

## PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ASİMETRİK ETKİLERİ<sup>1</sup>

Etem Hakan ERGEÇ

Eskişehir Osmangazi Üniversitesi

### Özet

Para politikası şokları ekonomi üzerinde asimetrik etkilere neden olabilmektedir. *Pozitif ve negatif şok asimetrisi, büyük ve küçük şok asimetrisi ve durum asimetrisi* olmak üzere, teoride tanımlanan üç tip asimetrik etki bulunmaktadır. Bu asimetri türlerini incelemeye yönelik yapılan çalışmalarda, fiyat ve ücret yapışkanlıkları, kapasite kullanımının durumu, geleceğe yönelik beklentiler ve kredi kullanımının durumu olmak üzere birçok nedenin öne çıktığı görülmektedir. Bu çalışma, bu nedenleri ve para politikasının asimetrik etkilere neden olma mekanizmalarını analiz etmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Asimetrik etki, para politikası şoku, para politikası

Etem Hakan ERGEÇ

<sup>1</sup> Bu çalışma Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda "Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Ekonomisinde Pozitif ve Negatif Şok Asimetrisi" ismiyle tamamlanarak 19 Ekim 2007 tarihinde savunulan doktora tezinden türetilmiştir.

## **THE ASYMMETRIC EFFECTS OF MONETARY POLICY SHOCKS**

**Etem Hakan ERGEÇ**  
Eskişehir Osmangazi University

### **Abstract**

The effect of monetary policy can be asymmetric. In economic theory three types of asymmetric effects of monetary policy have been described. They are positive and negative shocks asymmetry, small and big shocks asymmetry, and state asymmetry. In the literature, major causes for the asymmetry are rigidity of prices and wages, capacity utilization, expectation, and credit markets. This paper analyzes the causes and the mechanisms of asymmetric effects of monetary policy.

**Key Words:** Asymmetric effects, monetary policy shocks, monetary policy.

## 1. GİRİŞ

Para politikasının reel etkileri makro iktisat literatürünün en geniş tartışma alanlarından birisini oluşturmaktadır. Uzun dönemde para politikalarının yansızlığı nispeten genel kabul edilse de, para politikalarının kısa dönem etkileri üzerine yoğun bir fikir ayrılığı bulunmaktadır. Parasal aktarım mekanizmalarının çeşitlenmesine paralel olarak bu konular da tartışılmaya devam edecek görünmektedir. Beklenmeyen para politikaları değişikliklerinin makro ekonomik değişkenler üzerinde yarattığı etkilerin şiddetinin, politik değişmelerin yönüne, şiddetine ve ekonominin durumuna göre farklılık göstermesi, bu tartışma alanlarından birisidir. Şokların etkilerinin şiddetinin, şokların bazı özelliklerine göre değişmesi, iktisat literatüründe para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesi olarak tanımlanmaktadır.

Toplam çıktı ya da fiyatlar genel düzeyi gibi bazı makro ekonomik değişkenler üzerinde, para politikası şokları simetrik olmayan etkiler gösterebilmektedir. Yani yaşanan bir şok sebebiyle makroekonomik değişkenler üzerinde ortaya çıkan bir etki, benzer bir şokla kıyaslandığı zaman daha farklı şiddette gerçekleşebilmektedir. Malon (2000, 3) asimetrik etkilerin önemini, “bir ipi çekebilirsin ama itemezsin...” diye açıklamaktadır. Bu benzetmenin politik yansımasına örnek olarak, ekonomik durgunlukla mücadele verilebilir. Örneğin durgunluk döneminde ekonomiyi canlandırmada, para politikası etkili bir mücadele aracı olmaz iken, maliye politikaları para politikasına göre daha etkindir (Agénor, 2001, 3). Para politikaların oluşturulmasında asimetrik etkilerin dikkate alınması, oluşturulan politikanın başarısı için gerekli olmaktadır. Çünkü para politikalarının başarılı bir biçimde yürütülmesi için, politika yapıcılarının uygulanacak politikanın ekonomi üzerindeki etkisini ve uygulanacak politika için uygun zamanlamayı dikkatlice değerlendirmeleri gerekir (Claus ve Grimes, 2003, 1).

Para politikasının asimetrik etkileri, iktisat teorisinde aslında tamamıyla yeni bir kavram değildir. J. M. Keynes’ten bu yana genişlemeci para politikalarının bir sınırı olduğu bilinmektedir (Florio, 2004, 410). 1920’li yıllara kadar para politikasının simetrik etkileri olduğu düşüncesi egemen iken, Büyük Buhranla birlikte para politikasının başarısı sorgulanmaya başlamıştır. Çünkü bu dönemlerde, genişlemeci para politikasının ekonomiyi canlandırmada başarısız olduğu görülmektedir (Morgan, 1993, 22). 1929 yılında Amerikan ekonomisinde, kısa dönemli faiz oranlarının %1 den daha düşük bir düzeyde seyretmesine rağmen, 1934 yılına gelindiğinde, krizin hala devam etmesi; genişlemeci para politikalarının başarısız olması şeklinde yorumlanmaktaydı. Çünkü FED (Amerikan

Merkez Bankası) faiz oranlarının bu durumunu genişlemeci para politikası uygulaması olarak değerlendirmekteydi (Morgan, 1993, 22). FED, genişlemeci para politikası uygulayarak Büyük Buhranda krize derhal uyum göstermiş, reeskont kredisi oranlarını derhal düşürmüş, bankacılık sistemine rezerv pompalamış ama rezervler yeterli olmamıştır. Ancak tüm bunlara rağmen iş çevrelerinin banka ödünçlerine talebi çok az artış göstermiştir. Her şeyden öte, yatırımların faiz esnekliğinin düşük olması, izlenen bu genişlemeci para politikasının başarıya ulaşmasına engel olmuştur (Mayer, 1968, 219-221).

Ancak M. Friedman ve A. Schwartz (1990)'ın Büyük Buhran yıllarında izlenen para politikalarının tarihini inceleyen çalışmalarında, bu dönemde yürütülen para politikalarının genişlemeci değil, aksine daraltıcı politikalar olduğunu ortaya koymuşlardır. Çünkü Büyük Buhran yıllarında faiz oranlarının düşürülmesine rağmen para arzında şiddetli bir daralma yaşanmıştır. Parasal tabanda bir azalma meydana gelmemesine rağmen para arzının daralmasına, mevduatların dolaşımdaki nakde oranı ve mevduatların rezervlere oranlarındaki azalma neden olmuştur (Mayer, 1990, 432).

İzlenen para politikasının yönüne ilişkin, Friedman ve Schwartz'ın bu tespiti ise asimetrinin temel kanıtını zayıflatmış, 1960'lı ve 1970'li yıllarda asimetriye olan inancı sarsmış, "Para politikası asimetrinin en önemli delilini kaybetmesi" olarak değerlendirilmiştir (Mayer, 1968, 150). Ancak Friedman ve Schwartz'ın bu dönemde izlenen para politikasının yönüne ilişkin gözlemleri, sadece sıkı para politikasının başarısına işaret etmekte, ancak genişlemeci para politikasının aynı ölçüde başarılı olmadığını ise ispatlamamaktadır (Morgan, 1993, 22). İktisat literatüründe asimetrik etkilerin incelendiği birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların bir çoğunda asimetrik etkilerin varlığına ilişkin ampirik bulgulara ulaşılmıştır. Ancak literatürde yapılmış çalışmalarda birbiri ile çelişir görünen bazı sonuçlara ulaşılmasına neden olabilecek bazı unsurlar bulunmaktadır. Bunlardan ilki, bu çalışmaların bazılarının enflasyonist ortamı inceliyor olmalarıdır.<sup>2</sup> Asimetrik etkiler ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Rhee, 1995, 32). Bu durumda enflasyonsuz dönemlerde etkilerin simetrik olması şok asimetrisi düşüncesini zayıflatmamaktadır.<sup>3</sup> Çelişir sonuçlara

<sup>2</sup> Rhee ve Rich (1995) çalışmalarında, asimetriye ilişkin ampirik sonuçların büyük ölçüde enflasyon tarafından tahrik edildiğini göstermişlerdir.

