

Uluslararası Aktarım Kanalı Bağlamında Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası Stratejileri Üzerine Bir Karşılaştırma¹

Durmuş Çağrı YILDIRIM (<https://orcid.org/0000-0003-4168-2792>), Department of Economics, Tekirdağ Namık Kemal University, Turkey; e-mail: dcyildirim@nku.edu.tr

Buket KIRCI-ALTINKESKİ (<https://orcid.org/0000-0002-0188-7809>), Department of Economics, Tekirdağ Namık Kemal University, Turkey; e-mail: buketkirci@gmail.com

A Comparison on Conventional and Unconventional Monetary Policy Strategies in the Context of International Transmission Channel²

Abstract

In this study, the effectiveness of conventional and unconventional monetary policy strategies is investigated for developing countries (Romania, Poland, Hungary and Turkey) for 2008:1-2017:5 period with panel VAR methodology. Results show that in the post-global crisis period, conventional policy implementations cannot create meaningful and lasting effects on GDP in developing countries. It has been seen that unconventional monetary policy doesn't have a statistically significant effect on inflation, while its most severe and permanent effect is observed on the real effective exchange rate.

Keywords : Monetary Transmission Mechanism, International Transmission Mechanism, Unconventional Monetary Policies, Panel VAR Analysis.

JEL Classification Codes : E52, C33, O24.

Öz

Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkeler için (Romanya, Polonya, Macaristan ve Türkiye) geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliği panel VAR metodolojisi ile 2008: 1-2017: 5 dönemi için araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, küresel kriz sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde geleneksel politika uygulamaları ile milli hasıla üzerinde anlamlı ve kalıcı etkiler yaratılmayacağı ortaya koymaktadır. Geleneksel olmayan para politikasının enflasyon üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi saptanamazken, reel efektif kur üzerinde güçlü ve kalıcı etkilerin mevcut olduğu görülmektedir.

Anahtar Sözcükler : Parasal Aktarım Mekanizması, Uluslararası Aktarım Kanalı, Geleneksel Olmayan Para Politikaları, Panel VAR Analizi.

¹ Bu çalışma, Buket Kirci tarafından Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü'nde Doç.Dr. Durmuş Çağrı Yıldırım danışmanlığında yürütülen "Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası Stratejilerinin Etkinliğinin Karşılaştırılması" başlıklı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

² This article is derived from the thesis which is titled "Analyzing of the effectiveness of the conventional and unconventional monetary policy strategies" prepared by Buket KIRCI and supervised by Assoc.Prof.Dr. Durmuş Çağrı YILDIRIM at the Social Sciences Institute of Tekirdağ Namık Kemal University.

1. Giriş

Dışa açık ekonomilerde ortaya çıkabilecek şoklar ile mücadelede kullanılacak geleneksel para politikası araçlarının etkinliğine dair şüpheler son dönemlerde giderek artmaktadır. Bunun önemli bir nedeni, 2008 Küresel Finans Krizi ile merkez bankalarının ekonomiyi yönlendirmede kullandıkları geleneksel para politikası araçlarının yetersiz kaldığına ilişkin kanaatlerin artmasıdır. Küresel krizin tüm dünyayı etkileyecek şekilde derinleşmesiyle beraber, merkez bankaları alışılmamış yaklaşımların dışına çıkarak alternatif politika karmaları tasarlamışlardır. İçinde bulunulan olağanüstü küresel konjonktür sonucu geleneksel olmayan para politikası araçlarının daha etkili olduğuna ilişkin kanaatlerin güçlenmesi, merkez bankalarını geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya yöneltmiştir.

2007 yılında (bazı kaynaklara göre 2006) ABD’de başlayan ve dalga dalga yayılarak ekonomilerin çoğunu etkisi altına alan finansal kriz ile para politikası uygulamalarının etkinliği sorgulanmaya başlanmıştır. 2008 yılına kadar olan Büyük Moderasyon (Great Moderation) sürecinde enflasyon kontrol altına alınarak ekonomilerin istikrarı sağlanabilmekteydi. Yeni Konsensus Anlaşması ile uzun vadede mali sürdürülebilirlik, bütçe açıklarının kontrolü ve hükümet borçlarının istikrara kavuşturulması gibi konulara odaklanılmıştır. Ancak tüm bunlar, 2008 Küresel Finans Krizi başlangıcı ve ardından gelen Büyük Durgunluk ile birlikte değişim göstermiştir (Bernanke, 2017: 1-19). Para politikası uygulamalarının etkinliği, istikrarın sağlanmasının yanı sıra krizlerle mücadele etmekte merkez bankaları için önemli bir konu haline gelmiştir (Yıldırım & Mirasedoğlu, 2015: 105). Küresel kriz sonrası dönemde geleneksel para politikası uygulamalarının etkinliğine ilişkin şüpheler ortaya çıkmıştır. Merkez bankalarının para politikası uygulamalarının etkinliği yaygın bir tartışma konusu haline gelmiştir (Çevik & Yıldırım, 2018: 31). Bu nedenle geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliğine ilişkin ilgi artış göstermiştir.

Gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları, geleneksel olmayan para politikası uygulamaları ile devam etmekte olan krizle mücadele etmeye çalışmışlardır. Diğer yandan gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri tarafından kullanılan alışılmamışın dışında önlemlerin formları önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Bu farklılıkların başlıca nedenleri ele alınan ekonominin mali yapısı, merkez bankalarının etkinlik alanlarının farklılığı ve krizin ortaya çıkış zamanıdır. Küresel krizin etkileriyle birlikte gelişmiş ülkelerdeki merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmayı tercih etmişlerdir (Smaghi, 2009: 2). Küresel finansal kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkeler de geleneksel olmayan para politikası stratejilerine

başvurulmuştur. Merkez bankaları operasyonel ve ara hedeflerine yönelik olarak toplam hasıla ve enflasyon beklentilerini aktarım kanalları³ üzerinden yönlendirmeye çalışmışlardır.

