarlı bir açıklama getirmektedir. Söz konusu dönemde hisse senedi fiyatları büyük düşüş göstermiş ve 1933 yılındaki değerleri 1929 yılındaki değerlerinin yaklaşık 1/10'na düşmüştür. Bu da q değerinin görülmemiş ölçüde düşük düzeye inmesine neden olmuştur (Miskhin, 2000, s. 283-284).

Tobin q modelinin düğüm noktası, hisse senetleri fiyatları ve yatırım harcamalarının arasında bir bağlantının var olmasıdır. Ancak, para politikası hisse senedi fiyatlarını nasıl etkileyebilir? Faiz oranlarını daha da düşüren genişlemeci para politikası, hisse senetleri ile göreceli olarak tahvilleri daha az cazip hale getirmekte ve fiyatları artan hisse senetlerine karşı artan bir taleple sonuçlanmaktadır. Bunun, daha yüksek hisse senedi fiyatlarının daha yüksek yatırım harcamasına yol açması ile bir araya gelmesi neticesinde; para politikasının aşağıda belirtilen aktarım mekanizmasına yol açmaktadır:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.3)$$

Para arzındaki bir artış ($M \uparrow$), hisse senetlerinin fiyatlarında bir artışa ($P_s \uparrow$) yol açan genişlemeci para politikasını gösterirken, q arttığında ($q \uparrow$), yatırım artar ($I \uparrow$); bu nedenle toplam talepte bir artış ve çıktıda ($Y \uparrow$) yükselmeye yol açar.

Aynı mekanizmayı elde etmenin bir diğer yolu, firmaların tahviller aracılığıyla yalnızca finansman yatırımları yapmadıkları, aynı zamanda da öz kaynakları (adi hisse senetleri) ihraç ederek de finansman yarattıklarını kabul etmektir. Hisse senedi fiyatları

yükseldiğinde; ihraç edilen her bir hissenin daha fazla fon üretmesinden dolayı firmalar açısından yatırımlarını finanse etmek daha ucuz hale gelecektir. Böylece, hisse senedi fiyatlarındaki bir artış, yatırım harcamalarının artmasına yol açmaktadır. Bu nedenle, bu mekanizmanın alternatif tanımı; hisse senedi fiyatlarını artıran ($P_s \uparrow$) genişlemeci para politikasının ($M \uparrow$), sermaye maliyetini düşürmesi ($c \downarrow$) ve böylece yatırım ve çıktıda yükselmeye ($I \uparrow, Y \uparrow$) neden olmasıdır (Miskhin, 2001, s. 62). Diğer bir ifade ile:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow c \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.4)$$

Q teorisi Neoklasik modelden oldukça farklı gibi görünse de bu ikisi arasında yakın bir ilişki vardır. Bu ilişki kurulu sermayeden gelecekte beklenen karların yatırım kararlarında önemli bir faktör olmasından kaynaklanmaktadır. Gelecekte beklenen karların yükselmesi firmanın piyasa değerini dolayısıyla q değerini yükseltecektir. Beklenen karların artması Neoklasik modelde de aynı biçimde arzulanan sermaye stokunu ve yatırımları artıracaktır. Beklenen karların düşmesi her iki teoride de aynı sonucu vermekte, yatırımları azaltmaktadır (Yıldırım vd. ,2010, s. 591).

2.2.2. Servet etkisi kanalı

Varlık fiyatlarındaki değişimler sadece yatırım harcamalarını değiştirerek toplam talebi ve çıktıyı etkilemezler. Varlık fiyatlarındaki değişimlerin önemli bir etkisi bireylerin tüketim harcamaları üzerinde hissedilebilir. Bu noktada anahtar kavram servet etkisidir. Kuşkusuz finansal servet bireylerin tüketim kararlarını etkileyen önemli değişkenlerden biridir. Finansal servetteki bir artış bireylerin tüketim harcamalarının düşmesine neden olmaktadır. Bu çerçevede para politikasındaki değişimler varlık fiyatlarında meydana getirdikleri değişiklikler nedeniyle bireylerin finansal servetlerini ve tüketim harcamalarını etkilemektedir.

Varlık fiyatları kanalının teorik dayanağını Modigliani'nin Yaşam Boyu Gelir Hipotezi oluşturmaktadır. Hipoteze göre tüketimi belirleyen bireylerin yaşamları boyunca elde edecekleri toplam gelir ve servet düzeylerine bağlıdır. Tüketiciler çalıştıkları dönemde çalışmadıkları döneme göre daha yüksek gelir elde ederler. Bu nedenle çalıştıkları dönemde tasarruf yaparak çalışmadıkları dönemlerde, tüketimin geliri aşan kısmını tasarruflarıyla finanse ederler. Bireylerin elde ettikleri gelirleri yaşamları boyunca tüketime yaymalarına tüketim düzleştirilmesi adı verilir. Tüketim

harcamalarının düzeyini; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarındaki değişimler yoluyla bir servet etkisi meydana getirmektedir. Ortaya çıkan bu servet etkisi de tüketime (toplam talebe) yansımaktadır. Örneğin para arzının artması sonucu hisse senedi ve konut talebinin bu varlıkların fiyatlarını artırmaktadır. Varlık fiyatlarında ortaya çıkan artış finansal ve reel servetin değerini yükseltmektedir. Reel ve finansal varlıklara sahip bireyler, servetlerinin değerindeki artıştan dolayı, tüketim harcamalarını yükseltebilirler. Bireylerin tüketim harcamalarının artması, reel sektörü pozitif yönde etkiler. Örneğin, otomobil talebinin artması, otomotiv sektöründeki üretimi teşvik eder. Kısaca ifade etmek gerekirse, tüketim harcamalarının ve dolayısıyla yatırım harcamalarının artması milli gelir artışına yol açar.

Para tabanının genişlemesi ya da çelişki içerisinde olması ve faiz oranlarındaki belirsiz değişim mevcut tüketici kaynaklarının değerini değiştirecektir. İşletmeleri ya da bireyleri nispeten daha zengin ya da fakir yapacaktır. Buna göre, parasal bir genişleme ve onun faiz oranlarındaki bir düşüşe etkisi reel sermaye bileşeninin artışını (gayrimenkulün fiyatındaki artış aracılığıyla) ve finansal sermayenin artışını (hisse senedi ve tahvilin fiyatındaki artış aracılığıyla) tetikleyecektir. Mekanizma düşük faiz oranlarının yatırımı cesaretlendirmesi temelleri üzerine kuruludur. Reel ve finansal varlıklar için talep daha kesindir. Servette bir artış olarak sonuçlanan ilave yatırım ya da ilave tüketim yahut da her ikisi için de bu büyümenin bir parçasını kullanmak servet sahipleri tarafından belirlenecektir. İlave tüketim arz seviyesinin ayarlanmasından dolayı sırasıyla ilave yatırımın üretilmesi ile sonuçlanacaktır ve artan üretim kapasitesi, talep artışını tetikleyecektir.

İlave tüketimin servette bir değişim yaşayan her belli grubun tüketiminin marjinal zenginliğine bağlı olduğundan söz etmek oldukça gereklidir. Tüketim için marjinal zenginlik harcanabilir gelirin ilave para biriminin tüketimi ile tanımlanabilir. Olması beklenen senaryo ise, faiz oranları artışının simetrik bir şekilde onarılması ve ters bir etkiye sahip olacak olmasıdır. Düşük ücretler tüketim ve yatırımın seviyesinin düşmesine neden olacaktır (Horatiu, 2013, s. 448).

Buna göre parasal bir şok, finansal servetlerin değerini arttırıp, sahiplerini zenginleştirir; bunlar da tüketim harcamalarını arttırıp milli gelirin yükselmesine yol açarlar. Bu kanalın etkin olabilmesi için finansal servetlerin toplumda çok yaygın bir şekilde dağıtılmış olması gerekmektedir (Paya, 2013, s. 126).

Tüketicilerin yaşam boyu sahip oldukları kaynakların önemli bir bileşeni ise finansal servetleridir. Bu finansal servetin en önemli bileşeni ise hisse senetleridir. Hisse senedi fiyatları arttığı zaman mevcut finansal servetin değeri artacak ve bu da tüketicilerin sahip olduğu yaşam boyu kaynakları arttıracaktır. Bunun sonucunda da tüketim artacaktır. Genişlemeci bir para politikası hisse senetlerinin fiyatını arttırmaktadır. Bu göz önüne aldığımızda aşağıdaki gibi yeni bir parasal aktarma mekanizması yazabiliriz:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{servet} \uparrow \Rightarrow \text{tüketim} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.5)$$

Modigliani yaptığı araştırmalar sonucunda, bu mekanizmanın para politikasının etkinliğini arttıran son derece güçlü bir mekanizma olduğunu tespit etmiştir (Miskhin, 2000, s.285).

Varlık fiyatları kanalı servet kanalı tarafından tetiklenen yaşam döngüsü/ sürekli gelir modeline göre tüketimle doğrudan bağlantılı olmaktadır. Ancak servet içerisinde gerçekleşen dalgalanmalara karşı tüketim hareketlerinin yanıtının varlıklar tarafından nasıl değişebileceğinin çeşitli sebepleri vardır. Varlık fiyatlarındaki oynaklık sebebiyle tüketiciler kalıcı değişikliklerden geçici değişiklikleri ayırmakta zorluk yaşayabilirler. Varlık fiyatları hareketleri çoğunluklu olarak geçici olarak görülürse o zaman tüketim üzerine etkisi oldukça az olacaktır. Servetteki bilinirlik seviyesi varlığa göre değişebilir örneğin konut fiyatları borsada rahatlıkla işlem görebilirken ve bu sebeple de nadiren değerlendirilirken finansal portföyler zorlukla fiyatlandırılır. Dahası, konut gibi bazı varlıklar hem servet hem de hizmet akışı sağlamaktadır. Vergi yasaları servetin nihai olarak gerçekleştirilebilirliğini etkiler ve varlığa göre ülkelere göre değişebilir. Eğer servet direkt olarak fayda fonksiyonuna dahil olursa ve tüketimin yerine geçebilecek kadar yeterli olursa, o halde servetteki artışlar rasyonel tüketicilerin daha az tüketim yapmasına ve tüketicilerin boş vakitlerinin artmasına sebep olabilir. Rasyonel olarak hesap yapan tüketicinin servet hareketleri üzerine olan varsayımları varlık fiyatlarından ve hesap hareketlerinin yarattığı sonuçlardan memnun olmayabilir. Emeklilik ve birikim hesapları gibi servet hesapları uzun dönemli hedefler olarak görülmektedir. Bu gibi fonlar varlıklardaki değer değiştirilmesine ve tüketime de etki edebilir. Özetlemek gerekirse, servet kanalı konut ile öz varlıklar arasında negatif olarak bir değişiklik gösteriyor olabilir. Hane halkı ve firmaların karşılaştığı finansal zorluklar

üzerine yapılan son çalışma olan varlık fiyatları bilanço kanalıyla harcama şablonları arasında ilişki olduğuna işaret etmektedir.

11 tane Avrupa birliği üyesi ülkenin, Japonya'nın ve Amerika'nın varlık fiyatları şokları üzerine detaylı bir incelemesini yapan Sterken ve çalışma arkadaşları 2004 yılında çok uluslu bir çalışmaya imza atmışlardır. Hane halkının tüketimini ve firmaların yatırımlarını destekleyen finansal akışı bozan sermaye piyasası içindeki asimetrik bilginin önemli bir rol oynadığının altını çizen araştırmacılar anahtar öge olarak iç ve dış finans arasında banka iflaslarının ardından fonlarını kurtarmaya duyarlı bir boşluk olduğu vurgulamışlardır. Bu yüzden teminatın özel ve genel olarak finansal yapısı içinde önemli bir rolü olduğu görüşüne varılmıştır. Teminat değerini konut ve hisse senedi fiyatları artışı gibi finansal boşluğu azaltan, tüketim ve yatırım harcamalarını teşvik eden bir araç olarak görmüşlerdir.