<sup>3</sup> Ball ve Mankiw (1994) ve Cappellero ve Engel (1992) çalışmalarında enflasyon ortamının asimetriyi güçlendirdiği düşüncesini destekleyen sonuçlara ulaşmışlardır.

rastlanmasının bir diğer olası nedeni ise para politikası şokunu belirlemede hangi göstergenin seçildiğidir. Şokları takip etmede kullanılacak birçok gösterge bulunmaktadır<sup>4</sup>. Şokların etkilerini incelemeye yönelik yapılan bir çalışmada, bu göstergelerin her birinin, tek başına kullanımı, yanlış ya da eksik yorumlara neden olabilmektedir. Tanımlama sorunu olarak adlandırılabilen bu durumu aşabilmek için literatürde yapılan birçok çalışmada birden çok gösterge birlikte kullanılmaktadır.

Asimetrik etkilere ilişkin literatürü özetlemeyi amaçlayan bu çalışmanın ikinci bölümünde asimetrik etkilerin türleri ele alınmış, üçüncü bölümde ise literatürde asimetrik etkileri inceleyen çalışmalarda, asimetrik etkilerin nedenleri olarak değerlendirilen faktörler açıklanmaktadır. Son bölüm ise asimetrinin özetlendiği sonuç bölümüdür.

## 2. ASİMETRİK ETKİ TÜRLERİ

Para politikasının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin asimetrik olmasına ilişkin, teoride tanımlanan dört tip asimetrik etki bulunmaktadır. Bunlar; *beklenen ve beklenmeyen para politikaların asimetrik etkileri*, *pozitif ve negatif şok asimetrisi*, *büyük ve küçük şokların asimetrik etkileri* ve *durum asimetrisidir*. Şokların beklenmeyen değişmeler olması sebebiyle, bu asimetri türlerinden ilkinin, şok asimetrisi olarak tanımlamaktan ziyade, politikanın asimetrik etkileri olarak tanımlamak gerekmektedir. Dolayısıyla para politikalarının asimetrik etkileri olarak dört, şokların asimetrik etkileri olarak da üç tip asimetri bulunmaktadır.

### 2.1. Beklenen ve Beklenmeyen Para Politikası Asimetrisi

Yeni klasik literatürün ilgilendiği asimetri türü olan beklenen ve beklenmeyen para politikası asimetrisi; beklenmeyen para politikası değişikliklerinin çıktı üzerinde bir etkiye neden olmasına rağmen, beklenen para politikası değişikliklerinin bir etkiye neden olmaması olarak tanımlanabilir. Barro (1997) ve Mishkin (1982)'nin çalışmaları, literatürde bu tespiti yapan ilk çalışmalardandır. Asimetri literatürünün gelişimine bakıldığında, para politikasının çıktı üzerindeki etkilerini incelemeye beklenen beklenmeyen şok asimetrisi üzerine odaklanan geleneksel yaklaşımın, günümüzde popülerliğini kaybettiği görülmektedir. Eski çalışmalar bu tip asimetriyi destekler sonuçlar sunsa

<sup>4</sup> Bu göstergeleri, parasal göstergeler, faiz oranları, getiri eğrileri ve sözel göstergeler olarak dört temel gruba ayırmak mümkündür.

da, yeni çalışmalar beklenen şokların da reel etkileri olduğunu ortaya koymaktadır. (Ravn ve Sola, 1999, 2). Ancak yaşanan şokların beklenen şoklar olması, asimetri derecesini etkilemektedir.

## 2.2. Pozitif ve Negatif Şokların Asimetrik Etkileri

Pozitif bir para politikası şokunun çıktı üzerinde yarattığı etkinin, aynı şiddete sahip negatif bir şokun çıktı üzerinde yarattığı etkiden daha zayıf olması, pozitif ve negatif para politikası şokunun asimetrisi olarak isimlendirilir. Pozitif ve negatif şok asimetrisi ile ilgili olarak literatürde yapılmış önemli çalışmalardan ilki Cover (1992)'in çalışmasıdır. Pozitif ve negatif şok asimetrisinin incelemiş, literatürde birçok çalışma bulunmaktadır<sup>5</sup> Bu çalışmaları iki ana çerçevede incelemek mümkündür. Bunlardan ilki, arz eğrisinin eğimine dayanan arz yönlü asimetri, diğeri ise para piyasası koşullarına dayanan talep yönlü asimetri (Kandil, 2002, 288-289). Bu iki tip asimetri görüşüne göre de negatif para politikası şoku, çıktı üzerinde pozitif şoklara göre daha güçlü etkilere neden olmaktadır. Ancak fiyatlar üzerindeki asimetrinin yönü iki yaklaşımda da birbirinden ayrılmaktadır. Arz yönlü asimetriye göre fiyatlar pozitif şoklara daha güçlü tepki verirken, talep yönlü asimetriye göre negatif şoklara daha güçlü tepki vermektedir.

*Arz yönlü asimetri* yaklaşımı, kısa dönem arz eğrisinin dışbükey çizilmesine dayanır. Buna göre fiyat ve ücretlerin aşağıya doğru esnek olmaması ve ekonomideki kapasite kullanımının durumu, para politikası şoklarının asimetrik etki göstermesine neden olmaktadır. Bu unsurlar, fiyatların pozitif para politikası şoklarına daha güçlü tepki yol açmakta, dolayısıyla negatif para politikası şoklarının fiyatlar üzerindeki etkileri daha zayıf, çıktı üzerindeki etkileri ise daha güçlü gerçekleşmektedir. Bir başka ifadeyle, arz eğrisinin dışbükey olması, toplam talepte meydana gelen aynı şiddete sahip iki değişimin, fiyatlar ve çıktı üzerinde aynı şiddete sahip etkiler göstermemesinin nedenidir.

Negatif şokların çıktı ve fiyatlar üzerinde daha güçlü etkilere neden olacağını belirten *talep yönlü asimetri* ise, ekonomideki kredi kullanımının durumuna bağlıdır. Kredi kullanım mekanizmalarında,

<sup>5</sup> Morgen (1993), Rhee ve Rich (1995), Macklem, Paquet ve Phaneuf. (1996), Demery ve Duck (2000), Senda (2001), De Long ve diğerleri (1988), Kandil (2002) ve Thoma (1994), asimetri literatüründe pozitif ve negatif şokların asimetrik etkilerinin varlığına ilişkin ampirik bulgular sunan bazı çalışmalar arasındadır. Evens (1986) ve Ravn ve Sola (1999)'ün çalışmaları ise şokların asimetrik etkilerine ilişkin ampirik kanıtlara ulaşamamış çalışmalardır.

tüketici davranışları ve firmaların net değerleri asimetrik etkilerin görülmesine yol açabilmektedir (Agénor, 2001, 9). Bir ekonomide tüketici davranışları ve firmaların net değeri, kredi kısıtlarını ve bu kısıtların bağlayıcılığını etkileyebilmektedir. Kredi kullanımının bu gelişmelerden etkilenmesi ise ekonominin para politikası şoklarına verdiği tepkinin şiddeti üzerinde belirleyici olur. Sonuçta negatif şoklar, çıktıyı ve fiyatları pozitif şoklara göre daha fazla etkileyecektir.

### 2.3. Büyük ve Küçük Şokların Asimetrik Etkileri

Bu asimetri türünde geleneksel Keynesyen literatürden farklı olarak, meydana gelen şokların büyüklüklerine göre yarattıkları etkiler kıyaslanmaktadır. Yeni Keynesyen literatür ile ilişkili olan bu asimetri türü, nominal talep ve çıktı arasındaki ilişkinin doğrusal olmamasına dayanır (Ravn ve Sola, 1999, 2). Menü maliyetleri kanalına dayanan bu asimetri türüne göre, küçük para politikası şokları reel etkilere neden olmakta iken, büyük şoklarda benzer etkiler görülmemektedir (Agénor, 2001, 8). Çünkü firmalar menü maliyetlerinden kaçınmak amacıyla, nominal talepteki küçük değişimler karşısında fiyatlarını değiştirmeme eğilimindedirler. Bu durum karlarında bir azalmaya neden olsa da, menü maliyetleri ile kıyaslandığında tercih edilebilir. Bu durumda gerçekleşen küçük bir para politikası şoku, firmaların bu davranışı nedeniyle çıktı üzerinde reel etkilere neden olmaktadır. Ancak firmaların bu eğilimi büyük şoklar ile karşılaşmaları durumunda değişmektedir. Firmalar büyük şoklarda fiyatlarını değiştirirler. Çünkü katlanılan menü maliyetleri, fiyatların değiştirilmeme nedeniyle azalacak olan kar miktarı ile kıyaslandığında daha düşük kalmaktadır. Firmaların bu davranışı, büyük şokların çıktı üzerinde reel etkiler göstermesine engel olur<sup>6</sup>. Bu asimetri türünde, şokların büyük ya da küçük olarak ayırımında, menü maliyetlerinin büyüklüğü ve reel katılıkların direnci dikkate alınmaktadır (Agénor, 2001, 8).