Bu çalışmanın amacı seçili gelişmekte olan ülkelerin geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliğinin uluslararası aktarım mekanizması bağlamında karşılaştırmalı olarak ele almaktır. Çalışmamız dört başlık altında sınıflandırılmıştır. Çalışmada giriş bölümünün ardından, birinci bölümde kavramsal ve teorik çerçeve, ikinci bölümde literatür taraması ve üçüncü bölümde, ekonometrik analiz ve ampirik bulgular açıklanmaktadır. Çalışmanın son bölümünde ise ekonometrik analizden elde edilen sonuçlar değerlendirilecektir.

2. Kavramsal ve Teorik Çerçeve

Merkez bankasının para politikası araçlarını kullanarak ulusal para değeri ve üretim hacmi üzerinden reel döviz kuru seviyesi üzerindeki etkileri Monetarist ve Keynesyen ekol tarafından farklı şekillerde ele alınmaktadır. Monetarist ekol döviz kuru kanalındaki değişimlerin reel hasıla üzerinde doğrudan etkiye sahip olabileceğini ifade etmektedir (Palley, 1997: 109). Keynesyen ekol ise para politikası stratejilerindeki değişimlerin dolaylı olarak reel hasıla üzerinde etkili olabileceğini savunmaktadır (Nolte, 2003: 39). Monetarist ekol para politikası stratejisindeki değişimlerin büyümenin belirleyicileri olan tüketim, yatırım, net ihracat gibi makroekonomik göstergeler üzerinde direk etkisi olacağını ifade etmekte, Keynesyen ekol ise para politikası stratejisindeki bir değişimin finansal araçların özellikle tahvil gibi getirileri üzerinde değişim yaratarak nihayetinde ekonomideki faiz ilişkisi üzerinden dolaylı bir mekanizma ile reel hasılayı etkileyeceğini ifade etmektedir.

Monetarist ekole göre hasıla, istihdam ve fiyatlar düzeyinin belirlenmesinde para arzında meydana gelen değişiklikler önemli bir faktördür. Para arzındaki artışlarla beraber reel ve finansal varlıkların talebi etkileneceği iddia edilirken, paranın dolaşım hızının da istikrarlı olduğu kabul etmektedirler. Para arzındaki değişiklikler nominal GSYİH düzeyi üzerinde öngörülebilir etkiler doğurur. Reel hasıla ve istihdam üzerinde para arzı nedeniyle meydana gelen değişiklikler yalnızca kısa dönemde etkili olmaktadır. Para arzındaki değişikliklerin etkisi uzun dönemde ise sadece fiyatlar üzerinde gözlenmektedir. Bu görüşün arka planında, piyasa mekanizmasının işleyişine duyulan güvenin önemi büyüktür.

Monetaristlere göre paranın dolaşım hızı istikrarlıdır. Hanchalkları, finansal ve reel aktiflere ek olarak ellerinde para tutmaktadırlar. Elde tutulmak istenen para miktarı, belirli bir dönemdeki para arzı miktarından bağımsız olup, nominal GSYİH düzeyine bağlıdır. Bireylerin ellerinde tutmak istedikleri para arzı istenilen düzeyi aştığında, portföyleri içerisindeki nakit pozisyonlarını gözden geçirmektedirler. İstenilen miktardan daha fazla

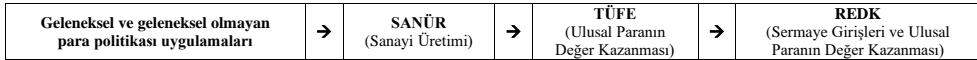
³ *Parasal aktarım mekanizması para politikasının toplam çıktı ve toplam harcamalar üzerindeki etkilerini ve bu etkileri meydana getiren kanalların işleyişi olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 2013: 608). Detaylı bilgi için bkz. Erdoğan & Yıldırım 2009, 2010, 2011; Yıldırım & Erdoğan, 2014.*

nakit paraya sahip olanlar, likidite fazlalığını harcamalarında yaptıkları artışlarla eritmektedirler. Ekonominin genelinde böyle bir eğilim olduğunda, toplam talepteki genişleme nedeniyle nominal GSYİH da artmaktadır.

Keynesyen ekole göre ise, para arzındaki veya finansal büyüklüklerdeki değişiklikler dolaylı yollardan ekonomik aktiviteleri etkilemektedir. Para arzında değişimler nedeniyle ortaya çıkan talep, hasıla ve fiyat düzeyindeki etkiler Keynesyen ekolde dolaylı aktarım mekanizması ile açıklanmaktadır (Nolte, 2003: 39). Aktarım mekanizmasının işleyiş sürecini, para talebi ve yatırımların faiz esnekliği belirlemektedir. Keynesyen ekole göre, para arzındaki değişiklikler hasıla ve gelir düzeyi üzerinde faiz oranı aracılığıyla etkili olmaktadır. Diğer bir ifadeyle nominal para arzındaki değişiklikler para politikası araçları kullanılarak gerçekleştirilebilmektedir. Bu durum, faiz oranı aracılığıyla reel yatırım ve reel gelir düzeyinde değişikliklere yol açmaktadır. Bireyler, ellerinde tutmak istediklerinden daha fazla düzeyde para miktarına sahip olduklarında, likidite fazlalıklarını harcama ya da ödünç verme tercihlerinden birini kullanarak eritmektedirler. Keynesyen ekol, ödünç verme yaklaşımı üzerinde yoğunlaşmıştır. Merkez bankası piyasadan tahvil alımı yaparak, parasal genişleme oranını artırabilir. Bu süreçte bankalar, faiz getirisi sağlamak amacıyla ellerindeki fazla rezervleri ödünç verme suretiyle değerlendirmeye çalışırlarken, özendirici olması amacıyla düşük faiz oranları önerirler. Parasal genişleme süreci ile birlikte, kısa süreliğine de olsa faiz oranlarında düşüş gözlenmesi son derece doğal bir durumdur. Bir ülkenin üretim artışı parasal büyümesini aşıyor ise bu durumda ulusal paranın değer kazanması beklenirken aksine değer kaybetmesi gerekmektedir (Orhan & Erdoğan, 2015: 170).

Çalışmamızda merkez bankasının para politikası araçlarını kullanarak ulusal para değeri ve üretim hacmi üzerinden reel döviz kuru seviyesini etkileyip etkileyemediği araştırılmaktadır. Bu ilişki Şekil 1’de görülmektedir.