Servet akışının güçlü bir şekilde liberalleşmesi ile önemli döviz giriş-çıkışları olarak birincil para ve para arzının oluşumu-yıkımının bir akımı olarak döviz işlemlerinin parasal etkisinin önemi artar. Aynı zamanda, dalgalı yönetilen kur uygulaması bankaların güçlü kredi etkinliği tarafından üretilen para arzı büyümesi üzerine kontrol kurmak için merkez bankalarının fırsatlarını artırır. Kredi genişlemesi para arzı genişlemesini tetikler ve harcamalardaki büyümeyi üretir ve servet etkileri yoluyla varlık fiyatlarının değerini artırır. Küresel likidite bolluğu sonucunda gelişmekte olan piyasalar olarak isimlendirilen ülkeler yıllardır güçlü kredi genişlemesi kadar parasal büyümenin yüksek rakamlarını kayda geçirmiştir. Buna bağlı olarak likiditede gerçekleşen artış ihraç ve ithal faktörlerin etkisi sonucunda kredi genişlemesi yaratarak para arzı büyümesinin tetikleyicisi olmuştur. Harcamalardaki artışın üreticisi olan tasarruf ve yatırım imkanlarının genişlemesi servet etkisinin bir sonucu olarak isimlendirilir. Kredi ve parasal genişleme, varlık fiyatlarındaki artışı tetikleyen varlıkların finansal ve finansal olmayan formlar için talebi artırır.

2.3. Arazi, Konut ve Emlak Fiyatları

Giriş kısmında da belirtildiği gibi yaşanan krizler ekonomik süreç kapsamında karar alma mercilerinin davranışları üzerinde etkili olmuştur. Bu bölümde incelenecek olan arazi, konut ve emlak fiyatları bu kapsam dahilinde incelenecektir.

Konut yatırımlarının burada geliştirilen modelini sabit sermaye yatırımları için geliştirilen q teorisi ile birleştirmemiz mümkündür. Esasen buradaki konut yatırım modeli q teorisinin özel bir uygulama biçimi olarak değerlendirilebilir. Konut piyasasında, yeni konut üretmenin maliyeti konutun fiyatından düşük ise konut yatırımları artmaktadır. Hisse senetleri sermaye piyasasında işlem gören firmalar ise bir hisse senedinin fiyatı, o hissenin temsil ettiği sermaye mallarının değerinden daha yüksek ise, firma yeni hisse senetleri ihraç ederek daha fazla yeni sermaye malları satın almayı tercih edeceklerdir. Aksine firmanın hisselerinin fiyatı düşükken daha az yeni sermaye malı edinecekler veya hiç yatırım yapmamayı tercih edecekler. Faiz oranlarının konut yatırımları üzerinde güçlü etkileri vardır. Bunun nedeni çoğu kere konutların 20-30 yıl gibi çok uzun vadeli ve vadesi boyunca eşit aylık taksitlerle geri ödenen kredilerle satın alınmasıdır. Bu durumda faiz hadlerinde çok küçük bir değişme her ay ödenecek taksit miktarı üzerinde çok büyük değişime yol açacaktır. Sanayileşmiş ülkelerde ücret geliri ile yaşayanların konut edinmelerinin neredeyse tek yolu olan ve ‘mortgage’ olarak adlandırılan bu kredi türü yaygın bir uygulama alanı bulmaktadır (Yıldırım vd. , 2010, s. 594).

Son zamanlarda yaşanan makro ekonomik dalgalanmaların temelinde varlık fiyatlarında yaşanan krizlerin başlıca rol oynadığı belirtilmektedir. Faiz kanalı aracılığıyla işleyen varlık fiyatları, konut fiyatları piyasasında etkisini göstermiştir. Varlığın fiyatı düşen faiz oranları sonucunda özellikle konut piyasasında etkisini göstererek hane halklarını harcama konusunda cesaretlendirmiştir.

Yukarıda bahsedilen türde konut kredisi uygulaması sonucunda yaşanan kriz 2008-2012 yılları arasında yoğun olarak etkisini göstermiş olsa da etkileri hala günümüz konut piyasasına yansımaktadır. ABD konut sektöründe patlak veren bu kriz, ekonominin küreselleşmesi sebebiyle diğer ülke ekonomileri üzerinde de etkisini göstermiştir. Enflasyon oranındaki belirsizlikler nedeniyle finansal piyasalarda uzun vadeli sözleşmelerin yapılmasının pek mümkün olmaması sebebiyle ülkemizde bu türden bir konut kredisi uygulaması pek mümkün olmamıştır. Türkiye’de konut piyasasında yaşanan bu kriz mortgage kredisi uygulayan diğer ülkeler kadar etkisini göstermese de diğer ülkelerle yaşanan ekonomik birliktelik sebebiyle etkisini göstermiştir.

ABD ve Euro bölgesinde servetin tüketim davranışları üzerine olan etkisi konusu karşılaştırıldığında iki bölge arasında tüketici kredisi davranışı ve bankacılık sisteminin fonksiyonu konusunda farklılıklar gözlemlenmiştir. ABD’de, konutun piyasa değerini tüketim sermayesine dönüştürmek için kolay ve direk yol olan mortgage tabanlı kredi sistemi çok gelişmiş ve yaygındır. Aksine, Euro bölgesinde kredi türünün bu çeşidi daha az yaygındır, dolayısıyla konut değerindeki değişiklikler böyle güçlü bir aktarım kanalına sahip değildir ve böylece en azından tüketim seviyesi üzerinde önemli bir etkisi yoktur. Tüketim üzerinde etkiye sahip olabilen hisse sentleri ve yatırım fonu gibi finansal servetin iki bileşeni de birbirinden farklıdır. ABD ‘de finansal servet uzun dönemli yatırım olarak düşünülürken Avrupa’da bireysel emeklilik fonları üniversite fonları gibi yatırımlar uzun dönemli yatırımlar olarak kabul edilmektedir. Türkiye modeli kapsamında baktığımız uzun dönemli yatırımlar içerisinde ABD gibi Türkiye’de finansal serveti uzun dönemli yatırımlar olarak ağırlıklı bir şekilde görmektedir. Fakat son dönemlerde bireysel emeklilik fonlarına yönelik devlet desteği yardımıyla bu anlayışta farklılık yapılmaya çalışıldığı gözlemlenmiştir.

Varlık fiyatları kanalı, serveti hem hane halkları hem de işletmeleri yatırım ve tüketim üzerindeki büyük etkisiyle doğrudan etkiler. İşletmeler açısından bakıldığında; üretim seviyesi, birleşmeler, yatırımlar, yeni tesis veya ekipman satın alımı kastedilmektedir. Hane halkı açısından bakıldığında; servetin düzeyi, konut serveti ve mali servet düzeyinden oluşur. Bu durum 2007’deki ekonomik krizde büyük bir rol oynamıştır. Konut kanalının yoğun işlemesi nedeniyle bankacılık sistemi ile konut piyasası tarafından balonlar ile ilişkilendirilir. Aynı zamanda bu bağ vasıtasıyla üretilen ilave tüketim tüm ekonomide balonları tetiklemiştir (Horatiu, 2013, s. 448).

Varlık fiyatlarının dalgalanması ile bahsedilen şey, tüketicilerin kalıcı değişikliklerle geçici değişiklikleri ayırt edememesi sonucu ortaya çıkan etkidir. Varlık fiyatı hareketleri çoğunlukla geçici olarak görülürse bu durumda tüketim üzerine etkisi oldukça küçük olacaktır. Finansal portföyler günlük olarak değerlendirildiği için konut ticareti ve bunların değerindeki değişiklikler günlük olarak fiyatlandırılır. Dahası, konut gibi bazı varlıklar hem servet hem de hizmet akışı sağlar. Günlük olarak değerlendirilen finansal portföyler uzun dönemli bir etkiye sahip olması sebebiyle kalıcı değişiklik ve geçici değişiklik ayırımı zorlaştırmaktadır. Bu etki sebebiyle ortaya çıkan varlık fiyatları

dalgalanmaları önlememesi durumunda ekonomik aktivitede büyük sorunlara yol açabilmektedir.

Parasal aktarım kanalları konusunda da tartışıldığı gibi, kredi piyasasının başlıca sorunu kredi talep edenlerin kredi arz edenler hakkında bilgi yoksunluğu anlamına gelen 'asimetrik bilgi' sorunudur. Bu durum ABD gerçekleşen konut sektöründe gözlenmiştir. Bankalar konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredileri ve işlenmiş kredi koşullarını daha kolay çeşitlendirmiştir. Ancak, bankalar 'ters seçim-ahlaki tehlike' olarak adlandırılan bu yanlış kredilendirme tehdidini dikkate almamıştır. Yani geri dönüşü güç olan kredi taleplerine cevap vererek konut kredisi arzını artırmışlardır. Bu nedenle, bankalar ödeme olasılığı olanların kaynaklarını dikkate almadan düşük gelirli insanlara borçlanma olanağı sunmuştur. Bu süreçte, uzun dönemli faiz oranlarının çekiciliği, yüksek kar ve risk sunan menkul kıymet yatırımcıları kredi talebinde bulunarak geri ödemesi güç olan kredi, borçları altına girmişlerdir. Bankalar bu menkul kıymetlerin satışı ile gelecekteki konut kredilerini finanse etmek için fırsat bulmuşlardır. Sonrasında, endekse bağlı olarak gerçekleşen yüksek fiyatlar ve konuta olan talepte gerçekleşen büyük bir artışı ile karşı karşıya gelmişlerdir. Konutlar "balon" olarak isimlendirilen fiyatlar aracılığıyla aşırı değerlendirilmiştir. Bilançolarında bu türden menkul kıymetleri bulunduran finansal kuruluşlar, öncelikle yüksek kar yapmışlardır fakat daha sonra menkul kıymetlerdeki düşüş ve kredi borçlarındaki geri ödemelerde yaşanan düşüş nedeniyle yüksek kayıplara katlanmak zorunda kalmışlardır. 2005 yılından sonra gayrimenkul için yaşanan talep daralması sonucunda, konut kredisinin geri ödemesinde sorunlar yaşanmıştır. Bu durum finansal piyasalardaki kredilendirme koşullarında sıkı bir politikanın izlenmesine ve ekonomik aktivitenin yavaşlamasına sebep olmuştur. Nihayetinde 2008 yılına gelinen noktaya kadar yaşanan bu süreçte katalizör etkisi yaratan bu etkiler sonucunda zincirleme bir etki yaratarak 2008 küresel konut kredisi krizine ön ayak oluşturmuştur. Bir önceki paragrafta varlık fiyatları dalgalanması olarak nitelendirilen etkinin kalıcı değişiklikler ile geçici değişikliklerin ayırt edilememesi durumu olarak belirtilmişti. Belirtilen bu tanım kapsamında 2008 yılında gerçekleşen kırılmanın başlangıçta yüksek kar elde eden menkul kıymet yatırımcılarının gelecekteki etkileri hesap edememesinden kaynaklı gerçekleşen etkilerden beslendiğini belirtmekte fayda olacaktır.

Parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynayan varlık fiyatlarının diğer bir grubu da emlak fiyatlarıdır. Emlak fiyatları toplam talebi üç şekilde etkileyebilir: konut harcamasını doğrudan etkiler, hane halkı servetini ve banka bilançolarını etkiler.