### 2.4. Durum Asimetrisi

Para politikası şoklarının hangi şiddette etkiler göstereceği, şokun yaşandığı dönem ile yakından ilgilidir. Çünkü ekonominin durgunluk ya da canlanma döneminde olması, ekonominin şoka verdiği tepkiyi etkilemektedir. Para politikası şoklarının çıktı üzerinde, şokun yaşandığı

<sup>6</sup> Ravn ve Sola'nın (1999) ve Weise'in (1999) çalışmaları, bu asimetri tipini destekler bulgular sunan çalışmalara örnek olarak verilebilir

döneme göre farklı şiddette etkiler yaratması, asimetri literatüründe durum asimetrisi olarak tanımlanır. Aslında para politikasının etkisinin duruma bağlı olma düşüncesi yeni bir düşünce değildir. Literatürde bunun ilk ifadesi likidite tuzağıdır (Kakes, 1998, 2; Karame ve Olmedo, 2002, 2). Bu asimetri türüne ilişkin günümüzde verilebilecek güncel örneklerden biri Japon ekonomisidir. Japon Merkez Bankası, uzun bir dönem genişlemeci para politikası uygulamış, ancak ekonomide bir canlanma görülmemiştir. Genişlemeci para politikası, büyük ve sürekli negatif şokun devamında, etkili olmamıştır (Kato Takashi ve Watanabe, 1999, 2).

Literatürde yeni bir düşünce olmayan bu asimetri türünü açıklamaya yönelik birçok model geliştirilmiştir. Güncel görüşleri iki temel çerçeveye ayırmak mümkündür (Kakes, 1998, 2-4; Kaufmann, 2002, 277-278; Karame ve Olmedo, 2002, 2; Peersman ve Smets, 2002, 28). Bunlar; aşağıya doğru rijit fiyatlara dayanan dışbükey arz eğrisi ve finansal piyasalardaki aksaklıklara ve dış finans primine dayanan kredi piyasası aksaklıkları görüşüdür. Bu iki teorik çerçevenin ikisi de durgunluk dönemlerinde para politikasının daha güçlü olduğunu ileri sürer. Ancak bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olan unsurlar iki çerçevede birbirinden farklılık gösterir.

#### **Dışbükey Arz Eğrisi:**

Pozitif eğimli ve dışbükey çizilen arz eğrisinin eğimi, çıktı ve enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, düşük olduğu dönemlere göre daha azdır. Yani arz eğrisi çıktının ve fiyatların yüksek olduğu dönemlerde daha diktir. Bu nedenle aynı şiddete sahip iki para politikası şokunun (biri durgunluk biri de canlanma döneminde gerçekleştiği varsayılır ise) çıktı ve fiyatlar üzerindeki etkileri kıyaslandığında, çıktı üzerindeki etkinin durgunlukta canlanma dönemine göre daha güçlü olduğu, fiyatlar üzerindeki etkinin ise tam tersi canlanma döneminde daha güçlü olduğu görülmektedir. Toplam talep eğrisinin iki farklı bölgede aynı şiddette kayması durumunda, çıktı ve fiyatlarda yaşanan gelişme kıyaslandığında, çıktının durgunluk döneminde daha fazla, fiyatların ise canlanma döneminde daha fazla değiştiği görülmektedir.

#### **Kredi Piyasası Aksaklıkları:**

Parasal aktarım mekanizmalarından kredi kanalına dayanan bu yaklaşım, finansal piyasalardaki asimetriye dayanarak para politikası etkilerinin durgunluk ve canlanma dönemlerinde farklı olduğunu ileri sürer.



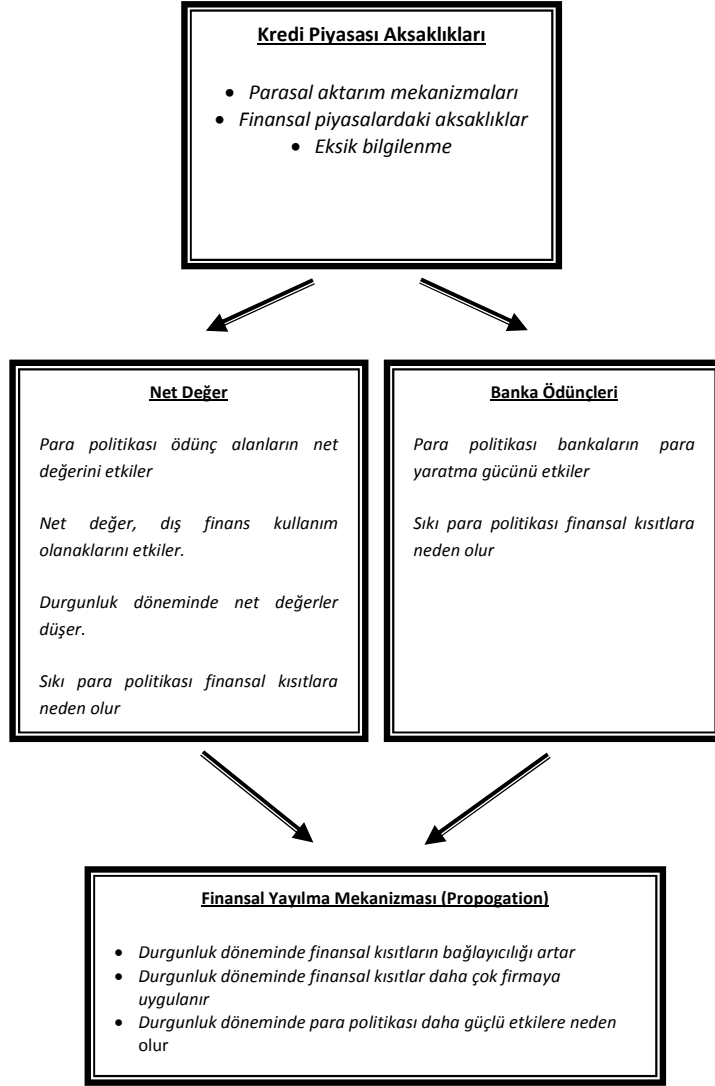
Temelde iki guruba ayrılabilen bu yaklaşımda (Karama ve Olmedo, 2002,3) yer alan modellerin hepsinde, para politikası durgunluk dönemlerinde canlanma dönemlerine göre daha güçlü etki yaratır. Parasal aktarım mekanizmalarına dayanan bu modellerden ilk grup, ödünç alanların finansal dengeleri üzerine, ikinci grup modeller ise banka ödünçleri üzerine inşa edilmiştir.<sup>7</sup> Kredi piyasası aksaklıkları ile durum asimetrisini ilişkilendirmeye çalışılan bu iki tip modelin sınındığı ve durum asimetrisinin test edildiği birçok çalışmada durum asimetrisini destekler bulgulara ulaşılmıştır.<sup>8</sup>

Geleneksel faiz kanalına göre, kısa dönemli faiz oranlarının değişimi, sermayenin maliyetine etki ederek, sabit yatırımlar gibi faiz oranlarına duyarlı harcamaları etkiler. Ancak birçok amprik çalışma, yatırım harcamaları üzerinde, sermayenin maliyetinin etkisinin az olduğunu, satışlar ya da nakit akımları gibi finansal hızlandırıcı (accelerator) değişkenlerinin yatırımları etkilemede daha güçlü olduğunu göstermektedir (Masuhara, 2003, 1-2). Şekil 1' de kredi piyasası aksaklıklarının, durgunluk döneminde para politikası şoklarının etkilerini nasıl güçlendirdiği gösterilmiştir.