Şekil: 1 Uluslararası Aktarım Kanalının İşleyişi



Para politikası stratejisindeki genişleme, reel hasıla değişim oranının gerisinde kaldığı ölçüde ulusal para değerlenecek, reel döviz kuru artacaktır. Para politikası stratejisindeki likidite genişlemesi reel üretim artışının gerisinde kalması durumunda ise ulusal para değer kaybedecektir. Reel döviz kurunun, bir ülkenin ihracatta ve dış ticarete rekabet gücünü belirlemesi ve özellikle ülkenin yaşayacağı enflasyon ithalatı ile döviz kuruna duyarlı sektörlerdeki dolaylı bağlantılar üzerinden ekonominin yönetimi bağlamında önemli sonuçları mevcuttur. Bu bağlamda merkez bankasının, para politikası üzerinden reel döviz kurunu belirlemesi ise ekonomi yönetimi için önem arz etmektedir.

Bir ülkenin uluslararası piyasalardaki hem rekabet gücünü hem de ticaret yoğunluğunu ölçmede kullanılan reel efektif döviz kuru oldukça önemli bir makroekonomik değişkendir. Reel efektif döviz kuru, nispi fiyat etkileri giderildikten sonra yabancı para birimlerinden oluşan sepetin ulusal para cinsinden ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar, endeks

içindeki her bir ülkenin ticaret dengesi içerisindeki payı karşılaştırılarak belirlenmektedir. Reel efektif döviz kuru, bir ülkenin diğer ülkelere göre ticaret performansındaki etkileri belirleyen önemli bir makroekonomik göstergedir. Reel efektif döviz kuru azaldığında, yurt içi mal sepeti ucuzlamaktadır. Bu durumda ulusal parada da reel değer kaybı oluşmaktadır. Diğer yandan yurtiçi mal sepetinin ucuzladığı durumda ülkede net ihracat olumlu etkilenmektedir. Bu durum ihracattaki rekabet gücünü artırmaktadır. Reel efektif döviz kuru arttığında ise, ulusal para reel olarak değer kazanmaktadır. Yurtiçi mal sepeti diğer ülkeler için pahalı hale gelirken, yabancı mal sepeti ise ulusal parası değer kazanan ülke için ucuzlamaktadır. Bu durumda ithalat artmaktadır. Net ihracat ise olumsuz etkilenmekte, ihracattaki rekabet gücü de azalmaktadır.

Bu bağlamda çalışmamızda para politikasının, reel üretim ve ulusal para değeri üzerinden reel döviz kurunu yönetmedeki etkinliği incelenmektedir. Burada çalışmamız döviz kuru kanalından farklılaşmaktadır. Döviz kuru kanalının işleyişinde hedef para politikası stratejisinde ortaya çıkacak bir değişimin döviz kurunda değişme yaratarak net ihracat üzerinden reel hasılayı etkileyip etkilemediği incelenirken, çalışmamızda döviz kuru kanalından farklı olarak reel döviz kuru ara değişken olarak değil, ana değişken olarak belirlenmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı küresel kriz sonrası dönemde politika araçlarının etkinliklerinin değişimi de göz önünde bulundurularak para politikası araçlarının (geleneksel ve geleneksel olmayan) ulusal para değerinin ve üretim hacmi üzerinden reel döviz kuru seviyesinin etkilenip etkilenmediğinin araştırılmasıdır. Literatür incelendiğinde gelişmiş ülkelerin para politikası stratejilerinin etkinliğinin geniş yer tuttuğu ancak gelişmekte olan ülkelerin para politikası etkinliğinin nispeten göz ardı edildiği görülmektedir. Özellikle literatürde geleneksel olan ve geleneksel olmayan politika karşılaştırmasını ele alan çalışmaların son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Çalışmanın diğer katkıları gelişmekte olan ülke grubu için politika araçlarına ilişkin karşılaştırma imkânı sunmasıdır.

2008 Küresel Finans Krizi ile birlikte merkez bankaları, olağanüstü zorluklarla karşı karşıya kaldılar. Derin bir ekonomik durgunluk ve kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra yakınlığı para politikası yapımcıların bir dizi geleneksel olmayan politika önlemi kullanmaları gerekliliğini gündeme getirmiştir (Bernanke, 2017: 2). Dünya ülkelerindeki ekonomik konjonktürün değişmesi ve merkez bankalarının uyguladıkları politikaların teorik çerçevedeki değişimi sonucunda geleneksel para politikası araçlarına alternatif geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Geleneksel olmayan para politikası araçları, finansal koşulları rahatlatmak için çok geniş araç ve önlemler içermektedir. Bu araçlardan bazıları sırasıyla ileriye dönük rehberlik, niceliksel gevşeme, negatif faiz oranı, getiri eğrisi kontrolü ve faiz koridorudur.

Birçok şekli olan ileriye dönük rehberlik stratejisinde merkez bankaları, özellikleri piyasa beklentilerini yönetebilmektedir. Niceliksel gevşeme ise, merkez bankasının açık piyasada menkul kıymet alımlarını içermektedir. Ancak bu stratejide merkez bankası tarafından sağlanan likidite, geniş finansal kesimlere ya da reel ekonomiye girmeden bankacılık sektörü içinde kalabilmektedir. Bu tür riskler nedeniyle, merkez bankaları bu tür

işlemleri, sadece faiz oranlarının alt sınıra yaklaştığında ya da başka bir deyişle standart faiz oranı kanalından tam olarak istifade edilemediğinde tercih etmektedir (Perera, 2010: 18).

Faiz koridoru politika yapımcıların, makroekonomik koşullarına göre değişen gecelik faiz oranlarının, belirli bir taban ve tavan faiz oranı arasında ortaya çıkan simetrik veya asimetrik banttır. Faiz koridoru stratejisi ile merkez bankaları kısa vadeli sermaye hareketlerini kontrol etmek ve kırılganlık düzeylerini azaltmak için kullanabilmektedirler. Bir koridor sistemi, politika faizindeki oynaklığı sınırlayabilmekte ve faiz oranı politikasını bilanço büyüklüğünden izole edebilmektedir. Geleneksel çerçevede olduğu gibi, merkez bankası, enflasyon ve ekonomik büyüme hedefleriyle tutarlı olarak gecelik politika oranı için bir hedef seçmektedir (Kahn, 2010: 13-15).