Konut harcamaları üzerinde doğrudan etkisi; faiz oranlarını daha da düşüren parasal genişleme ($M\uparrow$), konut finansman maliyetini daha aşağıya çekmekte ve böylece de bunların fiyatlarını artırmaktadır ($P_h\uparrow$). Kendi inşaat maliyetine görece olarak daha yüksek olan konut fiyatları nedeni ile inşaat firmaları konut inşaatını daha karlı bulmaktadır, bu nedenle de konut harcamaları ($H\uparrow$) ve üretim ($Y\uparrow$) yükselecektir. Bu aktarım mekanizması aşağıda belirtilen şematikle tanımlanabilir:

$$M\uparrow \Rightarrow P_h\uparrow \Rightarrow H\uparrow \Rightarrow Y\uparrow \quad (2.6)$$

Hane halkı servet etkisi; konut fiyatları, hane halkı servetinin önemli bir bileşenidir ve daha önce de gördüğümüz gibi tüketim harcamalarını etkilemektedir. Bu nedenle, konut fiyatlarında artışa ($P_h\uparrow$) neden olan genişlemeci para politikası ($M\uparrow$), hane halkı servetini de artırmakta ($W\uparrow$) ve tüketim harcamalarını ($C\uparrow$) ve dolayısıyla üretim de artmaktadır ($Y\uparrow$). Yani:

$$M\uparrow \Rightarrow P_h\uparrow \Rightarrow W\uparrow \Rightarrow C\uparrow \Rightarrow Y\uparrow \quad (2.7)$$

Banka bilançolarına etkisi; emlak fiyatlarını artıran ($P_r\uparrow$) genişlemeci para politikası ($M\uparrow$), banka sermayesini artırmakta ($NW_b\uparrow$) ve bankanın kredi vermesinin artışına ($L\uparrow$) yol açmakta, böylelikle yatırım ve çıktı ($I\uparrow$ ve $Y\uparrow$) artmaktadır (Miskhin, 2001, s. 65).

$$M\uparrow \Rightarrow P_r\uparrow \Rightarrow NW_b\uparrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow \quad (2.8)$$

Faiz oranları ile doğrudan bağlantılı olan arazi, konut ve emlak fiyatları banka kredilerinin geri ödenebilirliğini belirleme konusunda bir teminat işlevi görmektedir. Ekonomik aktiviteye yön veren bu türden varlıklar hane halklarının ödeme biçimlerini şekillendirmiştir. Enflasyon oranlarının istikrarlı olduğu ekonomilerde mortgage kredisi şeklinde kendisini gösteren bu ödeme biçimi, ülkemiz ekonomisinde banka kredileri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Mortgage kredisi banka kredilerine göre daha uzun vadeli ve daha düşük faiz oranlarıyla uygulanan bir konut kredisi örneğidir. Bankalar haricinde mortgage kredisi kullandıran şirketlerin de mevcut olması sebebiyle ülkemizdeki banka kredisi uygulamasına göre farklılık arz etmektedir.

Bankalar riskli buldukları ekonomik birimlere kredi kullandırmayı reddedebilirler. Bazı durumlarda ise ekonomide yaşanan gelişmeler bankaların risk değerlendirmelerini değiştirmelerine ve kredi kullanırken daha titiz davranmalarına yol açabilir. Mesela, konut sektöründe yaşanan balonun patlamasına bağlı olarak konut kredilerinde geri dönüş oranı düşmekteyse bankalar konut kredisi kullanımına daha az istekli olacaklar ve aradıkları kriterleri daha da genişleteceklerdir.

Kredi arzı konusunda bankaların uygulamış olduğu bu sıkı politika sebebiyle ekonomik aktivitede yavaşlama gerçekleşecektir. Fakat kredi arzının arttığı dönemlerde kısa süreli gerçekleşen ekonomik aktivitedeki artış karar vericileri yanıltmamalıdır. Yani kısaca bahsedilecek olursa, kredi arzının artmış olduğu dönemlerde kısa süreli olarak ekonomide bir genişleme gözlenecektir fakat devam eden süreç dahilinde alınan kredilerde yaşanan aksaklıklar sebebiyle geri ödemelerde sorunlar yaşanacaktır ve yaratılan balon etkisi ani bir şekilde patlak verecektir. Kredi arz ve talep dengesinin uzun ve kısa dönemli etkileri göz ardı edilmemek kaydı ile kredi arz eden kuruluşların bu ayrıntıyı göz ardı etmemesinde fayda vardır.

Banka kredileri kanalı, para politikası için önemli bir aktarma mekanizmasıysa iki koşulun yerine gelmesi gerekmektedir. Öncelikle, kredi kullanmak isteyen bazı kişi ve kurumlar için, alternatif kaynaklardan fon elde etme olanaklarının sınırlı olması gerekir. Bir diğer deyişle en azından, bazı kişi ve kurumlar için, banka kredilerinin yerine kullanılacak fon kaynaklarının bulunmaması gerekir. İkinci olarak; merkez bankasının, bankaların kredi hacmi üzerinde, güçlü bir kontrol gücüne sahip olması gerekir. Bir diğer deyişle bankacılıkta, aktif yönetimi açısından kredilerin ve menkul kıymetlerin yakın ikame ilişkisi içinde olmamaları gerekir. Eğer bankalar, kredileri ve menkul kıymetleri birbirine tam olarak ikame eden varlıklar olarak kabul ederlerse daraltıcı para politikası önlemleri karşısında, ellerindeki menkul kıymetleri satarak ve kredi portföylerinin değişmesine engel olarak tepki verebilirler. Bu tür bir durumda para arzı azalır, ancak kredi hacmi değişmez. Bankacılık sisteminin kredilerini kontrol edebilmesi oldukça güçtür (Şıklar, 2010, s. 230).

Bankalar, emlak değerinin teminat olarak rol oynadığı yüklü miktarlarda emlak kredileri ile iştigal etmektedirler. Eğer, parasal genişleme sonucunda emlak fiyatları artarsa; bankanın kredi kayıpları azalacaktır ki bu durum bankanın sermayesini

artırmaktadır. Daha yüksek bir banka sermayesi, bankanın daha fazla kredi vermesini olanaklı kılar çünkü toplam talep artacaktır (Miskhin, 2001, s. 65).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE VARLIK FİYATLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1. Türkiye'de Varlık Fiyatlarının Tarihsel Gelişimi

Türkiye ve dünya ekonomi tarihinde 2001, 2008 yılları gibi ekonomik krizlerin yaşandığı süreçlerde ve sonrasında varlık fiyatları kanalı içerisinde hisse senedi piyasası ve konut piyasası oldukça hassas bir konuma sahip olmuştur. Bu gibi varlıkların içinde bulunduğu hassas konum itibari ile Türkiye'de varlık fiyatlarının tarihsel gelişimini incelerken bu iki piyasa üzerinden yola çıkarak inceleme yapmakta fayda vardır.

Son yılların Türkiye'sinde en hızlı gelişen sektör olarak kabul gören inşaat sektörünün temel yapı taşı oluşturulan konut piyasası, ekonomik şoklara karşı oldukça duyarlı bir konumda karşımıza çıkmaktadır.

1990'lı yıllarda yüksek kamu borçluluğu/faiz/enflasyon sarmalında dışlama etkisi(crowding out) nedeniyle kredi talebinin düşük seviyede kalmasının yanı sıra belirsizliğin yüksek düzeyde olması, yapısı itibari ile uzun vadeli bir ürün olan konut kredilerinin gelişimini geciktirmiştir. Ancak, 2001 krizinin ardından Türkiye ekonomisinde gerçekleştirilen reformlara ek olarak küresel likiditenin bolluğu bir ortamda hane halkının borçlanma maliyetlerinin gerilemesi, daha önceki yıllarda geri planda kalan konut kredilerinin canlanmasında önemli bir rol oynamıştır (Çevik, 2013, s.1).

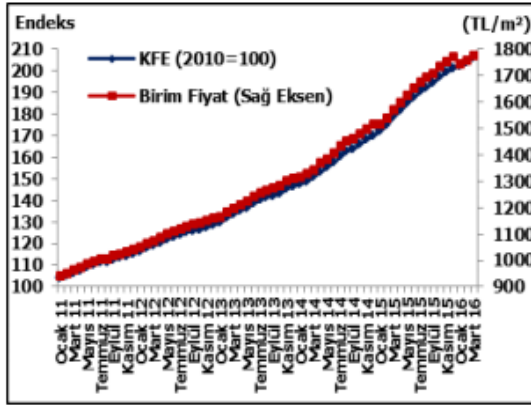
2000'li yıllardan itibaren gerçekleşen düşük faiz, düşük enflasyon oranları ve parasal genişlemeler sarmalındaki ekonomik göstergelerde gerçekleşen olumlu sonuçlar sebebiyle ABD Merkez Bankası'na (FED) olan güvenin artması sonucunda yatırımcılar riskleri göz ardı etmeye başlamıştır. Yatırımcıların güvenli olduğuna inandığı bu ortamdan dolayı konut kredileri artışa geçmiştir. Özensiz bir şekilde dağıtılan konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar sebebiyle 2007 yılının son çeyreğinde ABD'de finansal bir kriz ortaya çıkmıştır. Daha önce yaşanan krizlerden(1929 Büyük

Buhran gibi) farklı olarak bu kriz küresel bir özellik taşıması sebebiyle diğer ülkeler açısından da yıkıcı olma özelliği taşımıştır. ABD kaynaklı gerçekleşen 2008 Mortgage Krizi olarak isimlendirilen bu krizin en belirgin etkileri AB ülkeleri üzerinde olmuştur. Türkiye ihracatının yüzde 50'sine tekabül eden oranlarla dış ticaret hacminin büyük çoğunluğunu oluşturan AB ülkeleri Türkiye'nin 2008 krizinden etkilenmesinde köprü görevi görmüştür. AB ülkeleri ile gerçekleştirdiği dış ticaret ilişkileri sebebiyle Türkiye 2008 krizinden etkilenen ülkeler listesinde yer almıştır. 2008 yılında patlak veren kriz sebebiyle Türkiye'nin, ülke ekonomisi batma noktasına gelen AB ülkeleri ile dış ticaret ilişkileri zayıflamış ve Türkiye'nin cari açığı artmıştır. Artan cari açıkla birlikte işsizliğin beraberinde getirdiği ileriye yönelik beklentiler olumsuz etkilemiş ve yatırım, tüketim oranları azalmıştır. Buna bağlı olarak ekonomik aktivitede yavaşlama gerçekleşmiştir. 2008 yılında gerçekleşen krizde Türkiye çerçevesinde yaşanan bu gibi gelişmeler Euro bölgesi ülkelerinin yaşadığı kadar derinden yaşanmış olmasa bile ekonomi seyrinde kırılma yaşanmasına sebebiyet vermiştir. Türkiye AB ülkelerine nazaran bu krizi atlatabileceği en hafif şekilde atlarmayı başarmıştır. Yaşanan krizin boyutuna bakılacak olursa Türkiye için "başarmıştır" ibaresinin kullanılması kaçınılmazdır.