Genel olarak finansal hızlandırıcı olarak isimlendirilen bu modeller (Kakes, 1998, 2-3) finansal piyasalardaki bilgi aksaklıklarının, para politikasından (özellikle de sıkı para politikasından) nasıl olumsuz etkileneceği ve bu nedenle de daraltıcı etkileri nasıl güçlendireceği üzerine kurulmuştur (Bernanke ve Gertler 1989, Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1996). Finansal hızlandırıcı, yaşanan bir şokun etkilerinin, kredi piyasasındaki aksaklıklar sebebiyle daha da büyümesi olarak tanımlanır (Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1996, 1).

<sup>7</sup> Bernanke ve Gertler (1989), Calomiris ve Hubbard (1990), Getrler; (1992), 'in çalışmaları ilk gurupta, Bernanke ve Blinder (1992), Kashyap, Steine ve Wilcox (1993)'un çalışmaları ise ikinci gurupta şekillenen çalışmalardandır.

<sup>8</sup> Holmes ve Wang, (2000), Peersman ve Smets (2001), Weise (1999), Kashyap ve diğerleri (1993), Kaufmann (2002), Kakes (1998), bu çalışmalar asimetri literatüründe durum asimetrisini destekleyen bulgulara ulaşmış çalışmalardan bazılarıdır.



Şekil 1: Kredi Piyasası Aksaklıkları ile Durum Asimetrisi Arasındaki İlişki

Bu iki grupta yer alan modellerde de asimetrik bilginin varlığı finansal kısıtlara neden olmakta, dolayısıyla da ekonomik ajanlar bu durumda finansal kısıtlar ile karşılaşmaktadır (Garcia ve Schaller, 1999, 2). Asimetrik bilgilendirme sorununun finansal kısıtlara nasıl neden olduğu, asimetrik etkilerin nedenlerinden ekonomide kredi kullanımı başlığında ele alınacaktır. Bu iki grupta yer alan modellerde de, finansal kısıtların birçok firmaya uygulanması nedeniyle finansal yayılma (Propagation)

mekanizmasının durgunluk döneminde daha güçlü olduğu iddia edilir (Atanasova, 2003, 2-3; Balke, 2000, 344; Bernanke ve Gertler 1989; Karame ve Olmedo, 2002, 3). Finansal piyasa firiksionları literatüründeki son çalışmalar kredilerin, şokların doğrusal olmayan propagatorü olarak hareket ettiğini gösterir (Balke, 2000, 344). Genişleme döneminde firmalar, finansal ihtiyaçlarını artan gelirleri ile karşılayabilecekleri için dışsal finansman, gelirlerin artmadığı durgunluk dönemine kıyasla önemini yitirir ve bu nedenle canlanma döneminde para politikası bu sürece pek etkide bulunamaz. Ancak daralma döneminde firmaların finansal olarak dışarıya bağımlılığı ve dolayısıyla da para politikasının etkisi artmaktadır (Kakes, 1998, 2). Finansal kısıtların durgunluk döneminde bağlayıcılığının artması, artan faizler nedeniyle yatırımlardaki azalmayı daha da şiddetlendirecektir. Çünkü yatırımlarda, sermaye maliyetlerinin artması nedeniyle gerçekleşen düşmeye ek olarak, artan faizler sonucu borç ödeme olanakları kötüleşen firmaların likidite ihtiyaçlarının artması nedeniyle de bir düşme gerçekleşecektir (Garcia ve Schaller, 1999, 2). Konjonktür dinamiklerinin doğası gereği, finansal hızlandırıcı durgunluk döneminde daha güçlü işlemektedir (Atanasova, 2003, 2).

### **3. ASİMETRİK ETKİLERİN NEDENLERİ**

Para politikası şoklarının makro ekonomik değişkenler üzerinde yarattığı etkilerin neden asimetrik olduğuna ilişkin teorik birçok açıklama geliştirilmiştir. Bu nedenlerin birçoğu aynı zamanda birden çok asimetriye birlikte dayanak olmaktadır. Yani bir neden aynı zamanda birden çok asimetrik etkinin nedeni olabilmekte ya da bir asimetrik etkinin ortaya çıkmasına burada açıklanacak unsurlardan birden fazlası aynı zamanda dayanak teşkil etmektedir. Para politikası şoklarının etkilerinin asimetrik olmasına neden olabilecek beş unsur vardır. Bunlar; Nominal ücret yapışkanlıkları, kapasite kullanımının durumu, geleceğe yönelik beklentiler, asimetrik fiyat yapışkanlıkları ve menü maliyetleri ve kredi kullanımının durumudur.

#### **3.1. Nominal Ücret Yapışkanlıkları**

Nominal ücretlerin yukarıya doğru esnek ancak aşağıya doğru katı olması, ücret yapışkanlığı olarak tanımlanmaktadır. Mankiw ve Romer (1991), ücret ve fiyat yapışkanlıklarına ilişkin mikro temelleri oluşturacak son teorik çalışmaları bir araya getirmişler ve bunu Yeni Keynesyen makro ekonomi olarak adlandırmışlardır. Yeni Keynesyen çerçevede para politikası şoklarının asimetrik etkilerini araştıran birçok çalışma yapılmıştır. Ancak bu çerçevede ücret ayarlamaları üzerine yapılan çok

az sayıda çalışma bulunmaktadır. Yapılan çalışmalarda genel olarak fiyat ayarlamalarındaki asimetri üzerinde durulmuştur. Ancak, asimetrik ücret endekslemesi de asimetrik fiyat ayarlamaları ile birlikte, para politikasının asimetrik etkiler göstermesine neden olabilmektedir<sup>9</sup> (Kandil, 1995). Ancak nominal ücret yapışkanlıklarının para politikası şoku asimetrisine neden olabilmesi iki unsura bağlıdır (Agénor, 2001, 5-6). Bunlar: Çalışanların, nominal ücretlerdeki bir kesintiye direnç göstermeleri ve reel ücretlerdeki azalmaya direnç göstermelerine rağmen, artışa direnç göstermemeleridir. Böyle bir durumda, reel ücretlerdeki bir artışın önüne ancak yüksek enflasyon ile geçilebilir, Enflasyon ortamının bunu tamamıyla önleyecek kadar yüksek olmaması, asimetrik etkiye neden olabilir. Bu iki unsur, ücretlerin aşağıya doğru yavaş, ancak yukarıya doğru ise hızlı ayarlanmasına neden olur ki bu da çıktı üzerinde para politikasının pozitif-negatif şok asimetrisine yol açabilir.

### 3.2. Kapasite Kullanımı Durumu

Asimetrik etkilere neden olabilecek bir diğer unsur ise, ekonomideki kapasite kullanımının durumudur.<sup>10</sup> Bu unsur hem pozitif-negatif şok asimetrisine hem de durum asimetrisine neden teşkil edebilmektedir. Parasal bir genişlemenin etkilerinin, üretim kapasitesince kısıtlanma ihtimali vardır. Bu ihtimal, ekonomide kapasite kullanımı arttıkça yani tam istihdama yaklaşıldıkça daha da güçlenir. Böyle bir durumda faiz oranlarındaki azalma nedeniyle talepte meydana gelen bir artış, çıktıdan ziyade fiyatları artıracaktır.

### 3.3. Geleceğe Yönelik Beklentiler

Para politikasının asimetrik etkilerinin nedenlerinden biri de tüketicilerin ve iş çevrelerinin geleceğe yönelik beklentilerinde konjonktür dönemlerine ortaya çıkan değişimlerdir (Agénor, 2001, 5; Florio, 2004, 417-422; Morgan, 1993, 22). Daha çok durum asimetrisine neden olan beklentilerdeki değişim, daha basit bir ifade ile kötümserlik ve iyimserlik, para politikasının çıktı üzerindeki etkisinin şiddetine etki edebilmektedir. Kötümserlik, geçmişte ve günümüzde, genişlemeci para politikasının zayıflığını açıklamak için en yaygın müracaat edilen gerekçelerden biridir. 1939 Ekonomik Krizinde bu gerekçenin rolünü açıklayabilmek için “atı suya götürebilirsiniz ancak zorla içiremezsiniz” benzetmesi

<sup>9</sup> Kandil (1995) çalışmasında, ücretlerin esnek olmasının asimetri ile ilişkisini tespit etmiştir.