3. Literatür Araştırması

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları finansal piyasalardaki hızlı gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan finansal risklere karşı direnç gösterebilmek için yetersiz kalan geleneksel para politikası araçları yerine yeni para politikası araçları kullanmaya yönelmişlerdir. Tufaner vd. (2016), çalışmalarında geleneksel para politikası araçlarına alternatif olarak faiz koridoru uygulamasının merkez bankası politikalarına etkisini incelemişlerdir. Sonuç olarak faiz koridoru uygulamasının merkez bankalarına birçok açıdan avantaj sağladığı ifade etmektedirler.

Başçı & Kara (2011), Türkiye ekonomisi, küresel kriz sonrası alternatif politika arayışlarına girmiştir. Yeni para politikası stratejisinin etkilerini değerlendirmek için erken olduğu düşünülse de sonuçlar krizlerin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için uygun bir strateji olduğuna işaret etmektedir.

Gambacorta, Hofmann & Peersman (2014) çalışmalarında geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomik etkilerini araştırmak için küresel mali krizin başlangıcından itibaren geçen süreyi kapsayan dönem için sekiz gelişmiş ekonomiyi aylık verilerle panel VAR metodolojisi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda geleneksel olmayan politikaların hem hasılayı hem de enflasyonu kalıcı ve güçlü şekilde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Halova (2015), çalışmasında Avrupa Merkez Bankasının kriz döneminde uyguladığı geleneksel olmayan para politikasının makroekonomik etkileşimlerini açıklamak amacıyla 2008-2014 yılları arasındaki 13 Orta ve Doğu Avrupa ülkesi için panel VAR analizi yapmıştır. Bulgulara göre geleneksel olmayan para politikasının piyasa belirsizliğini olumlu bir şekilde etkilediği sonucuna varmıştır.

Albertazzi vd. (2016), çalışmalarında banka bazında kredi faiz oranları üzerinden aylık veri setini kullanarak, para politikasının euro alanındaki kredi maliyetine aktarımını değerlendirmişlerdir. Hem geleneksel hem de geleneksel olmayan para politikası önlemleri tarafından sağlanan teşvikin, borç verme oranlarında bir azalmaya yol açtığı görülmektedir. Hem geleneksel hem de geleneksel olmayan araçlar için banka kredisi kanalının çalıştığı, geleneksel politika için, asimetrik bilgi sorunlarının rolünü vurgulayan önceki çalışmalarla

tutarlı olarak, nispeten daha sağlam finansal yapıya sahip bankalar için parasal aktarımın daha zayıf olduğunu göstermişlerdir.

Wu & Xia (2016), çalışmalarında faiz oranları için sıfır alt sınırın yakınında faaliyet gösteren bir ekonomiyi doğrusal olmayan metodoloji yardımı ile analiz etmişlerdir. Sonuç olarak geleneksel olmayan para politikasının makroekonomik etkilerini özetlemek için kullanılabileceğini göstermişlerdir.

Ersoy & Işıl (2016) küresel kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye için bankacılık sistemi üzerine etkilerini araştırmaktadırlar. FED, BOJ, ECB gibi gelişmiş ülkeler kriz sonrası geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başladıklarını ve bu uygulamaların en çok sermaye hareketleri yönünden etkiler doğurduğunu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ise geleneksel olmayan politika stratejileri ile gelişmiş ülkelerin merkez bankaları kararlarına karşı politika geliştirdiğini ifade etmektedirler.

Galariotis vd. (2017), AB krizi sırasında Avrupa Merkez Bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikasının euro bölgesi ülkelerindeki ekonomik beklentilere etkisini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda Avrupa Merkez Bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikasının euro bölgesi beklentilerini güçlü ve istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilediği ancak euro bölgesine çevre ülkelerde yeterince etkili olmadığını ortaya koymuşlardır.

Sheedy (2017), çalışmalarında küresel kriz sonrası dönemde uygun olan geleneksel olmayan para politikası kurallarının tasarlanmasında karşılaşılan zorlukları incelemektedir. Geleneksel olmayan para politikası araçlarının, ekonomiyi istikrara kavuşturmak ve para politikasını siyasi baskılardan arındırmak için geleneksel faiz oranı politikasının yerini tuttuğu iddia etmektedir. Sonuç olarak ise gelecekte geleneksel olmayan politika araçlarına olan ihtiyacı azaltmak için enflasyon hedeflemesi reformuna yönelik bazı önerilerde bulunmuştur.

Sonuç olarak literatürde geleneksel olmayan politika araçlarının etkinliğine ilişkin bir ortak kanaatin mevcut olmadığı görülmektedir.

4. Ekonometrik Analiz ve Bulgular

Çalışmamızda gelişmekte olan ülkeler için geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliği panel veri analizi ile araştırılmıştır. Analizde Türkiye, Romanya, Polonya ve Macaristan ekonomileri, 2008:1-2017:5 dönemi için aylık veriler ile ele alınmıştır. Veriler Thomson Reuters Datastream veri tabanından aylık olarak elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan model Bruno & Shin (2015) çalışmasında kullandıkları modelin geliştirilmiş halidir. Küresel kriz, gelişmiş ülkelerde başlayıp gelişmekte olan ülkelere doğru yayılma etkisi gösterdiğinden, bu çalışmada geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarının etkinliği uluslararası aktarım mekanizması bağlamında ve karşılaştırmalı olarak ele alınmıştır. Türkiye’de çok da uzun bir geçmişe sahip olmayan

bu uygulamaların hem Türkiye’de hem de gelişmekte olan ülkelerde başarılı sonuçlar yaratmadaki etkisi tespit edilmeye çalışılmaktadır. Kapsama karar verilirken küresel kriz sonrası geleneksel olmayan para politikası uygulamalarını kullanan gelişmekte olan ülkeler ve dengeli panel veri seti kullanılmasına imkân sağlayacak düzeyde verilerine erişilebilen ülkeler ele alınmıştır. Diğer gelişmiş ülkeler için yeterli veriye ulaşılamamış ya da ilgili ülkelerde geleneksel olmayan stratejiler kullanılmamakta ya da çok kısa süre öncesinde kullanılmaya başlanmaktadır. Bu nedenle bu ülkeler analiz kapsamı dışında tutulmuştur.