Türkiye'de konut fiyatları seyrini incelemek amacıyla TCMB Endeksinde kullanılan verilerden yardım alınacaktır. Bu veriler konut kredisi kullandıran bankalar tarafından, bireysel konut kredisi kullandırılması aşamasında hazırlanan değerlendirme raporlarından derlenmektedir. Konut Fiyat Endeksi'nin (KFE) hesaplanmasında, yapım yılına bakılmaksızın, satışa konu olan tüm konutlara ilişkin fiyat verileri kullanılmaktadır. Konut piyasasında konutun gerçek fiyatı satışın gerçekleşmesi ile olduğundan, söz konusu gerçek fiyatı temsil etmek üzere, bireysel konut kredisi talebiyle kredi veren kuruluşlara yapılan başvurular sırasında düzenlenen değerlendirme raporlarındaki konut değerleri kullanılmaktadır. Satışın gerçekleşerek kredinin kullandırılması şartı aranmamakta, değerlemesi yapılan tüm konutlar kapsama dahil edilmektedir. Ülke geneli için hesaplanan Türkiye Konut Fiyat Endeksi (TKFE) için tüm değerlendirme raporları, yine ülke genelini temsil etmek üzere hesaplanan Türkiye Yeni Konutlar Fiyat Endeksi (TYKFE) için yapım yılı içinde bulunulan yıl ile bir önceki yıl olan konutlara ait değerlendirme raporları kullanılmaktadır.

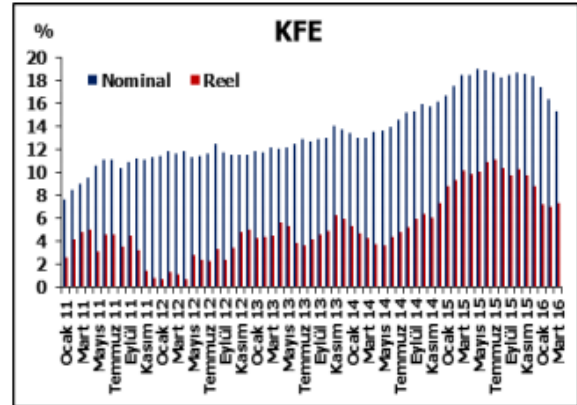
Konut Fiyat Endeksi (KFE) Türkiye konut piyasasındaki fiyat değişimlerini takip etmek amacıyla tabakalanmış ortanca fiyat yöntemi ile hesaplanan KFE

(2010=100), 2016 yılı Mart ayında bir önceki aya göre yüzde 1,09 oranında artarak 206,18 seviyesinde gerçekleşmiştir (Şekil 3.1.1). Bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 15,33 oranında artan KFE, aynı dönemde reel olarak yüzde 7,32 oranında artmıştır (Şekil 3.1.2). Metrekare başına konut değeri olarak hesaplanan birim fiyatlar 2015 yılı Mart ayında 1569,63 TL/m² iken 2016 yılı Mart ayında 1774,34 TL/m² olarak gerçekleşmiştir.



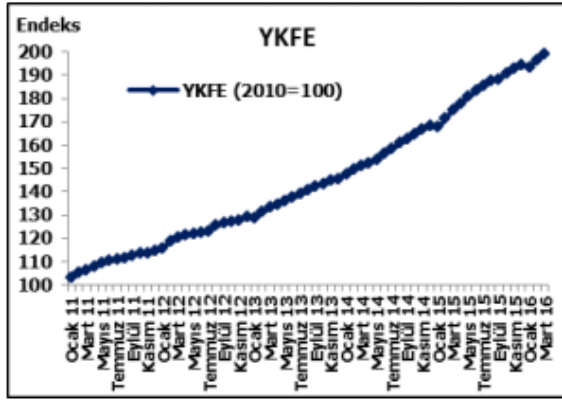
Şekil 3.1.1. KFE ve Birim Fiyat

Kaynak: TCMB, Mart, 2016

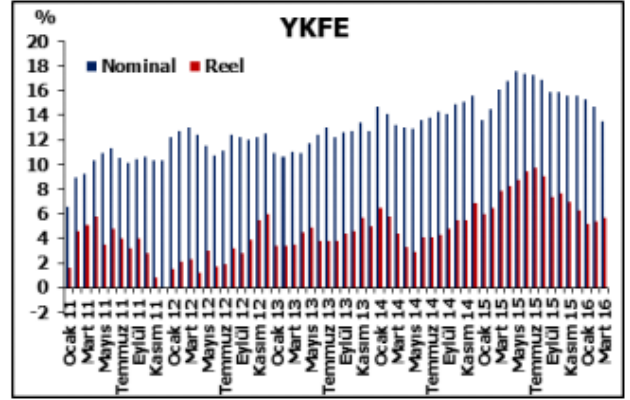


Şekil 3.1.2. KFE Yıllık Yüzde Değişim

Türkiye genelinde, 48 ilde son iki yılda yapımı gerçekleşen konutların değerlendirme raporları analiz edilerek hesaplanan Yeni Konut Fiyatları Endeksi(YKFE 2010=100) 2016 yılı Mart ayında bir önceki aya göre yüzde 1,24 oranında artarak 198,98 düzeyinde gerçekleşmiştir (Şekil 3.1.3). Endeks bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 13,52 oranında, reel olarak ise yüzde 5,64 oranında artmıştır (Şekil 3.1.4) (TCMB Konut Fiyat Endeksi 2016).



Şekil 3.1.3. YKFE



Şekil 3.1.4. KFE Yıllık Yüzde Değişim

Kaynak: TCMB, Mart 2016

Hisse senedi piyasasının Türkiye tarihindeki gelişimini inceleyecek olursak bu süreci üç aşamada incelemek gerekecektir. İlk dönem olarak Osmanlı Dönemi, ikinci dönem Cumhuriyet Dönemi ve son dönem ise Yeni Dönem olarak isimlendirilir.

Osmanlı Devleti'nde ilk borsa, İstanbul'da Osmanlı Devleti'nden alacakları olan ülkelerin çabaları ile kurulan "Dersaadet Tahvilat Borsası"dır. Bu borsa 1906 yılında çıkarılan bir düzenleme ile "Esham ve Tahvilat Borsası"na dönüştürülmüş ve bu yapı ile Cumhuriyet Dönemi'ne kadar faaliyetlerini sürdürmüştür (Karan, 2001, s. 65).

Cumhuriyet Dönemi hisse senedi piyasası 1. Dünya Savaşı'nın yıkıntılarını taşıyan bir dönem olarak Türkiye tarihine geçmiştir. 1929 yılında "İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" kurulmuştur. Bu borsa Osmanlı Borsası'nın devamı niteliğini taşımıştır. 1938 yılında borsa devlet merkezi olan Ankara'ya taşınmıştır fakat Ankara'da sanayi sektörünün gelişmesinin yavaş olması sebebiyle menkul kıymetlere dair işlemlerin burada yürütülemeyeceği anlaşılmıştır. Bu durum sebebiyle borsanın merkezi tekrar İstanbul'a taşınmıştır.

Üçüncü dönem olarak isimlendirilen yeni dönemde 30.07.1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, 06.10.1983 tarihinde ise 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname yayımlanarak geniş kapsamlı bir düzenleme yapılmıştır. Ardından 06.01.1984 tarihinde Menkul Kıymetler Borsaları'nın Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik çıkarılmış ve IMKB

26.12.1985 tarihinde kurularak 03.01.1986 tarihinde faaliyete geçmiştir (Korkmaz ve Caylan, 2006, s. 86-87).

1985 tarihinden itibaren ‘‘İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’’ ismi ile bilinen menkul kıymet borsası 5 Nisan 2013 tarihi ile ‘‘Borsa İstanbul’’ olarak kullanılmaya başlanmıştır. 24 Şubat 2017 yılında yayımlanan kararname ile devlete ait bütün hisselerinin Türkiye Varlık Fonuna devredilmesi kararlaştırılarak üçüncü dönem olarak isimlendirilen yeni dönemde gerçekleşen yeniliklere bir yenisi daha eklenmiştir.

3.2.Ekonometrik Analiz

Çalışmamızın bu bölümünde M1 ve M2 para arzı ile faiz oranları, yatırım hacmi, hisse senedi fiyatları, üretim düzeyi arasındaki 2002: Ocak – 2016: Ekim dönemleri arasında gerçekleşen nedensellik ilişkisi ele alınacaktır. Ele alınan bu nedensellik ilişkisi kapsamında öncelikle analizde kullanılacak değişkenlere ait durağanlık testi yapılacaktır. Yapılan testlerde serilerin durağan olmaması halinde farkları alınarak seriler durağan duruma getirilecektir. Devam eden süreçte Johansen Eş-Bütünleşme Analizi yapılacaktır. Veriler arasında eş bütünleşme olduğu gözlemlendiğinde ise Vektör Hata Düzeltme Modeli tahmin edilecektir. Türkiye modeli üzerinde yapılan çalışmalarla Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) aracılığı yardımıyla elde edilen bilgiler ve değişkenler arasında gerçekleşen etki-tepki fonksiyonları incelenecektir.

Yapılan ampirik analizde öncelikli olarak çalışmada kullanılan veri seti ve değişkenler hakkında bilgi verilecek olup ilerleyen süreçte ise elde edilen ampirik bulgular üzerinde durulacaktır. Son olarak elde edilen nedensellik ilişkisinin analizi yapılacaktır.

3.2.1. Veri seti ve metodoloji

Ampirik model Mishkin (2001) tarafından özetlenen sürece göre belirlenmektedir. Bu sürece göre, para politikasındaki gevşeme, bir diğer deyişle, para arzındaki artış faiz oranını düşürmektedir. Düşen faiz oranının getiri oranını düşmesiyle birlikte portföylerindeki tahvillerin payını azaltırken hisse senetlerinin payını artıracaktır. Bu durumda hisse senedi fiyatlarında artış beklenmesi doğaldır. Artan hisse

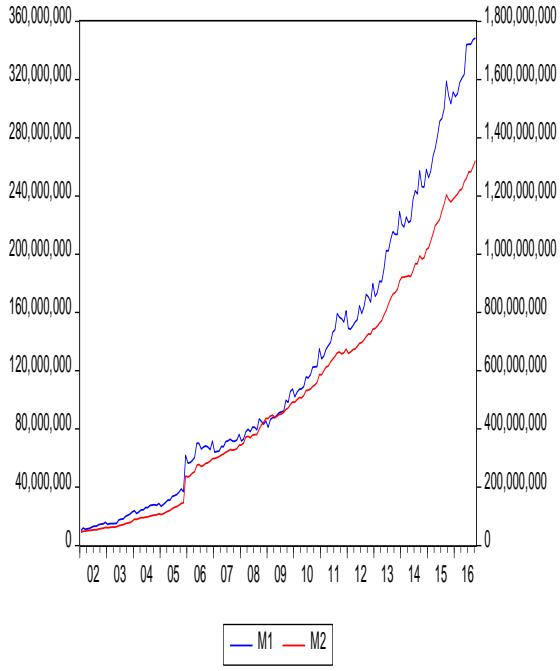
senedi fiyatları ise daha yüksek bir Tobin q değeri yaratacak ve buna bağlı olarak yatırım hacmi artacaktır. Artan yatırımların da daha yüksek bir üretim düzeyi ile sonuçlanması beklenmektedir. Bu anlatımı simgeler ile özetleyecek olursak;

$$M^S \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow SP \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (3.1)$$

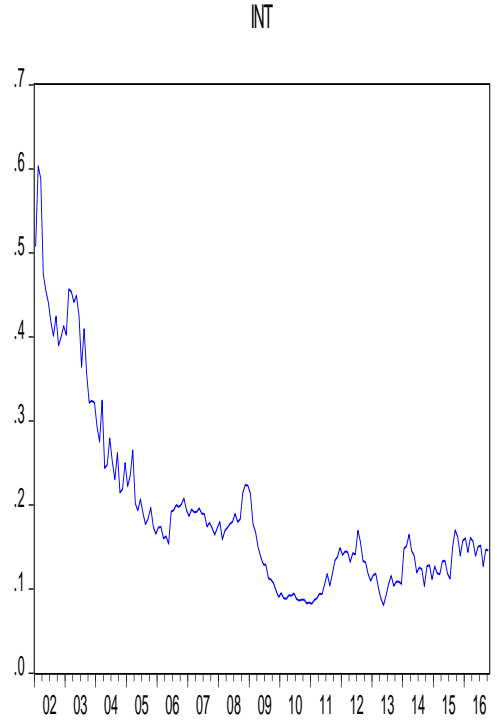
Bu etkileşim zincirinde M^S para arzını, i faiz oranını, SP hisse senedi fiyatlarını, I yatırım hacmini ve Y üretim hacmini ifade etmektedir. Çalışmada para arzı değişkeni TC Merkez Bankası tarafından yapılan M1 ve M2 para arzı tanımları için ayrı modeller çerçevesinde ele alınmaktadır. Öte yandan faiz oranı, bankacılık sistemi tarafından açılan uzun vadeli ticari kredilere uygun faiz oranıdır. Hisse senedi fiyatları Borsa İstanbul 100 indeksi ile temsil edilmektedir. Türkiye’de GSYİH ve unsurları çeyreklik bazda ölçüldüğü için yatırım hacmine ilişkin aylık frekansta veri bulunmamaktadır. Bu nedenle yatırım hacmini temsil etmek üzere bankacılık sistemi (mevduat bankaları+kalkınma ve yatırım bankaları+katılım bankaları) tarafından özel sektöre kullandırılan kredi hacmi kullanılmaktadır. Üretim miktarı ise yine aynı gerekçeyle sanayi üretim indeksi kullanılarak modele dahil edilmektedir.