<sup>10</sup> Evans (1986) çalışmasında asimetrik etki ve kapasite kullanımı arasındaki ilişkiyi incelemiş, kapasite kullanımının düşük olması durumunda asimetrik etkilerin gözlemlenemediğini tespit etmiştir.

kullanılmıştır. Greespan 1992’de aynı gerekçeyi genişlemeci politikanın iyi işlememe nedeni olarak sunmuştur (Morgan, 1993, 22). Ancak geleceğe yönelik beklentilerin, para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesine neden olabilmesi için, iki varsayımın geçerli olması gerekir (Morgan, 1993, 22). Bu varsayımlardan ilki, kötümserlik ve iyimserliğin konjonktür dönemlerine göre asimetrik olması, yani durgunluk dönemindeki kötümserliğin canlanma dönemindeki iyimserlikten daha şiddetli olmasıdır. Bir diğer varsayım ise, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik kaygılarının arttığı dönemlerde faiz oranlarına karşı duyarlılıklarının azalmasıdır. Birinci varsayımın geçerli olması, ekonomik birimlerin durgunluk döneminde faiz oranlarına daha az dikkat etmelerini beraberinde getirir. Firmaların gelecek endişelerinin artması, genişlemeci bir para politikası şokunun yatırım miktarını arttırmasına engel olabilir. Dolayısıyla, üretim kapasitenin düşük olduğu durgunluk dönemlerinde firmalar, faiz oranlarına karşı daha az duyarlı hale gelir (Agénor, 2001, 5). Bu durum tüketicilerin de aynı kaygılarla hareket etmesi nedeniyle de desteklenmektedir. Çünkü tüketicilerin endişelerinin yüksek olduğu yani kötümser oldukları dönemlerde, faizlerin düşmesi tüketimi canlandırmayabilir. Bu gerekçe tek başına durum asimetrisini açıklamaya yeterli iken (tatmin edici) genişletici politikanın daha az etkin olmasını açıklamada tek neden olarak gösterilemez (Morgan, 1993, 23).

### 3.4. Asimetrik Fiyat Yapışkanlıkları ve Menü Maliyetleri

Keynesyen ekonomistlere göre fiyat ve ücretlerin esnek olmaması, nominal şokların reel etkiler yaratmasına neden olmaktadır. Fiyatların ve ücretlerin esnek olmamasını, *zımni sözleşmeler, sosyal kalıplar, etkin ücretler, stok modelleri ve konjonktürün tersi mark-up fiyatlaması teorileri* gibi nedenlere açıklayan birçok araştırma yapılmıştır (Ball ve Romer, 1990, 183). Fiyatların aşağıya doğru esnek olmaması ve menü maliyetleri para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesine neden olur (Ball ve Mankiw, 1994, 247). Fiyatlardaki yapışkanlık, asimetri literatüründe hem pozitif negatif şok asimetrisi, hem büyük küçük şok asimetrisi, hem de durum asimetrisine dayanak gösterilmektedir.

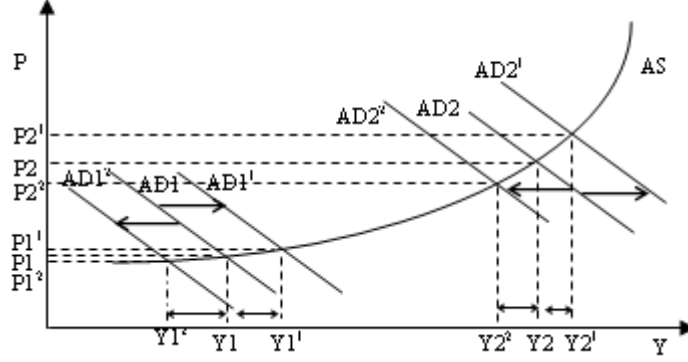
Fiyat yapışkanlıklarının asimetrik etkiye neden olma fikrinin dayanağı, firmaların fiyat ayarlamaları için birtakım maliyetlere katlanması gerekliliğidir (Morgan, 1993, 23). Fiyat yapışkanlıklarının ve menü maliyetlerinin, yaşanan para politikası şoklarında asimetrik etkilere neden olabileceğine ilişkin birçok model geliştirilmiştir.<sup>11</sup> Fiyat yapışkanlıkları,

<sup>11</sup> Capallero ve Engel (1992), Tsiddon (1993), Ball ve Mankiv (1994), Damery ve Duck’in (2000) çalışmaları, asimetrik fiyat ayarlamalarının para politikalarının asimetrik etkiler göstermesine neden olduğunu ispatlamış çalışmalar arasındadır.

hem teorik hem de ampirik olarak, asimetrik etkiyi açıklamada en tatmin edici neden olarak görülmektedir (Morgan, 1993, 24). Firmaların fiyatlarını düşürmede isteksiz olması, fiyatların yapışkan olmasına, bu da para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesine neden olmaktadır. Firmalar yaşanan bir negatif para politikası şokunda fiyatlarını, menü maliyetlerinden kaçınmak amacıyla düşürmek istemeyeceklerdir. Ancak yaşanan para politikası şokunun pozitif olması durumunda, firmalar bu eğilimlerini terk edecekler ve menü maliyetlerine katlanarak fiyatlarını arttıracaklardır. Dolayısıyla ekonomideki çıktı düzeyi, negatif para politikası şoklarına, pozitif şoklara göre daha çok tepki verirken, fiyatlar tam tersine negatif para politikası şoklarına daha az tepki verecektir (Karras ve Stokes, 1999, 227; Morgan, 1993, 23; Parker ve Rothman, 2003, 2; Rhee, 1995, 31). Çünkü pozitif bir şok durumunda fiyatlar, negatif şoklara göre daha çabuk değişim göstermektedir (Ball ve Mankiw, 1994, 247).

Yaşanan para politikası şokunun büyüklüğüne göre de asimetrik etki ortaya çıkabilmektedir. Para politikasında yaşanan küçük bir şok, firmaların menü maliyetlerinden kaçınma isteklerini arttıracığı için, firmalar bu durumda fiyatlarını değiştirmeyecek, dolayısıyla da yaşanan küçük şok sebebiyle çıktı üzerinde bir etki gerçekleşebilecektir. Ancak yaşanan şokun büyük olması, firmaların menü maliyetlerine katlanmayı arzular düzeyde bir fiyat hareketine neden olabilir. Bu durumda firmalar bu şoku fiyatlarına yansıtabilir ve böylece büyük şok, fiyatlarda bir değişmeye neden olurken, çıktı üzerinde bir değişmeye neden olmayabilir (Agénor, 2001, 7-8).

Tüm bu görüşler, arz eğrisinin dışbükey çizilmesine dayanmaktadır. Toplam arz eğrisinin, beklenen fiyat düzeyinin üstündeki fiyatlar için dik bir hal aldığı varsayılmaktadır. Böyle bir toplam arz eğrisi L şeklinde ya da dışbükey arz eğrisi olarak tanımlanır. Böyle çizilen bir arz eğrisinde, toplam talep eğrisinde meydana gelen aynı şiddetteki iki kaymanın yani aynı şiddete sahip iki para politikası şokunun, fiyatlar genel düzeyi ve çıktı üzerindeki etkilerinin şiddeti birbirinden farklı olacaktır. Ayrıca dışbükey arz eğrisinin üst ve alt kısımlarında yaşanan talep şoklarının etkilerinin şiddetleri, şokların şiddetlerinin aynı olması durumunda dahi, birbirinden farklı olacaktır. Yani talep şokunun canlanma ve durgunluk döneminde yaşanması durumunda, durum asimetrisi gözlenecektir. Şekil 2’de arz eğrisinin dışbükey çizilmesi durumunda şokların çıktı ve fiyatlar üzerindeki etkileri görülmektedir. Negatif şokların çıktı üzerindeki etkilerinin şiddeti, şokun gerçekleştiği bölgeye göre değişmektedir. Yaşanan şokların çıktı üzerindeki etkisinin eğrinin alt bölgelerinde daha güçlüdür.