Başlangıç yılı olarak 2008 yılının seçilme nedeni bu tarihte Federal Rezerv Bankası başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının etkin şekilde geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başlamış olmasıdır. Japonya, Norveç, İngiltere, Kanada, İsveç, Yeni Zelanda, Avustralya ve Avrupa Merkez Bankası finansal küresel kriz sonrasında bu araçlara başvurmuşlardır. Ayrıca 2008 Krizinden sonra birçok gelişmekte olan ülke de geleneksel olmayan para politikası araçlarını etkin şekilde kullanmaya başlamıştır.

Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin kıyaslanabilmesi amacıyla çalışmadaki ekonometrik modellerde; sanayi üretimi (SANÜR), tüketici fiyat endeksi (TÜFE), reel efektif döviz kuru (REDK), merkez bankası resmi rezerv varlıkların gayri safi yurt içi hasılaya oranı (REZERV/GSYİH), kısa dönemli faiz oranı (KDFO) ve zımnı volatiliteye (VIX) yer verilmiştir.

Birinci ya da ikinci nesil panel birim kök testlerinden hangisinin kullanılması gerektiğine karar verilirken Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılığı testi (CD test) uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılığının varlığı durumunda birinci nesil panel birim kök testleri durağan olmayan bir seriyi durağan olarak tespit edebilmektedirler. Diğer bir ifade ile yatay kesit bağımlılığı geleneksel panel birim kök test sonuçlarını durağan olma yönünde saptırmaktadır. Yatay kesit bağımlılığının mevcut olması durumunda ikinci nesil testler tercih edilirken, yatay kesit bağımlılığının mevcut olmaması durumunda birinci nesil testler tercih edilmektedir (Arun & Yıldırım, 2017; Yıldırım vd., 2018). Yatay kesit bağımlılığına ilişkin sonuçlar Tablo 1’de görülmektedir.

Tablo 1
Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişken	CD test istatistiği	p-değeri
SANÜR	23,60	0,000
TÜFE	23,03	0,000
REDK	17,83	0,000
REZERV/GSYİH	3,70	0,000
KDFO	16,25	0,000
VIX	26,04	0,000

Tablo 1’deki sonuçlar incelendiğinde yatay kesit bağımlılığının olmadığı yönündeki boş hipotez tüm zaman serileri için %1 önem düzeyinde reddedilmiştir. Tüm serilerde yatay kesit bağımlılığı tespit edildiğinden panel verideki durağan olmama durumu Pesaran (2007) panel birim kök testi ile araştırılmıştır. Tablo 2’de panel birim kök test sonuçları görülmektedir.

Tablo: 2
İkinci Nesil CADF (Cross-Sectional ADF) Panel Birim Kök Test Sonuçları

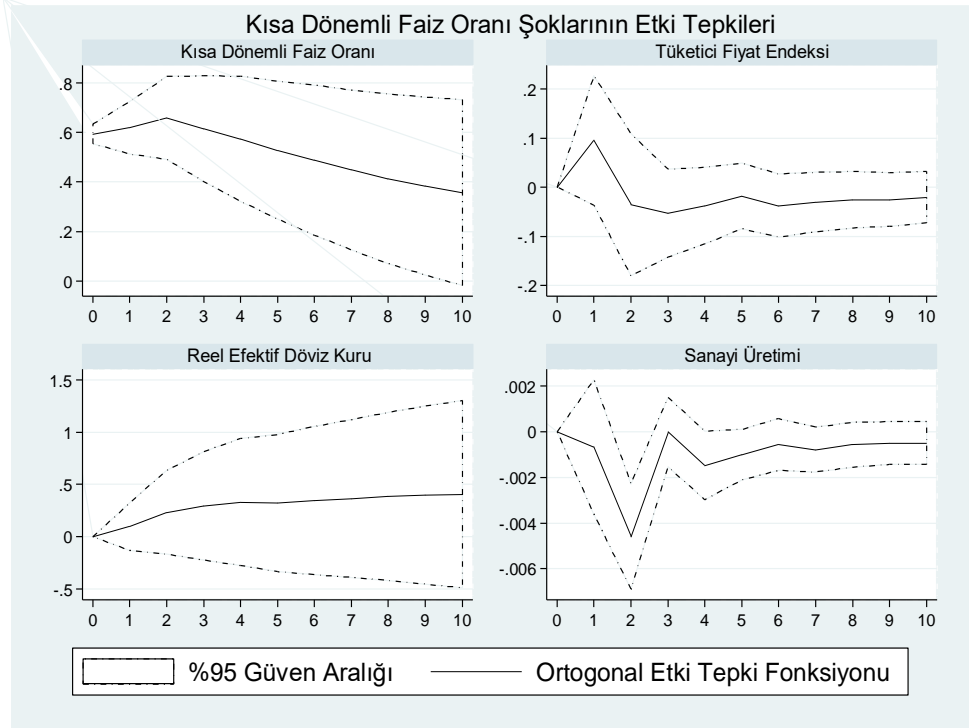
Değişkenler	Test İstatistiği (t-bar)	p-değeri
LNSANÜR	-2,15	0,220
TÜFE	-0,18	1,000
REDK	-3,14	0,000*
REZERV/GSYİH	-1,61	0,650
KDFO	-2,47	0,070**
VIX	2,61	1,000

Not: * ve ** işaretleri %5 ve %10 önem düzeylerinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 2’de test istatistiği, Pesaran (2007) yatay kesit genişletilmiş Dickey Fuller (Cross-sectional Augmented Dickey Fuller) istatistiğidir. Gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre 3 olarak belirlenmiştir. Zaman serilerinin çoğu için boş hipotez reddedilmemiştir. Tablo 2’de yer alan test sonuçlarına göre reel efektif döviz kuru ve kısa dönemli faiz oranı dışındaki tüm serilerin fark durağan olduğuna kara verilmiştir. Serilerin birinci farkları alındığında durağanlık sağlandığından bu aşamadan sonra analizlerin tamamında ilgili serilerin birinci farkları kullanılmıştır.