Tahmin dönemi 2001 krizinin etkilerini ve bu krizin neden olduğu yapısal kırılmaların yol açacağı sorunlardan kurtulabilmek amacıyla 2002: Ocak tarihinden başlamakta ve mevcut verilerde elimizde bulunan son gözlem oranı olan 2016: Ekim verisiyle sona ermektedir. Daha önce de değinildiği gibi 2002 Ocak ve 2016: Ekim dönemi arasındaki aylık bazdaki veriler kullanılmaktadır. Mevcut veri tabanının tamamı, TC Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi üzerinden elde edilmiştir. Sanayi üretim indeksi ise inceleme döneminde indeksin hesaplama yöntemi ve baz yılı değişikliklerinin neden olduğu güçlükler nedeniyle EUROSTAT veri tabanından elde edilmiş, takvim etkisi ve mevsimlik dalgalanmalardan arınmış sanayi üretim indeksi değeridir. İlgili zamanın serilerine ilişkin grafikler aşağıda yer alan grafikler aracılığı ile detaylı bir şekilde incelenebilir.

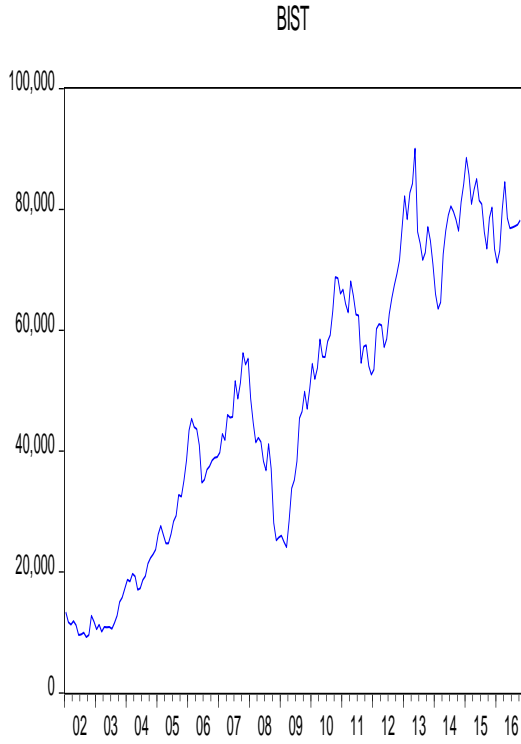
Aşağıda sırasıyla M1 ve M2 Para Arzı, Kredi Faiz Oranı, Borsa İstanbul 100 İndeksi, Yatırım Hacmi, Sanayi Üretim İndeksi verileri aracılığı ile elde edilen grafikler yer almaktadır.



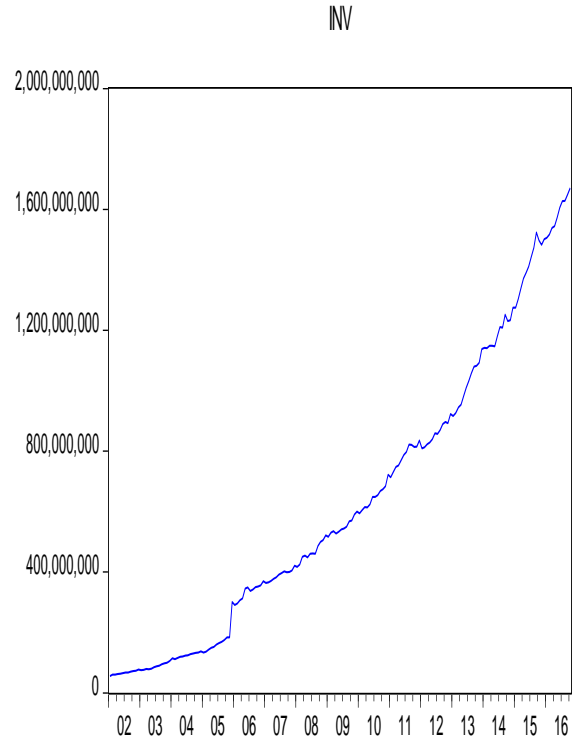
Şekil 3.2.1.1. M1 ve M2 Para Arzı



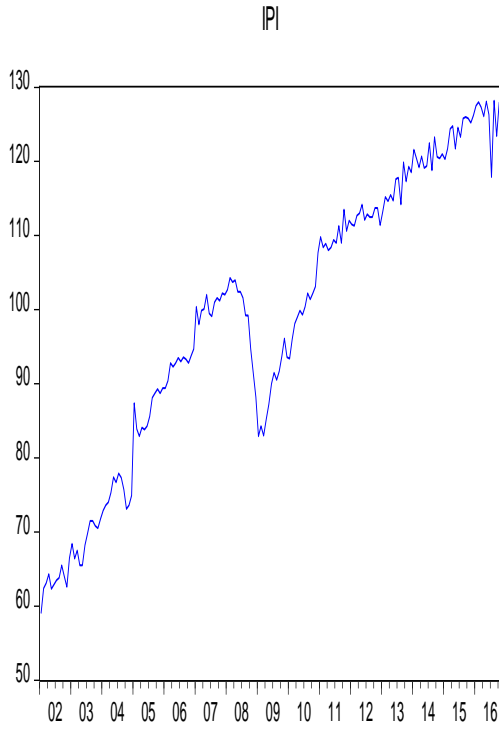
Şekil 3.2.1.2. Kredi Faiz Oranı



Şekil 3.2.1.3. Borsa İstanbul 100 İndeksi



Şekil 3.2.1.4. Yatırım Hacmi



Şekil 3.2.1.5. *Sanayi Üretim İndeksi*

Yukarıdaki grafiklerden edinilen bilgi aracılığı ile M1 ve M2 para arzının ortalama olarak aynı seyirde ilerlediği bilgisine ulaşılmış olursa dahi para arzı verilerinin artan bir trend izlemesi sebebiyle durağan bir seyir izlemediği açıkça görülmüştür. Bahsi geçen artan trend sebebiyle gözlemlenen durağan olmayan seyirler Borsa İstanbul 100 Endeksi, Yatırım Hacmi Oranları ve Sanayi Üretim Endeksi grafiklerinde de gözlemlenirken Kredi Faiz Oranı grafiğinde gerçekleşen azalış da faiz oranlarının durağan bir seyir izlemediğini ortaya koymuştur. Bu bilgiler ışığında daha güvenilir veriler elde etmek amacıyla verilerin durağan hale getirilmesi gerekmektedir.

Aşağıdaki tabloda 178 gözlem sayısından oluşan değişkenlerin istatistik özellikleri yer almaktadır.

Tablo 1: İstatistik Özellik Tabloları

	LM1	LM2	INT	LBIST	LINV
Ortalama	18.23749	19.67681	0.191274	10.61608	19.89027
Medyan	18.32004	19.92173	0.160700	10.80500	20.10380
Maksimum	19.66911	21.00215	0.603300	11.40862	21.23622
Minimum	16.14419	17.63884	0.080900	9.129450	17.84147
Standart Hata	0.978485	0.989040	0.107025	0.649845	0.986353
Çarpıklık	-0.470352	-0.605702	1.688876	-0.852149	0.581788
Basıklık	2.156389	2.110259	5.395060	2.577138	2.119372
Jarque-Bera	11.84149	16.75528	127.1626	22.86889	15.79316
Olasılık	0.002683	0.000230	0.000000	0.000011	0.000372
Toplam	3246.274	3502.472	34.04680	1889.663	3540.467
Hata Kareleri Toplamı	169.4656	173.1413	2.027412	74.74689	172.2020
Gözlem Sayısı	178	178	178	178	178

3.2.2. Birim kök test sonuçları

Türkiye’de parasal aktarım mekanizması kanallarının arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesi kapsamında 2002: Ocak- 2016: Ekim zaman dilimleri arasında serilerin durağanlığı araştırılırken literatür dahilinde en çok kullanılan yöntemlerden birisi olan Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır.

Tablo2: Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	ADF	Mac Kinnon Kritik Değeri			Marjinal Anlam Düzeyi
		%1	%5	%10	
LM(1)	2.16	3.47	2.88	2.58	0.22
Δ LM(1)	18.53	3.47	2.88	2.58	0.00
LM(2)	1.27*	4.01	3.44	3.14	0.89
Δ LM(2)	13.98	3.47	2.88	2.58	0.00
INT	2.92*	4.01	3.44	3.14	0.16
Δ INT	6.68	3.47	2.88	2.58	0.00
LBIST	2.06*	4.01	3.44	3.14	0.57
Δ LBIST	10.97	3.47	2.88	2.58	0.00
LINV	1.47*	4.01	3.44	3.14	0.84
Δ LINV	15.02	3.47	2.88	2.58	0.00
LY	2.83	4.01	3.44	3.14	0.19
Δ LY	16.11	3.47	2.88	2.58	0.00

Not : ‘*’ ilgili serinin trend içerdiğini gösterir.

LM(1), LM(2) olarak simgelenen değerler logaritması alınmış M1 ve M2 para arzlarını, INT olarak simgelenen değer faiz oranlarını, LBIST, LINV ve LY olarak simgelenen değişkenler seride sırasıyla logaritması alınmış Borsa 100 İndeksi, yatırım ve sanayi üretim indeksi verilerini yansıtmaktadır. Bahsedilen değerlerin marjinal anlam düzeyinin 0.05 kritik değerden büyük bir değer olması sebebiyle seriler durağan değildir. Bundan dolayı serilere durağanlık testlerinin uygulanması sonucunda serilerin hepsi birinci düzeyde durağan hale gelmiştir. Δ ile gösterilen değerler değişkenlerin birinci farklarını temsil etmektedir. Bir dönem gecikmeli değerlerin marjinal anlam düzeylerinin 0.05 kritik değerinin altına kalması sebebiyle değişkenler anlamlı hale gelmiştir. Bu durumun sağlanmasını yapabilmek amacıyla serilerin ADF Birim Kök testi

sonuçlarına da bakmak gerekmektedir. Serilerin marjinal anlam düzeylerinin anlamlı olabilmesi için ADF Birim Kök test sonuçlarının %1, %5, %10 değerlerinden büyük olması gerekmektedir.