**Şekil 2: Para Politikası Şoklarının Ekonominin Durumuna Göre Etkileri (Kakes, 1998, 5)**

Ayrıca enflasyonist bir ortam şokların sonuçlarını etkiler. Çünkü arz eğrisinin eğimi ile trend enflasyonu arasında bir ilişki bulunmaktadır. Trend enflasyonunun pozitif olması, fiyat yapışkanlığını artırmakta ve toplam arz eğrisinin daha dışbükey olmasına neden olmaktadır. (Senda, 2001, 87). Dolayısıyla trend enflasyonu asimetriyi etkilemekte, asimetrinin derecesi trend enflasyonun varlığı durumunda artmaktadır (Agenor, 2001, 7; Parker ve Rhotman, 2003, s.2; Rhee, 1995, 31).

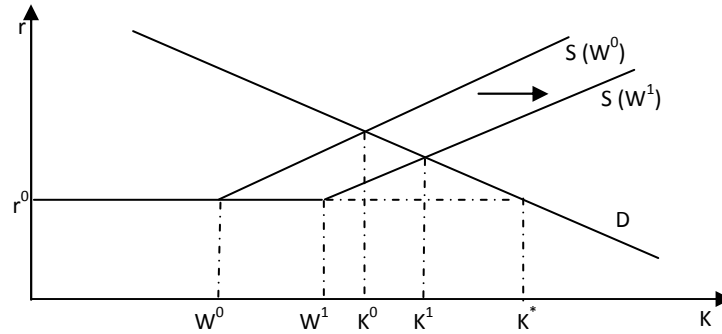
### 3.5. Ekonomide Kredi Kullanımının Durumu

Para politikası, kredi kısıtları ve kredi talebi arasındaki etkileşim sebebiyle de asimetrik etkilere neden olabilmektedir. Hem pozitif negatif şok asimetrisini hem de durum asimetrisini açıklamada kullanılan bu görüş, parasal aktarım mekanizmalarından biri olan kredi kanalına dayanmaktadır. Kredi kısıtları sebebiyle sıkı para politikası, özellikle de durgunluk döneminde bankaları, ödünç verme konusunda daha isteksiz yapabilmekte ve bu sebeple de asimetrik etkiler ortaya çıkabilmektedir (Morgan, 1993, 23). Çünkü bu davranış kredi tayinleme ve çıktıda bir azalmaya neden olmakta iken, aksi bir sonuç genişlemeci para politikasında görülmemektedir (Garibaldi, 1997, 4). Kredi kullanımının durumu ile para politikası şoku asimetrisi arasındaki ilişki, kredi piyasasındaki asimetrik bilgilenme sorunu ve bu sorunun firmalara maliyeti ile açıklanmaktadır. Asimetrik bilgilenme sorunu kredi piyasasında, kredi kısıtlarına neden olmakta ve bu kısıtların bağılıcılığı ekonominin durgunluk ve canlanma dönemlerinde ve ayrıca pozitif ve negatif şoklar durumunda değişebilmektedir. Kredi kısıtlarının para

politikası asimetrisine yol açması üzerine literatürde yapılmış çalışmalardan, finansal hızlandırıcılığın temelini oluşturan bazı güçlü sonuçlar çıkarmak mümkündür. Bunlar; (Bernanke, Getrler ve Gilchrist, 1996, 2.)

- Dış finansman iç finansmana göre daha pahalıdır,
- Dış finans piri ile firmaların net değeri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır,
- Dış finansman primindeki artış ve dış finansman ihtiyacının artması, net değeri azalan firmaların harcama ve üretimlerini azaltmaktadır.

Finansal piyasalarda yaşanan bilgilenme sorunu firmaların finansman maliyetlerini etkilemektedir. Çünkü firmalar asimetrik bilgilenme sorunu sebebiyle finansal kısıtlarla karşılaşır (Farmer, 1988). Finansal kısıtların yatırımlar üzerindeki belirleyiciliğini incelemeye yönelik çalışmaların ulaştığı iki temel sonuç bulunmaktadır. Bunlar; yatırımlar ile firmaların net değerleri arasında anlamlı bir ilişki olması ve asimetrik bilgilenme kaynaklı piyasa aksaklıkları ile karşılaşması muhtemel firmalar için bu ilişkinin daha da önemli olmasıdır.(Hubbard, 1998, 193). Şekil 3'de asimetrik bilgilenmenin firmaların fon maliyetlerini nasıl arttırdığı gösterilmiştir.



Şekil 3: Asimetrik Bilgilenme ve Fon maliyetleri  
(Hubbard, 1998, 196.)

Şekilde yer alan D eğrisi fon talebini göstermekte ve firmanın yatırım olanakları tarafından belirlenmektedir. S ise fon arz eğrisidir ve belirleyicilerinden biri de firmanın finansal durumunu yansıtan firmanın net değeridir. Firmanın net değerinin  $W^0$  olması durumunda S ve D eğrilerinin kesiştiği sermaye miktarı  $K^0$  dir. Eksiksiz piyasa (complete-markets) yaklaşımına göre, bu firma, reel faiz oranı olan  $r^0$  dan arzuladığı yatırım miktarı olan  $K^*$ 'yi gerçekleştirebilecektir. Ancak görüldüğü gibi fon arz eğrisi,  $W^0$  sermaye miktarına kadar yatay eksene paralel seyretmekte iken,  $W^0$  düzeyinden sonra pozitif bir eğime sahip



olmaktadır. Dolayısıyla bu firma, ancak  $K^0$  kadar bir yatırımı gerçekleştirebilecektir. Ayrıca bu yatırım miktarının ancak  $W^0$  kadarı iç finansmandan,  $K^0 - W^0$  kadarı ise dış finansmandan karşılanmaktadır. Ayrıca iç finansmanın firma için maliyeti, alternatif reel faiz geliri olmakta iken, dış finansmanın maliyeti,  $r^0$  dan daha yüksek bir reel faiz oranıdır. Bu iki maliyet arasındaki fark, bu firmanın dışsal finans primini olarak tanımlanmaktadır. Bu primin miktarı yani iki faiz oranı arasındaki farkın nedeni arz eğrisi olan  $S$ 'nin dirsek yapmasıdır.  $S$ 'nin dirsek yapmasının nedeni, asimetrik bilgilenme sorunudur. Şöyle ki; gerçekleştirilecek yatırıma ilişkin, firma yöneticileri ile dışarıdan firmaya borç verenlerin sahip olduğu bilgi düzeyi aynı değildir. Firma yöneticilerinin yatırım projesine ve firmaya ilişkin bilgi düzeyleri daha yüksektir. Burada finansal hızlandırıcılığı anlamak için, finansal piyasaları asil- vekil yaklaşımı ile düşünmek en uygun çatıdır (Bernanke, Getrler ve Gilchrist, 1996, 2). Asilin ve vekilin eşit bilgi düzeyine sahip olmaması, yatırım projesinin finansmanını daha maliyetli bir hale getirmektedir. Şöyle ki; bir yatırım projesinin girdileri sermaye ve yumuşak sermaye (soft capital) olarak ikiye ayrılmaktadır (Hubbard, 1998, 195-196). Sermaye, yatırım projesi için gerekli tesis ve ekipmandan oluşmakta iken, yumuşak sermaye projenin verimliliğini etkileyebilen, organizasyon harcamaları gibi girdilerden oluşur. Sermayenin bir kısmı iç fonlardan, bir kısmı da dış fonlardan temin edilmekte iken, yumuşak sermayenin tamamı firma tarafından temin edilir. Dışarıdan firmaya borç verenlerin, yumuşak sermayenin optimum kullanılıp kullanılmayacağı, projenin iyi yönetilip yönetilmeyeceği gibi konulardaki bilgi düzeyi, firmanın sahip olduğu bilgi düzeyine eşit değildir. Bu sebeple proje risklidir. Girişimcinin projeyi iyi yönetip yönetmeyeceği, dürüst davranıp davranmayacağı konusundaki riski düşürecek unsur, projedeki, iç finansman payının düzeyidir. Yani firmanın projeye yatırdığı iç fon miktarındaki artış, dışarıdan borç verenlerin projeye güveni de artıracaktır. Bu firmanın projeye yatırdığı iç fon miktarı ile de firmanın net değeri doğru yönlü bir etkileşim içindedir. Yani bir firmanın, net değerinin artması, iç fonların artmasına neden olur. Dolayısıyla net değerdeki artış, hem firmanın güvenilirliğini arttıracığı hem de projeye yatırılacak iç fon miktarını arttırdığı için, projenin iyi yönetileceğine dair güveni arttıracak ve fon arz eğrisini sağa,  $S(W^1)$ 'ye kaydıracaktır. Görüldüğü gibi net değerdeki bu artış, yatırım miktarını  $K^0$ ' dan  $K^1$ 'ya, projeye yatırılacak iç fon miktarını da  $W^0$ ' dan  $W^1$ 'ye çıkarmakta ve dış finans için ödenecek reel faiz oranını azalttığı için de dış finans primini azaltmaktadır. Görüldüğü gibi finansal piyasalardaki asimetrik bilgilenme, firmaların dış finans primini arttırmakta, firmaların net değerlerinin artması ise dış finans primini azaltmaktadır. Para politikası dışsal finans primini (dış finans-iç finans)