Geleneksel yaklaşımda uluslararası aktarım kanalı için panel VAR modelinde geleneksel para politikası, ekonomik aktivite, enflasyon, finansal istikrarsızlık ve döviz kurları arasındaki etkileşimi tahmin etmek için sanayi üretimi, TÜFE, REDK, KDFO (geleneksel politika aracı) ve zımni volatilité (finansal risk) değişkenleri kullanılmıştır. Model tahmin edilirken geleneksel para politikasını ifade etmek üzere kısa dönem faiz oranı, ekonomik aktiviteyi ifade etmek üzere sanayi üretim endeksi, enflasyon değişkeni için tüketici fiyat endeksi ve uluslararası aktarımın hedef değişkeni olarak reel efektif döviz kuru değişkenleri kullanılmıştır. Model tahmini için gecikme uzunluğu Modifiye edilmiş Akaike bilgi kriterine göre 3 olarak belirlenmiştir.

Şekil: 2
Kısa Dönem Faiz Oranına Verilen Şokların Etki-Tepki Analizi



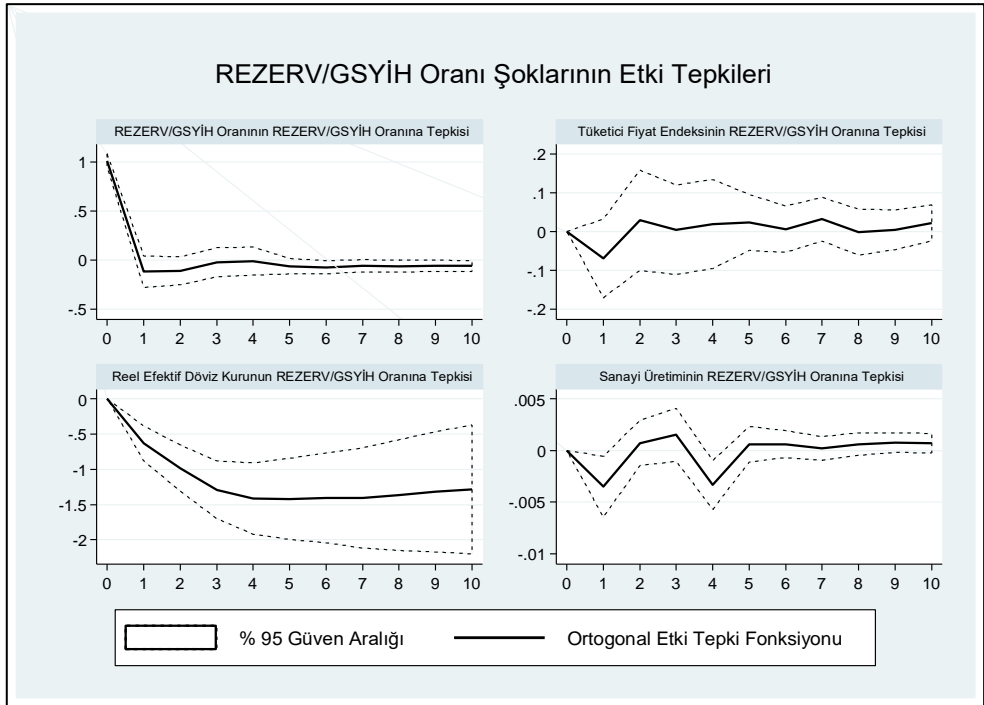
Şekil 2'deki sonuçlar özetle değerlendirildiğinde, araştırma kapsamına alınan ülkelerde uygulanan geleneksel para politikasının 2008-2017 periyodunda yalnızca üretim endeksi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin mevcut olduğu görülmektedir. Söz konusu dönemde geleneksel para politikasının enflasyon ve döviz kuru üzerinde anlamlı bir etkisi saptanamamıştır. Kısa dönem faiz oranı üzerindeki etkinin şiddeti sanayi üretimi üzerindeki etkinin şiddetinden daha fazladır. Bu bilgilere ek olarak, kısa dönem faiz oranı üzerindeki etkinin sanayi üretimi üzerindeki etkiyle kıyaslandığında daha kalıcı olduğu belirlenmiştir.

Finansal istikrarsızlığı ifade etmek üzere zımnı volatilité (VIX) değişkeni eklenerek yapılan ikinci geleneksel olmayan para politikası yaklaşımı modelinde faiz oranı şoklarının reel efektif döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer bir ifade ile finansal küresel kriz sonrası dönemde ABD tarafından uygulanan para politikası stratejilerinin sonucunda küresel riskin modele dahil edilmesi ile elde edilen sonuçlarda bir değişim ortaya çıkmamaktadır. Faiz oranı şoku, sanayi üretimi üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Ancak bu etki ikinci ayın sonunda sönen geçici bir etkidir. Etki tepki fonksiyonu sonuçları EK 1'de görülmektedir.

Geleneksel olmayan yaklaşımda uluslararası aktarım kanalı için panel VAR modelinde geleneksel olmayan para politikasını ifade etmek üzere merkez bankası resmi rezervlerinin gayri safi yurt içi hasılaya oranı, ekonomik aktiviteyi ifade etmek için ise sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi ve reel efektif döviz kuru değişkenleri kullanılmıştır. Model tahmini için gerekli gecikme uzunluğu Modifiye edilmiş Akaike bilgi kriterine göre 4 olarak belirlenmiştir.

Şekil: 3

Merkez Bankası Resmi Rezervlerinin GSYİH'ya Oranına Verilen Etki-Tepki Analizi



Şekil 3'teki etkiler değerlendirildiğinde, merkez bankası resmi rezervlerinin GSYİH'ya oranının reel efektif kur üzerindeki etkisi negatif ve %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Rezervlerinin GSYİH'ya artış yönünde verilen bir şok ilk dört aylık dönemde reel efektif döviz kurunu azaltmakta ve dördüncü ayın sonundan itibaren ise aynı seviyede kalarak devam etmektedir. Bu sonuç, rezervlerinin GSYİH'ya oranının (geleneksel olmayan para politikası) reel efektif kur üzerindeki etkisinin uzun dönemli ve kalıcı olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Finansal istikrarsızlığı ifade etmek üzere VIX değişkeni eklenerek yapılan ikinci geleneksel olmayan para politikası yaklaşımı modelinde, model tahmini için Modifiye edilmiş Akaike bilgi kriterine göre uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Geleneksel olmayan para politikası şoklarının finansal istikrar üzerindeki olumlu etkisi, kısa süreli ve kalıcı olmamakla birlikte istatistiksel olarak da anlamlı değildir.