Gecikmeler Schwarz kriterine göre belirlenmiştir. İlgili tabloda gözlemlenen sonuç aracılığı ile serimizin 1 dönem gecikmede durağan duruma geldiği gözlenmiştir. Hata terimlerinin olasılık değeri düzey değerde anlamlı değilken birinci farkları alındığında anlamlı hale gelmiştir.

3.2.3. Eş bütünleşme test sonuçları

Parasal aktarım mekanizması kanallarını içeren verilerden yola çıkılarak elde edilen modelde verilerin düzey değerde birim kök içerdiğinden ve birinci farkları alındığı takdirde aynı düzeyde durağanlığı tespit edildiğinden dolayı eş-bütünleşme ilişkisine bakılabilir. Bu anlamda modelde kullanılacak eş-bütünleşme testi için Johansen Eş- Bütünleşme Testi uygulanacaktır.

Modelde ikiden fazla değişkenin bulunduğu durumlarda birden fazla eş-bütünleştirici olma olasılığının olduğu durumlarda Johansen Eş-Bütünleşme Testi kullanılır. Bahsi geçen test öz değer ve öz vektörlere dayanarak yapılan bir testtir. Bu testi yapabilmek için kullandığımız değişkenlerin durağanlık derecelerinin aynı düzeyde olması gerekmektedir. Durağanlık derecesi aynı olan değişkenleri Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanarak tahmin etmek gerekir. Böylece eş-bütünleşik olma durumuna bakılır.

Johansen Eş-Bütünleşme Testi beraberinde 2 adet test üretir.

1)Trace (İz) Testi

2)Maximum Eigenvalue (Maksimum Öz değer) Testi

İz Testi modelde kaç adet eş bütünleşik vektör sayısının var olduğunu gösterir.

Tablo 3: Johansen Eş-Bütünleşme Test Sonuçları (M1 Modeli)

Eş Bütünleşik Vektör Sayısı	Öz değer	İz Testi	Olasılık	Maksimum Öz Değer Testi	Olasılık
0	0.186	78.03	0.01	35.58	0.003
1	0.114	42.44	0.15	21.02	0.28
2	0.066	21.42	0.33	11.78	0.57
3	0.053	9.65	0.31	9.47	0.25
4	0.001	0.18	0.67	0.18	0.67

Not: Olasılık değer sonuçlarının kritik değeri 0.05 olarak kabul edilmektedir.

H_0 : Eş bütünleşme yoktur.

H_1 : En az bir tane eş bütünleşme vardır.

Johansen eş-bütünleşme analizinde temel hipotez eş bütünleşme olmadığını vurgularken alternatif hipotez en az bir adet eş bütünleşik vektör sayısının olduğunu vurgulamıştır.

Tabloda belirtilen iz ve maksimum öz değer testi sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde belirtilen kritik değerlerden büyük olduğu için H_0 reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmektedir. Elde edilen sonuçlara göre gerek iz testi, gerekse maksimum öz değer testi, söz konusu değişkenler arasında en az bir adet eş-bütünleşik vektör sayısının varlığını göstermektedir.

Tablo 4: Johansen Eş-Bütünleşme Test Sonuçları (M2 Modeli)

Eş Bütünleşik Vektör Sayısı	Öz değer	İz Testi	Olasılık	Maksimum Öz Değer Testi	Olasılık
0	0.185	77.12	0.01	35.34	0.03
1	0.113	41.77	0.17	20.65	0.30
2	0.065	21.12	0.35	11.56	0.59
3	0.053	9.56	0.32	9.42	0.25
4	0.01	0.14	0.71	0.14	0.71

Not: : Olasılık değer sonuçlarının kritik değeri 0.05 olarak kabul edilmektedir.

M2 para arzı için elde edilen sonuçlara göre ilgili değişkenler arasında en az bir adet eş-bütünleşik vektör mevcuttur.

Eş-Bütünleşme testleri sonucunda yapılacak işlem Hata Düzeltme Modeli'dir. Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olması durumunda kullanılan Vektör Hata Düzeltme Modeli uzun dönemli ilişkiden sapmayı gösterir. Bahsi geçen uzun dönemli ilişki değişkenlerin eş bütünleşik olması olarak ele alınır. Eş bütünleşik kavramının oluşması için serilerin durağan olması gerekmektedir. Durağanlığın sağlanması için ise serilere fark işlemi uygulanır. Hata terimlerinin bir gecikmeli hali eklenen modelin düzey değerinde durağan olması gerekmektedir. Hata terimlerinin katsayısı -1 ile 0 aralığı içerisinde olmalıdır. Eğer bu kısıt sağlanmazsa hata düzeltme modeli çalışmıyor demektir.

Kullanılan değişkenler uzun dönemde dengeye gelirler ancak bu değişkenlerin farklarını aldığımız için değer kayıpları yaşanmıştır ve bu değer kayıpları değişken üzerinde olumsuz etki bırakmaktadır. Bu etkilerden arınmak için Hata Düzeltme modelleri oluşturulmaktadır. Hata düzeltme modelleri ile bu fark ortadan kaldırılmaktadır.

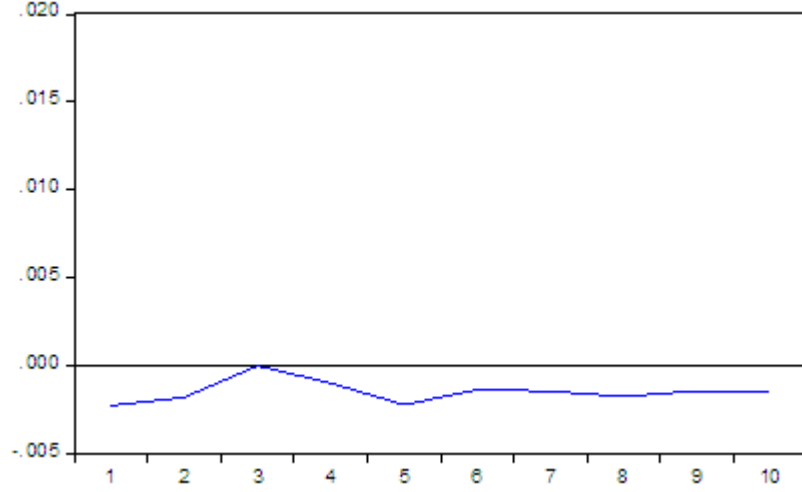
3.2.4. Etki-tepki fonksiyonu sonuçları

Durağan olmayan zaman serileri arasında eş-bütünleşik vektör bulunuyor olması sebebiyle Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) tahmin edilerek değişkenler arasındaki etki-tepki fonksiyonları incelenebilir. Aşağıdaki grafiklerde sırasıyla M1 ve M2 para arzı için elde edilen etki-tepki fonksiyonlarının parasal aktarım mekanizmasının diğer kanalları ile karşılıklı ilişkilerini içeren seyir incelenmektedir.

3.2.4.1. M1 para arzı için etki-tepki fonksiyonları

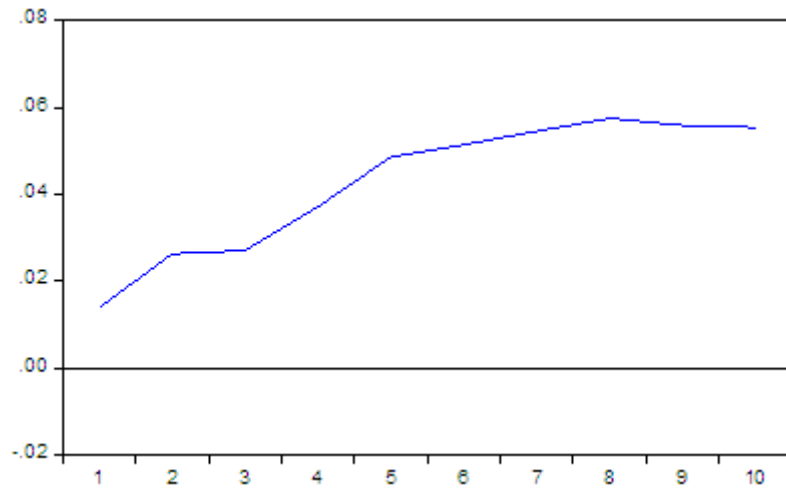
Aşağıdaki grafiklerde sırasıyla logaritması alınmış M1 para arzı (LM1), kredi faiz oranları (INT), logaritması alınmış Borsa İstanbul 100 İndeksi (LBIST), logaritması alınmış yatırım hacmi (LINV) ve logaritması alınmış üretim hacminin (LY) birbirlerine olan tepkisi Türkiye verilerinden yararlanarak grafiklere aktarılmıştır. Türkiye'de belirli dönemler arasında elde edilen verilerin logaritması alınmıştır. Bunlardan yalnızca faiz

oranlarının logaritması alınmamıştır. İncelenen grafikler aracılığı ile Türkiye modeli ile teorinin uyumlu olup olmadığı incelenecektir.



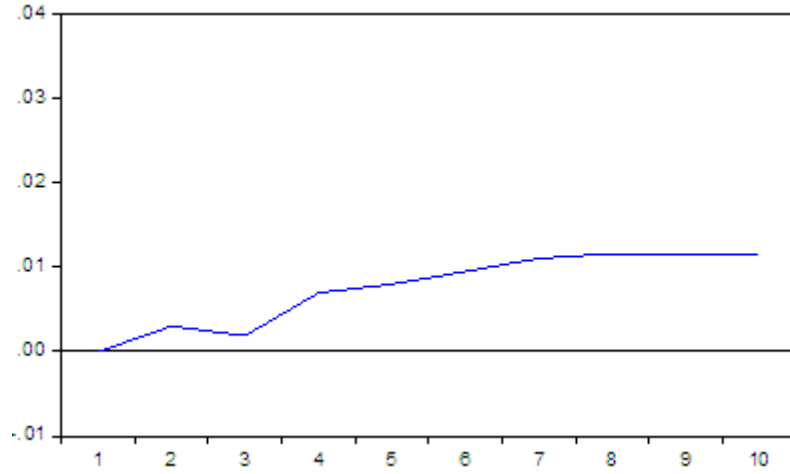
Şekil 3.2.4.1.1. Kredi Faiz Oranlarının M1 Para Arzına Tepkisi

M1 para arzının arttığı durumda faiz oranları azalacaktır ($M1 \uparrow \Rightarrow i \downarrow$). Bu durum kredi faiz oranlarının M1 para arzına tepkisi olarak ifade edilen grafikte kredi faiz oranlarının sıfır değerinin altında olması ile anlaşılır. Teoride de M1 para arzının artması durumunda emisyonunda olan paranın artması ile paranın değeri olarak kabul edilen faiz oranlarının düşmesine sebep olacaktır. Yani Türkiye’de kredi faiz oranlarının M1 para arzına olan tepkisi teori ile eş değer durumdadır.