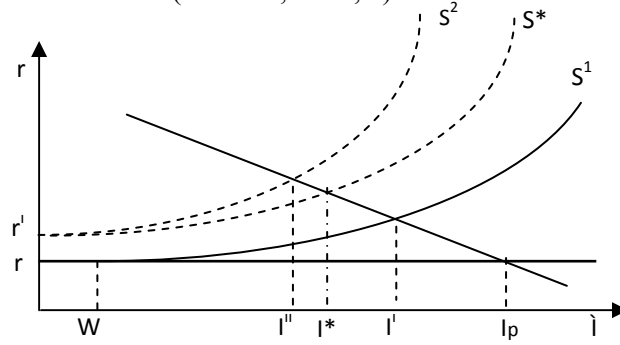
etkileyebilmektedir. Sıkı para politikası firmaların mali tablolarını yani firmaların net değerlerini etkilemekte ve böylece dış finansman primlerini arttırmaktadır. Dışsal finans primi ise finansal tetikleme/yayıma (propagation) mekanizmasına dönüşebilmekte ve dolayısıyla yaşanan negatif bir para politikası şokunun etkileri, bu mekanizma ile daha da güçlü olabilmektedir (Kaufmann, 2002, 278). Bu durum, sıkı para politikasının etkisini daha da artırır (Gür, 2003, 26).

Ekonomide kredi kullanım mekanizmalarında, tüketicilerin davranışları ve firmaların net değerleri, hem durum asimetrisine hem de pozitif negatif şok asimetrisine neden olabilmektedir (Agénor, 2001, 9). Kredi kısıtlarının tüketici davranışlarını asimetrik etkilemesi, sıkı para politikasının daha güçlü etkiler göstermesine neden olabilmektedir (Jackman ve Sutton, 1982, 124). Negatif para politikası şoku nedeniyle faizlerin artması tüketicilerin harcamalarını kısımlarına neden olmaktadır. Ancak pozitif para politikası şoku nedeniyle faizlerdeki düşme kredi kısıtlarının gevşemesine neden olmakta iken, tüketim harcamaları aksi kadar şiddetli artmayabilmektedir.

Negatif şokların etkilerinin daha güçlü olmasının bir başka nedeni firmaların net değeri ile kredi kullanımları arasındaki ilişkidir. Firmaların dış finans primi, firmaların net değerinden etkilenmektedir (Bernanke ve Getrler, 1989). Bir firmanın net değeri ile dış finans primi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Negatif şoklar firmaların net değerini etkilemekte ve böylece dış finans primini arttırmaktadır. Dış finans primi ise finansal yayılma mekanizmasına dönüşebilmekte ve dolayısıyla negatif şokun etkileri, bu mekanizma sebebiyle daha güçlü olabilmektedir (Kaufmann, 2002, 278). Bu durum ise sıkı para politikasının etkisini daha da arttırmaktadır (Gür, 2003, 26). Ancak pozitif bir şok yaşanması durumunda kredi kısıtlarının gevşemesi firmaların kredi kullanımını aksi kadar etkileyemeyebilmektedir. Çünkü şoklar nedeniyle nakit akımları ve net değerleri olumlu etkilenen firmalar yatırımları için ihtiyaç duydukları fon miktarını iç fonlardan karşılama imkânları artacak dolayısıyla kredi kullanımını aksi bir şok kadar değişmeyecektir.

Bu ilişki aynı zamanda para politikası şoklarının durum asimetrisini açıklamak için de kullanılmaktadır. Durgunluk döneminde firmaların net değeri düşerken, canlanma döneminde artmaktadır. Ancak canlanma döneminde firmaların iç fonları artmakta ve finansman maliyetleri düşmektedir. Dolayısıyla uygulanan para politikası, durgunlukta uygulanan para politikasına kıyasla daha zayıf etkilere neden olmaktadır (Peersman ve Smets, 2002, 28). Çünkü canlanma dönemlerinde satışları artan firmaların dış finansa bağımlılıkları, dolayısıyla da durgunluk dönemine kıyasla para politikasına duyarlılıkları azalmaktadır. Önemli

finansal aracılık maliyetleri ile karşılaşan tüketiciler, küçük firmalar ya da zayıf bilançolu firmalar, ekonomik durgunluğun asıl yükünü çekmektedir. Ters bir makro ekonomik şokta, bu ekonomik birimlerin finansal piyasalara erişimi nispeten diğer ekonomik birimlere göre daha da azalmaktadır (kaliteye kaçış). Sonuç olarak bu ekonomik birimlerin ekonomik aktiviteleri diğerlerine göre daha hızlı ve daha sert düşmektedir (Bernanke, Getrler ve Gilchrist, 1996, 1-2). Ayrıca banka ödünçleri de ekonominin durumuna göre, para politikasına asimetrik tepki gösterebilmektedir (Dressler; 2004, 3).



**Şekil 4: Firmaların Net Değeri ve Şokların Etkileri Arasındaki İlişki**

Şekil 4, durgunluk döneminde para politikası şoklarının daha etkili olmasını, firmaların net değerine dayanarak açıklamaktadır (Kakes, 1998, 3). Şekilde yer alan S ödünç fon arzını, D ise fon talebini gösterir. Fon arz ve talebini birbirine eşitleyen sermaye miktarı  $I^1$ 'dir. Ekonomide negatif bir para politikası şoku yaşanması durumunda, fon arz eğrisi yukarıya kayacaktır. Ancak para politikası şokunun firmaların net değerlerini olumsuz etkilemesi, fon arz eğrisinin daha fazla kaymasına neden olur. Ekonominin durgunluk döneminde olması firmaların net değerlerini zaten olumsuz etkilemekte iken, yaşanan negatif para politikası şoku sebebiyle firmaların net değerinin daha da düşmesi, S eğrisindeki kaymanın düzeyini daha çok etkiler. Dolayısıyla yeni fon arz eğrisi olan  $S^2$ ,  $S^*$ 'den daha yukarıda ve daha dik bir hal alacaktır. Çünkü durgunluk döneminde net değeri azalan firmaların, negatif şoklar sebebiyle net değerlerinin daha da düşmesi, bu firmalara ödünç verme isteğini daha da azaltmaktadır. Dolayısıyla negatif şok sebebiyle yatırımlar  $I^1$ 'den,  $I^*$ 'den daha düşük bir düzey olan  $I^2$  düzeyinde gerçekleşmektedir.

#### 4. SONUÇ

Para politikası şoklarının ekonomi üzerindeki kısa dönem etkilerinin yönü ve şiddeti, iktisat literatüründe oldukça yoğun tartışılan alanlardan biridir. Bu alanda tartışılan konulardan biri de şokların asimetrik etkileri ve bu asimetrinin nedenlerinin neler olduğudur. Para politikası şoklarının ekonomi üzerindeki etkilerinin şiddetinin, şokların yönüne, şokların büyüklüğüne ve şokun yaşandığı döneme göre farklılık göstermesi, para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesi olarak tanımlanmaktadır. *Pozitif ve negatif şok asimetrisi, büyük ve küçük şok asimetrisi ve durum asimetrisi* olmak üzere, teoride tanımlanan üç tip asimetrik etki bulunmaktadır. Yapılan birçok ampirik çalışmada bu üç tip asimetriyi de destekler kanıtlara ulaşılmıştır.