Sonuçlar özetle değerlendirildiğinde, araştırma kapsamına alınan ülkelerde uygulanan geleneksel olmayan para politikasının 2008-2017 periyodunda rezervlerinin GSYİH'ya oranı, reel efektif döviz kuru ve üretim endeksi üzerindeki etkisinin ilk istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Geleneksel olmayan para politikasının şiddeti en yüksek ve en kalıcı etkisi reel efektif kur üzerinde görülmüştür. Söz konusu periyotta geleneksel olmayan para politikasının enflasyon ve finansal istikrar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır. Etki tepki fonksiyonu sonuçları EK: 2'de görülmektedir.

5. Sonuç

Dünya ülkelerinin çoğunu etkisi altına alan küresel finansal kriz, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri ciddi biçimde ve farklı boyutlarda etkilemiştir. Gelişmiş ülkelerde kriz, daha derin ve zorlu bir süreci gerektirirken gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sorunlar ise gelişmiş ülkelere kaynaklı olmuştur. Gelişmiş ülkelerin izlediği parasal genişleme politikası gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarını bozmuştur. Bu bozulmaya bağlı olarak da gelişmekte olan ülkeler kendilerine özgü para politikası araçları geliştirmişlerdir. Yaşanan bu gelişmelerle birlikte para politikasının amaçları ve araçlarında olduğu gibi işleyiş mekanizmalarında da değişiklikler meydana gelmiştir.

Krizin gelişmiş ülkelere doğru yayılarak büyümesi, özellikle gelişmekte olan ülkelere kriz sonrası dönemde geleneksel para politikası stratejilerinin etkinliğine ilişkin kuşku artıran geleneksel olmayan para politikası stratejilerine ilginin artmasına yol açmıştır. Bu çalışmanın temel amacı; 2010 yılı sonlarından itibaren yeni bir para politikası karması uygulamaya başlayan ülkemizin de içerisinde yer aldığı gelişmekte olan ülkeler grubunu, geleneksel olmayan para politikalarının etkinliği açısından uluslararası aktarım kanalı bağlamında incelemek ve bu yeni politika uygulamalarının başarılı sonuçlar yaratmadaki etkisini ortaya koymaktır.

Bu çalışma kapsamında ele alınan gelişmekte olan ülke grubunda kriz sonrası dönemde geleneksel para politikası çerçevesinde kısa dönem faiz oranı üzerinde ortaya çıkacak pozitif bir şok sonucunda fiyatlar genel düzeyi ve milli hasıla üzerinde anlamlı ve kalıcı bir etki görülmeyecektir. Dolayısıyla, bu ülke grubunda geleneksel politika uygulamaları ile uluslararası aktarım kanalı üzerinden reel döviz kuru yönetilememektedir. Diğer bir ifade ile bu aktarım kanalı etkisizdir.

Geleneksel olmayan para politikası stratejisini yansıtan modele ilişkin etki-tepki analiz sonuçlarına göre; geleneksel olmayan para politikası aracı olarak kullanılan merkez bankası resmi rezervlerinin GSYİH'ya oranına ilişkin şokların yine merkez bankası resmi rezervlerinin GSYİH'ya oranı, reel efektif döviz kuru ve sanayi üretimi üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Geleneksel olmayan para politikasının şiddeti en yüksek ve en kalıcı etkisi reel efektif kur üzerinde görülmektedir. Çalışmada ele alınan 2008 Krizi

sonrası dönemde geleneksel olmayan para politikasının enflasyon üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır.

Ekonometrik analiz sonuçları bir bütün olarak değerlendirildiğinde, gelişmekte olan ülkelerde kriz sonrası dönemde geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin daha etkin olduğunu söylemek mümkündür. Analizlerden elde edilen bulgular; gelişmekte olan ekonomilerde ekonominin yönetiminde geleneksel politika araçları kullanılmasının daha çok kısa dönem faiz oranı serisi üzerinde etkili olduğunu; geleneksel olmayan politika araçlarının ise reel efektif döviz kuru ve sanayi üretimi üzerinde de etkili olarak ekonomik istikrarın sağlanmasında daha etkin araçlar olarak ekonomik sisteme yön verdiğini göstermektedir. Ancak uluslararası risk göstergesi olarak VIX endeksinin eklenmesi durumunda sonuçlar anlamlı şekilde değişmemektedir. Çalışmamızın sonuçlarını, Galariotis vd. (2017) ve Gambacorta vd. (2014) çalışmalarından elde edilen sonuçları desteklemektedir.

Çalışmada, para politikası araçları kullanılarak ulusal para değerinin ve üretim hacmi üzerinden reel efektif döviz kurunun etkilenip etkilenmediğinin araştırılmıştır. Çalışma bu yönüyle döviz kuru kanalı üzerine yapılan çalışmalardan ayrılmaktadır. Döviz kuru kanalının işleyişinde hedef para politikası stratejisinde ortaya çıkacak bir değişimin döviz kurunda değişime yaratarak dış ticaret rekabet gücü üzerinden reel hasılayı etkileyip etkilemediği incelemektir. Diğer bir ifadeyle reel döviz kuru, döviz kuru bağlamında bir ara değişkendir, hedef değişken değildir. Bu çalışmada ise reel efektif döviz kuru ara değişken olarak değil, sonuç değişkeni olarak belirlenmiştir. Geleneksel olmayan para politikasını yansıtan modeller oluşturulurken teorik bilgi dikkate alınmış ve reel efektif kur bir hedef değişken olarak modele yerleştirilmiştir. Bu modellere ilişkin tahminler, ulusal para değerinin ve üretim hacmi üzerinden reel efektif döviz kurunun etkilendiği bulgularıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerde uluslararası aktarım kanalının kısmen çalıştığına dair kanıtlar sağlamıştır.