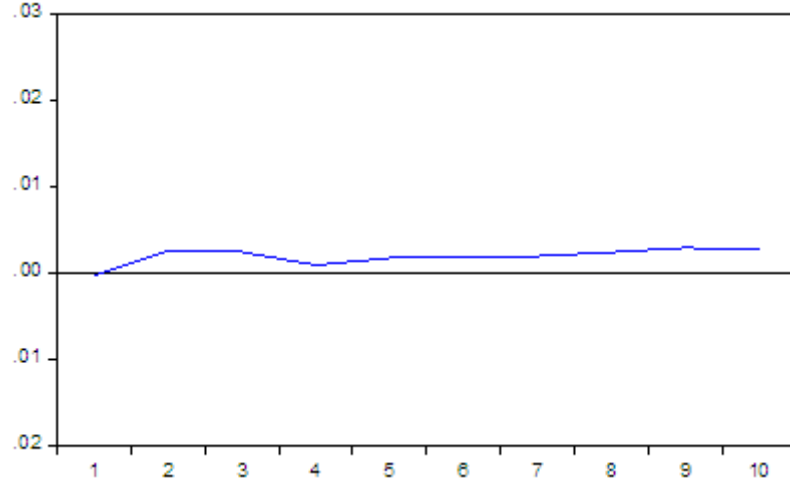
Şekil 3.2.4.1.2. Borsa İstanbul 100 İndeksinin Kredi Faiz Oranlarına Tepkisi

M1 para arzının artması ile azalan faiz oranları hisse senedi fiyatlarının artmasına sebep olmuştur ($i \downarrow \Rightarrow SP \uparrow$). Düşen faiz oranları getiri oranını azaltacak ve varlıkların değerini pozitif yönde etkileyecektir. Böyle bir durumda yatırımcılar faiz oranlarının düşme ile birlikte portföylerindeki tahvillerin payını azaltırken hisse senetlerinin payını artıracaklardır. Bu durumda hisse senedi fiyatlarında artış beklenmesi doğaldır. Bu durumda teori ile Türkiye modeli öz değer bir şekilde işlemektedir.



Şekil 3.2.4.1.3. Yatırım Hacminin Borsa İstanbul 100 İndeksine Tepkisi

Artan hisse senedi fiyatları daha yüksek bir Tobin q değeri yaratacak ve buna bağlı olarak yatırım hacmi artacaktır ($SP \uparrow \Rightarrow I \uparrow$). Türkiye modeli bu anlamda da teori ile eş değer durumdadır.

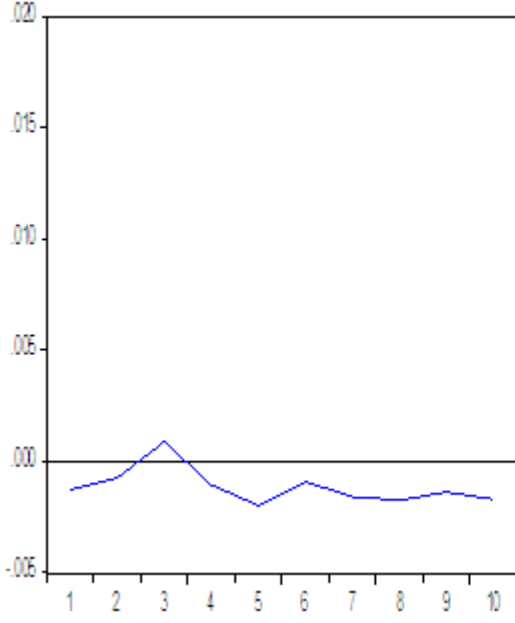


Şekil 3.2.4.1.4. *Üretim Hacminin Yatırım Hacmi Oranlarına Tepkisi*

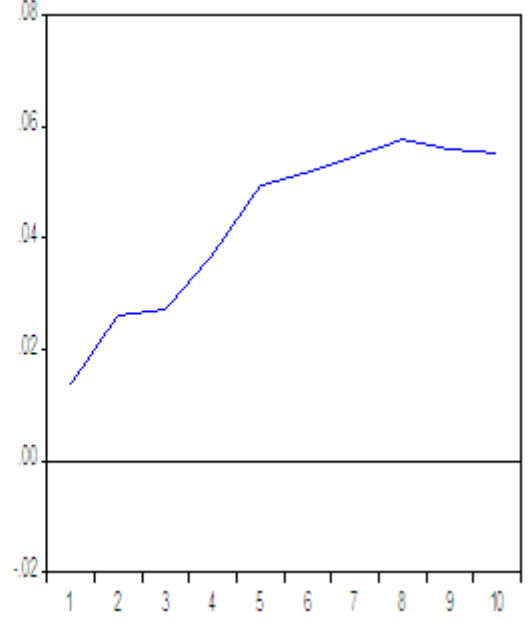
Artan yatırım oranları üretim oranlarının da artmasını tetikleyecektir ($I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$). Türkiye verilerinden elde edilen grafiklerde de gözlemlediğimiz üzere teoride bahsedilen artış durumu Türkiye’de de gözlenmiştir. Yani teori ile eş değer ilerleyen bir durum aktarım kanalının bu kısmında da geçerliliğini korumuştur.

3.2.4.2. M2 para arzı için etki-tepki fonksiyonları

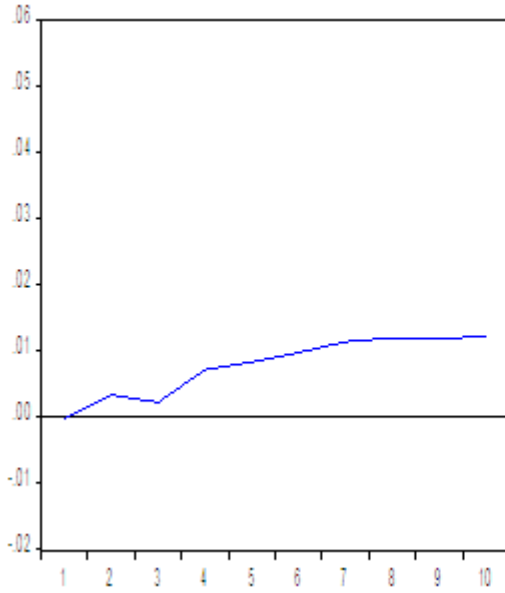
Ham verilerden elde edilen grafiklerden de gözlemleyeceğimiz üzere M1 ve M2 para arzlarının aralarında küçük farklar oluşsa dahi değişkenlerin birbirlerine olan tepkisi eş değer ilerlemektedir. M1 para arzında olduğu gibi M2 para arzında da Türkiye modeli ile teori eş değer bir şekilde ilerlemektedir.



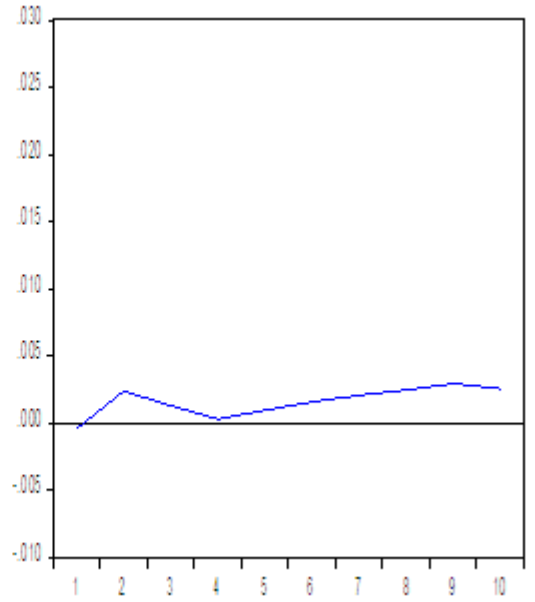
Şekil 3.2.4.2.1. *Kredi Faiz Oranlarının M2 Para Arzına Tepkisi*



Şekil 3.2.4.2.2. *Borsa 100 İndeksinin Kredi Faiz Oranlarına Tepkisi*



Şekil 3.2.4.2.3. *Yatırım oranlarının Borsa 100 İndeksine Tepkisi*



Şekil 3.2.4.2.4. *Üretim Hacminin Yatırım Oranlarına Tepkisi*

Türkiye'nin varlık fiyatları verilerinden yola çıkarak incelenen modelde Türkiye'de varlık fiyatları, bilinen teori ile eş değer bir seyir izlemiştir. Bu durum 2002: Ocak -2016: Ekim yılları arasında varlık fiyatlarının Türkiye'de sorunsuz bir şekilde işlediğini ve olması gereken seyrinde işlediğini göstermektedir. Böylesi dönemlerde yatırım yapmak isteyen karar vericiler teori bilgileri yardımı ile Türkiye'de varlık fiyatları hareketleri üzerine rahatlıkla gözlemler yapıp, varlıklar üzerinde teori bilgileri yardımıyla kararlar alabilirler.

4. SONUÇ

Giriş kısmında da belirtildiği gibi krizler ekonomide kırılma noktalarını oluştururlar ve yaşanan bu kırılmalar aracılığı ile de varlıkların krizlere olan duyarlılığı gözlemlenebilir. Bu çalışmada ulaşılmak istenen nihai amaç da bu çerçeve etrafında gerçekleşmektedir. Bu sebeptir ki çalışmada tek bir kırılma noktası üzerinden gözlem yapabilmek amacıyla verileri, 2001 krizi etkilerinden arındırmak maksadıyla, 2002 yılından başlanarak sahip olunan son verilere kadar gerçekleşen aralıkta gözlem yapılmıştır. Bu şekilde 2008 yılında yaşanan küresel krizin varlık fiyatları üzerinde gerçekleştirdiği etki daha sağlıklı bir şekilde gözlemlenebilir. Aynı zamanda konut kredileri temeliyle ortaya çıkan bu sorun yapılan çalışmanın birincil amacı olan varlık fiyatları analizine de hizmet etmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde gerçekleştirilen betimsel analiz çalışmanın nihai amacı olan ampirik analize kaynak oluşturması amacıyla yazılmıştır. Bu anlamda bir tanım niteliği taşıyan bu bölüm aracılığı ile parasal aktarım mekanizması detaylı olarak tanımlanmıştır. Parasal aktarım mekanizması üzerinde çeşitli düşünürlerin fikirlerinden yardım alınırken aynı zamanda alınan bu yardım Klasik, Keynesyen ve Monetarist disiplinler çerçevesinde incelenmiştir. Birinci bölümde yapılan çalışmanın detaylarına değinebilmek maksadı ile faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı (ikinci bölümde daha detaylı değinilmesi amacı ile kısa bir şekilde değinilmiştir.), döviz kuru kanalı ve nihayetinde beklentiler kanalı çerçevesinde parasal aktarım mekanizması incelenmiştir.

Çalışmanın gövdesini oluşturan ikinci bölümde varlık fiyatları kanalı tanımlanmış bu sayede üçüncü bölümde yapılacak olan ampirik analizin teorik temeli tamamlanmıştır. Yani bu bölümde varlık fiyatları kanalı tanımlanmış ve bu anlamda literatür taraması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada Mishkin'in değinmiş olduğu teorik çerçeve başlıca kaynak olarak alınırken aynı zamanda farklı kültürlerden oluşan ekonomistlerin fikirlerinden de destek alınmıştır. Romanya (Horatiu), Avrupa Birliği ülkeleri, Amerika ve Japonya (Chirinko, Haan, Sterken), Hırvatistan (Ivanov-Lavrinovic), Çin (Hui), Pakistan (Shah, He, Shafi) ve Malezya (Poon) gibi farklı kültürlerin ekonomilerini yansıtan araştırmacıların kaynaklardan yardımlar alınmıştır. Bu sayede varlık fiyatları açısından Türkiye'nin bahsedilen ülkeler arasındaki konumu

ve varlık fiyatları mekanizmasının işlerliği karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Karşılaştırmalı bir gözlem fırsatı tanıyan bu çalışma aracılığı ile Türkiye’de gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi varlık fiyatları kanalının parasal aktarım mekanizması içerisinde temel taşı niteliği taşıdığı gözlemlenmiştir. İncelenen bu çalışmalar içerisinde Shah, He ve Shafi’nin Pakistan ekonomisi üzerinde varlık fiyatları kanalının incelenmesi sonucunda Vektör Hata Düzeltme Modeli ve Johansen eş bütünleşme analizinin yapılması aracılığı ile gerçekleştirdiği metodolojinin yapılan bu çalışmanın metodu ile benzer nitelikler taşıdığı gözlemlenmiştir. Parasal aktarım mekanizması içerisinde en önemli parçayı oluşturan varlık fiyatları kanalının gelişmekte olan ülkelerdeki önemine değinilen bu çalışmada Türkiye örneği ile benzerliklere rastlanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye’de önemli bir alan teşkil eden varlık fiyatları kanalı kırılma dönemlerinde belirleyici bir rol oynamıştır. Ekonomik aktivitede yaşanan hareketliliklerden etkilenen varlık fiyatları pek çok karara da etki noktası oluşturmuştur. Bir diğer deyişle bu dönemlerde faiz oranları gibi daha pek çok değişkenden etkilenen varlık fiyatları yatırım ve üretim gibi pek çok kararı da etkileme noktasında bulunmaktadır. Bu anlamda ekonominin bel kemiğini oluşturan varlık fiyatları kanalını ve varlık fiyatları hareketlerini incelemek kaçınılmaz hale gelmiştir.