Kaynaklar

- Albertazzi, U. & A. Nobili & F.M. Signoretto (2016), "The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy: Evidence From a Panel of Euro-Area Banks", *Banca d'Italia, Economic Outlook and Monetary Policy Directorate*, 1094, 1-26.
- Arun, K. & D.Ç. Yıldırım (2017), "Effects of foreign direct investment on intellectual property, patents and R&D", *Queen Mary Journal of Intellectual Property*, 7(2), 226-241.0
- Baltağı, B.H. & M.H. Pesaran (2007), "Heterogeneity and cross section dependence in panel data models: theory and applications introduction", *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 229-232.
- Başçı, E. & H. Kara (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği*, No: 11/08.
- Bernanke, B.S. (2017), "Monetary Policy in a New Era", *Rethinking Macroeconomic Policy Peterson Institute for International Economics*, 12, 1-48.
- Çevik, E.I. & D.Ç. Yıldırım (2018), "Para Politikası Tercihleri ile İşsizlik Oranları Arasındaki İlişki", *Ege Akademik Bakış*, 18(1), 31-45.

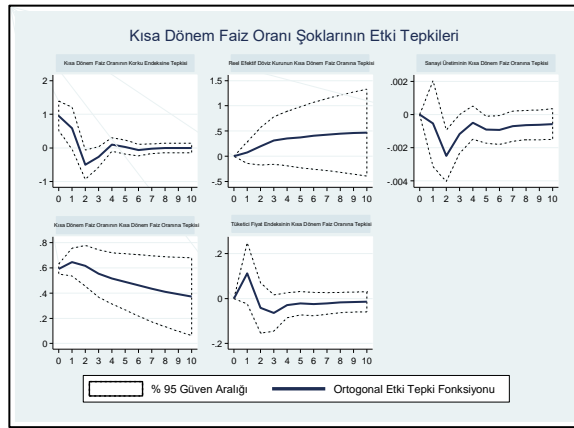
- Erdoğan, S. & D.Ç. Yıldırım (2009), “Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(2), 57-72.
- Erdoğan, S. & D.Ç. Yıldırım (2010), “Is there an interest rate channel for monetary policy in Turkey?”, *METU Studies in Development*, 37(3), 247-266.
- Erdoğan, S. & D.Ç. Yıldırım (2011), “Türkiye’de döviz kuru kanalının işleyişi: VAR modeli ile bir analiz”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39(2008), 94-108.
- Ersoy, H. & G. Işıl (2016), “Küresel Finans Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 29, 349-374.
- Galariotis, E. & P. Makrchoriti & S. Spyrou (2017), “The Impact of Conventional and Unconventional Monetary Policy on Expectations and Sentiment”, *Journal of Banking And Finance*, 86, 1-20.
- Gambacorta, L. & B. Hofmann & G. Peersman (2014), “The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis”, *The Ohio State University. Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), 615-642.
- Halova, K. (2015), *The Impact of Unconventional Monetary Policy of ECB to Central and Eastern European Countries: A Panel VAR Analysis*, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies.
- Khan, G.A. (2010), “Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework”, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Fourth Quarter, 5-25.
- Mishkin, F. (2013), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, London, England: British Library Cataloguing Publication Data, Tenth Edition.
- Nolte, F. (2003), *Die Transmission Monetärer Impulse*, Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt.
- Orhan, Z.O. & S. Erdoğan (2015), *İktisada Giriş*, Umuttepe Yayınevi.
- Palley, T.I. (1997), “Optimal Monetary Policy in the Presence of a Monetarist Transmission Mechanism”, *Economics Letters*, 55(1), 109-114.
- Perera, A. (2010), *Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies*, 1-68.
- Pesaran, M.H. (2004), “General Diagnostic Tests for Cross-Sectional Dependence in Panels”, University of Cambridge, *Cambridge Working Papers in Economics*, 435.
- Pesaran, M.H. (2007), “A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence”, *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Sheedy, K.D. (2017), “Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules”, *Journal of Macroeconomics*, 54, 127-147.
- Smaghi, L.B. (2009) “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, (Speech at the Center for Monetary and Banking Studies), *BIS Review*, 52, 1-14.
- Tufaner, M.B. & K. Uslu & İ. Sözen (2016), “Faiz Koridoru Uygulamasının Merkez Bankası Politikalarına Etkisi”, *International Conference on Eurasian Economies*, 658-666.
- Wu, J.C. & F.D. Xia (2016), “Measuring The Macroeconomic Impact of Monetary Policy A The Zero Lower Bound”, *Journal of Money, NBER Working Paper*, 20117.
- Yıldırım, D.Ç. & M.U. Mirasedoğlu (2015), “Aktarım Mekanizmasının Hisse Senedi Fiyatları Kanalının Etkinliğine İlişkin Bir Analiz”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 105-125.

Yıldırım, D.Ç. & S. Erdoğan (2014), “Parasal aktarım mekanizması konut fiyatları kanalı üzerine ampirik bir analiz”, *The Journal of Social Sciences Research*, 23, 19-32.

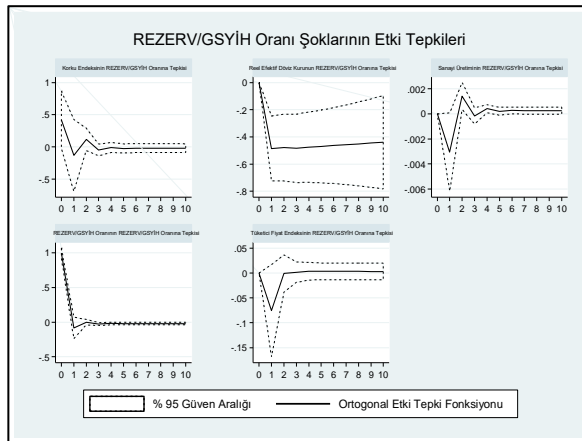
Yıldırım, D.Ç. & S. Yıldırım & I. Demirtas (2019), “Investigating energy consumption and economic growth for BRICS-T countries”, *World Journal of Science, Technology and Sustainable Development*, 16(4), 184-195.

EKLER:

EK: 1



EK: 2



Yıldırım, D.Ç. & B. Kırıcı-Altınkeski (2020), “Uluslararası Aktarım Kanalı Bağlamında Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası Stratejileri Üzerine Bir Karşılaştırma”, *Sosyoekonomi*, Vol. 28(46), 141-155.