Türkiye’de varlık fiyatları kanalının ampirik analizlerle incelendiği üçüncü bölüm, yapılmış olan bu çalışmanın nihai hedefini oluşturmaktadır. Bu sebeple üçüncü bölümde gerçekleştirilen analizde Türkiye verileri yardımıyla parasal aktarım mekanizması içinde varlık fiyatlarının 2002: Ocak-2016:Ekim dönemleri arasındaki seyri incelenmiştir. Yapılan bu çalışmada 2008 yılı baz yılı seçilmiştir ve Türkiye ekonomi tarihinde varlık fiyatlarının seyri bu çevrede incelenmiştir. Borsa İstanbul 100 İndeksi ve konut fiyatları endeksine bakılacak olursa 2008 yılı sonrasında hisse senedi ve konut fiyatları indekslerinde artışlar gözlemlenmiştir. Kriz dönemlerine duyarlılığı ile bilinen hisse senetleri ve konut fiyatları 2008 yılında da hassasiyet göstererek artış göstermiştir. Yapılan bu gözlem üzerine gerçekleştirilen ekonometrik analizde varlık fiyatları verilerinin birim kök analizi yapılarak eş-bütünleşme analizleri yapılmıştır.

Vektör Hata Düzeltme Modeli ile gerçekleştirilen bu analizde amaç bilinen teorik bilgi ile Türkiye modelinin birbiri ile uyumlu olup olmadığını incelemektir. M1 ve M2 para arzları ile ayrı olarak gerçekleştirilen analizde etki-tepki fonksiyonları

yardımıyla parasal aktarım mekanizmasının teori ile eş değer olduğu gözlemlenmiştir. Yani Türkiye’de parasal aktarım mekanizması sorunsuz bir şekilde işlemektedir. Teori ile Türkiye modeli üzerindeki bilgilerin eş değer olmaması halinde bu durumu tetikleyen sebeplerin de araştırılması gerekecekti. Fakat böylesi bir durum söz konusu olmadığı için Türkiye’de yaşanan kriz dönemlerinde yani iktisadi bir terim olarak kırılmaların yaşandığı dönemlerde varlık fiyatları ekseninde yatırım kararı gibi çeşitli kararları almak niyetinde olan karar vericilerin teori bilgileri aracılığı ile karar vermelerinde bir sakınca görülmemiştir.

Dünya ekonomi tarihi için büyük zararlara sebebiyet veren küresel krizler ve yaşanan kırıma noktaları, hane halkları ve işletmeler için de aynı şekilde birer depresyon sebebi oluştururken ekonomistler için gözlem yapma fırsatı buldukları zamanlar olarak değerlendirilmelidir. Böylesi zor zamanlarda daha fazla analiz yaparak çıkarımlarda bulunmak yatırım, üretim gibi kararları alma noktasında olan karar vericiler açısından birer kaynak niteliği taşımaktadır. Bu anlamda gelecekte yaşanacak olan krizler sonucunda daha akıllıca kararlar alınmasına destek niteliği taşımaktadır. Bu sebeple ekonomistler kriz dönemlerini daha verimli geçirmek sureti ile daha fazla incelemeler yaparak karar vericilere ışık tutmak durumunadır.

KAYNAKÇA

- Afşar, M. vd. (2013). *Para politikası* (1. Baskı). Ankara: Açık Öğretim Fakültesi Yayınları.
- Akkan, N.A. ve Nargeleçekenler, M. (2012). Hisse senedi piyasasında para politikalarının rolü: Türkiye örneği. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33(2).
- Başçı, E, Özel, Ö. ve Sarıkaya, Ç. (2007). The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments, *BIS Paper*, no: 35.
- Bernanke, B. ve Gertler, M. (2000). Monetary Policy and Asset Price Volatility, NBER Working Paper Series: 7559, National Bureau of Economic Research.
- Boivin, J, Kiley, M.T. ve Mishkin, F.S. (2010). How Has The Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? , *NBER Working Paper*, No: 15879.
- Büyükakın, F. ve Erarşlan, L. (2004). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğin Değerlendirilmesi, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı: 2.
- Büyükakın, F, Cengiz, V. ve 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).
- Cambazoğlu, B. (2010). *Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği*, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Tez No: 249636.
- Cambazoğlu, B. Karaalp, H.S. (2012). Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği, *Yönetim Ekonomi Dergisi*, 19(2).
- Cengiz, V. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalı'nın Etkinliği Üzerine Bir Analiz: Türkiye Örneği (1990-2006)*. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Tez No: 226113.

- Cengiz, V. (2008). Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma, *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1).
- Cengiz, V. (2009), Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi ve Ampirik Bulgular, *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, İktisat Bölümü
- Çakmaklı, S. (2005). *Parasal aktarım mekanizmaları: Türkiye uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çavuşoğlu, T. (2002). Credit Transmission Mechanism In Turkey: An Empirical Investigation, *METU and Hacettepe University, ERC Working Papers In Economics*, Ankara: Economic Research Center Middle East Technical University.
- Çevik, B. (2013). *Türkiye’de Konut Piyasasındaki Gelişmeler, İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü*, (<http://ekonomi.isbank.com.tr>) (Erişim tarihi: 01.05.2017).
- Chirinko,R.S, Haan L. ve Sterken E, (2004). *Asset Price Shocks Real Expenditures and Financial Structure: A Multi-Country Analysis*.
- Çiçek, M. vd, (2012). *Para Teorisi ve Politikası* (1.Baskı). Lisans Yayıncılık.
- Detken, C. ve Smets, F. (2004). Asset Price Booms And Monetary Policy, *European Central Bank Working Paper Series*, NO: 364.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2010), *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, Remzi Kitabevi.
- Erdoğan, S. ve Beşballı, S.G. (2010). Türkiye’de Banka Kredileri Kanalının İşleyişi Üzerine Ampirik Bir Analiz, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(1).
- Eroğlu, İ. ve Eroğlu, N. (2012). *Monetary Transmission Channels And Assesment Within The 2008 Global Financial Crisis*, *African Journal of Business Managament*, Gaziosmanpaşa University, Department of Economics, 6(29).
- Friedman, M. (1970). *The Counter- Revelation In Monetary Theory*, *Institute of Economic Affairs Occasional Paper*, No.33.

- Gujarati D. N., (1995). Temel Ekonometri, Çev. Ü. Şenesen ve G. Şenesen, 1999, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gündüz, L. (2001). Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Ve Banka Kredi Kanalı, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi*.
- Güney, S. ve Alacahan, N.D. (2012). Parasal Aktarım Mekanizmaları ve Türkiye Değerlendirmesi, *Uluslar arası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, Kırgızistan: İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi, Türk Sosyal Bilimler Enstitüsü, 33.
- Gür, E.T. (2003). *Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Horatiu, D. (2013). *The Asset Price Channel And Its Role In Monetary Policy Transmission*, Economics and International Business Department, The Faculty of Economics and Business Administration, Romanya: Babes-Bolyai University.
- Hui, Z. (2013). *An Emprical Study Of The Asset Price Channel Of Monetary Transmission In China*, Peking University, School of Economics, Working Paper (003).
- Ivanov, M. ve Lovrinovic, I. (2007). *Monetary Transmission Mechanism and Behavior of Asset Prices: The Case of Croatia*, University of Zagreb.
- İnan, E.A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye, *Bankacılar Dergisi*, No: 19.
- Kamin, S, Turner, P. ve Van’t dack, J. (1998). *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economie*. BIS Tebliği, No: 3.
- Karan, M.B. ve Karadağlı, E. (2001). Risk, Return and Equilibrium in İstanbul Stock Exchange: A Test of Capital Asset Price Model, *Hacettepe University, Economics and Administrative Sciences Journal*, No: 19.
- Karan, M.B. (2001). Hisse Senedi Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Gelişimi, *İMKB Eğitim Yayınları*.

- Kasapoğlu, Ö. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Katı, E. (2014). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanalının İşleyişi ve Türkiye Örneği: VAR Modeli Çerçevesinde Ampirik Bir Uygulama*, Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Keyder, N. (2008). *Para Teori, Politika, Uygulama* (11. Baskı), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kosfeld, R. (2002). *Asset Price Channel and Financial Marke*, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 222(4), ss. 440-462.
- Meltzer, A. H. (1995). *Monetary Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. Journal of Economic Perspectives*, 9(4).
- Mishkin, F. S. (1996). *The Channels of Monetary Transmission : Lessons For Monetary Polic. National Bureau of Economic Research, Working Paper No: 5464*.
- Mishkin, F.S. (1998). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (5. Baskı).
- Mishkin, F. S. (2000). *Para Teorisi ve Politikası*, Çev. İ. Şıklar, A. Çakmak ve S. Yavuz, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (2001). *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper No.8617, Chambridge*.
- Mishkin, F.S. (2001). *Para Politikası Stratejisi*, Efil Yayınevi Yayınları.
- Orhan, O.Z ve Erdoğan, S. (2008). *Para Politikası* (4. Baskı), Ankara.
- Örnek, İ. (2009). *Türkiye’de Parasal Aktarım Kanalının İşleyişi*, *Maliye Dergisi*, Sayı.156.
- Parasız, İ. (2012). *Para Teorisi ve Politikası* (3. Baskı), Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Paya, M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası* (6. Baskı), İstanbul, Türkmen Kitabevi.

- Poon, W.C. (2010). *Testing Transmission Mechanism on Economic Growth in Malaysia*, Monash University, Business and Economics, Department of Economics, Discussion Paper. 26(10), Issn.1441-5429.
- Shah, S.A. vd. (2015). *Monetary Policy and Asset Price Channel: Recommendations for the Policy Makers of Developing Countries*, College of Public Administration, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan, China: Institute of Management Sciences, Peshawar, Pakistan: Developing Country Studies, 5(2).
- Chirinko, R.S, Haan L. ve Sterken E, (2004), *Asset Price Shocks Real Expenditures and Financial Structure: A Multi-Country Analysis*.
- Stone, G.W. (2005). *Core Microeconomics*.
- Şıklar, İ. (2010). *Para Teorisi ve Politikası*, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Taş, S. Örnek, İ. ve Utlu, S. (2012). *Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 21(1).
- Tobin, J. (1963). *Commercial Banks as Creators Of Money*, Yale University, Cowles Foundation Paper 205.
- Tetik, M. ve İvrendi, M. (2011). *Para Politikasının Finansal Yatırım Araçları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Uşak Üniversitesi, Pamukkale Üniversitesi.
- Tüysüzoğlu, S. (2012). *Monetary Transmission Mechanism In Turkey*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansal Ekonomi Yüksek Lisans Programı.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası internet sitesi, www.tcmb.gov.tr (Erişim tarihi: 01.05.2017).
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması Kitapçığı*, Ankara: TCMB İdare Merkezi.
- Yıldırım, D.Ç. (2007). *Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmasının Döviz Kuru Kanalı: VAR Modeli Analizi*, Yüksek Lisans Tezi Tez No. 226125, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.