Asimetrik etki türlerinden pozitif ve negatif şok asimetrisini açıklamaya yönelik iki farklı görüşün öne çıktığı görülmektedir. Arz eğrisinin şekli üzerine geliştirilen arz yönlü asimetriye göre; negatif para politikası şokları pozitif şoklara göre çıktı üzerinde daha güçlü; fiyatlar üzerinde ise daha zayıf etkilere neden olmaktadır. Kredi piyasası üzerine geliştirilen talep yönlü asimetri görüşüne göre ise; negatif şoklar hem çıktı hem de fiyatlar üzerinde daha güçlü etkilere neden olmaktadır. Asimetri literatürde iki görüşün işlevselliği, fiyatlar üzerindeki asimetrinin yönü karşılaştırılarak incelenmektedir. Ancak yapılan çalışmalarda ulaşılan ampirik sonuçlar iki görüşü de desteklemektedir. Dolayısıyla arz ve talep yönlü asimetri görüşleri aynı işlevselliğe sahip görünmektedir. Ancak iki görüşün de şokların çıktı üzerindeki etkilerine ilişkin öngörülerin aynı olması ve bunu destekler ampirik bulgulara iki görüşte de ulaşılması, negatif şokların pozitif şoklara göre çıktı üzerinde daha güçlü etkilere neden olduğu sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Büyük şokların küçük şoklara göre daha güçlü etkilere neden olması şeklinde tanımlanan ve menü maliyetleri ile açıklanan, büyük ve küçük şok asimetrisini incelemeye yönelik çalışmaların diğer asimetri türlerini incelemeye yönelik çalışmalara kıyasla daha az olduğu görülmektedir. Ancak bu çalışmaların ampirik bulguları oldukça güçlü ve çelişkisizdir. Bu asimetri tipini açıklamaya yönelik farklı görüşlerin geliştirilmemiş olması, çalışma sayısının ve sonuçların birbiri ile tutarlı olmasının nedeni olarak görülebilir.

Durgunluk döneminde para politikası şoklarının etkilerinin canlanma dönemine göre daha güçlü olması şeklinde tanımlanan, durum asimetrisini açıklamaya yönelik de iki teorik görüş geliştirilmiştir. Bu görüşler, toplam arz eğrisinin şekline ilişkin geliştirilen dışbükey arz eğrisi ve kredi kullanım koşullarına dayanan kredi piyasası aksaklıkları

görüşleridir. Bu iki sininde de durgunluk ve canlanma döneminde yaşanan şokların etkilerine ilişkin sonuçları birbirinin aynıdır. İki yaklaşım da durgunluk döneminde şokların daha güçlü etkilere neden olduğunu ileri sürmektedir. Ancak teorik olarak asimetrik etkileri açıklamada kullandıkları nedenler birbirinden farklılaşmaktadır. Çıktı üzerindeki asimetrik etkinin yönünün iki görüşte de aynı olması, bu iki görüşün işlevselliğinin karşılaştırılmasını zorlaştırmaktadır.

Asimetrik etkileri incelemeye yönelik yapılan çalışmalarda, fiyat ve ücret yapışkanlıkları, kapasite kullanımının durumu, geleceğe yönelik beklentiler ve kredi kullanımının durumu olmak üzere birçok nedenin öne çıktığı görülmektedir. Ancak gerek büyük ve küçük şokların asimetrik etkilerini gerekse durum asimetrisine ilişkin literatürde yer alan çalışmalarda, fiyat yapışkanlıkları ve kredi kullanım durumu, nedenlerinin daha sıklıkla değerlendirildiği görülmektedir. Bunun nedeni özellikle asimetrik bilgilenme ve kredi kısıtları arasındaki etkileşim ve dış finans primi ve yatırımların belirleyiciliği üzerinde finansal hızlandırıcı unsurlarının önemi gibi konuların, parasal aktarım mekanizmaları üzerindeki tartışmaların gelişimine paralel olarak artmasıdır. Parasal aktarım mekanizmalarının gelişimi devam ettikçe, para politikasının durgunluk döneminde daha güçlü etkilere niçin neden olduğunu açıklamaya yönelik çalışmaların geleceğin iktisat literatüründe daha fazla yer alacağını şimdiden tahmin etmek olanaklıdır.

Ancak pozitif ve negatif şok asimetrisine ve durum asimetrisine yönelik geliştirilen görüşlerin şokların çıktı üzerindeki etkilerine ilişkin öngörülerinin aynı olması ve bunu destekler ampirik bulgulara tüm görüşlerde ulaşılması, para politikasının ekonomiyi canlandırmada etkin bir araç olmadığı fikrini desteklemektedir.

#### KAYNAKLAR

**Agénor, Pierre-Rchard. (April 2001).** “The Asymmetric Effects of Monetary Shocks”, <http://www1.worldbank.org/wbiep/macroprogram/agenor/pdfs/Asym-VARs.pdf>.

**Atanasova, Christina. (2003).** “Credit Market Imperfections and Business Cycle Dynamics: A Nonlinear Approach”, *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, Vol. 7, issue 4: 516-536.

**Ball, Laurence and M. Mankiw. (1994).** “Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations,” *Economic Journal*, 104: 247-261.

**Ball, Laurence and David, Romer. (1990).** “Real Rigidities and the Non-Neutrality of Money,” *The Review of Economics Statistics*, Vol. 57: 183-203.

**Balke, Nathan S. (2000).** “Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks,” *The Review of Economics Statistics*, 82: 344-349.

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

**Bernanke, Ben S. and Mark, Getrler. (1989).** “Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, Vol. 79, No 1: 13-31.

**Bernanke, Ben S, Mark, Getrler and S. Gilchrist. (February, 1996).** “The Financial Accelerator and Flight to Quality,” *The Review Economics and Statistic*, Vol. 78: 1-15.

**Barro, Robert J. (1997).** “Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States,” *American Economic Review*, Vol. 67: 247-261.

**Caballero, Ricardo J. and Eduardo M.R.A., Engel. (1992).** “Price Rigidities, Asymmetries and Output Fluctuations,” *Working Paper, NBER*, No. 4091.

**Calomiris, Charles W. and R. Glenn, Hubbard. (March, 1990).** “Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing,” *The Economic Journal*, Vol. 100: 90-104.

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

**Cover, James Peery. (Nov. 1992).** “Asymmetric Effects of Positive and Negative Money-Supply Shocks,” *The Quarterly Journal of Economics* Vol.107, No.4: 1261-1282.

**De Long, B. Summers. L., Lawrence. H., Mankiw. N., Gregory. and Christina D., Romer. (1988).** “How Does Macroeconomic Policy

Affect Output,” Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 1988, No. 2: 433-494.

**Demery, David. and Duck, Nigel. (Winter 2000)** “Asymmetric Effects of Aggregate Demand: An Empirical Test of a Menu-Cost Model,” *Journal of Macroeconomics*, Vol. 22, No. 1: 14-23.

**Dressler, Scott. (February,2004).** “The Asymmetry of the Bank Lending Channel,” [http://www.eco.utexas.edu/~dressler/\\_private/blcfm.pdf](http://www.eco.utexas.edu/~dressler/_private/blcfm.pdf).

**Evens, Paul.** (Spring 1986). “Does the Potency of Monetary Policy Vary with Capacity Utilization?,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 24.

**Farmer, R. E. (1988).** “Money and Contrats,” *Review of Economic Studies*, Vol. 55, No. 3: 431-446.

**Florio, Anna. (2004).** “The Asymmetric Effects of Monetary Policy,” *Journal of Economic Surveys*, Vol. 18, No. 3: 409-426.

**Friedman, Milton. and A. Jacobson, Shwartz. (1990).** *A Monetary History of The United States*, Random Hause, New York, Eight Paperback Printing.

**Garcia, René. and Huntley, Schaller. (July, 1999).** “Are the Effects of Monetary Policy Asymmetric?,” *Carleton Economic Papers*, No. 99-17.

**Garibaldi, Pietro. (April, 1997).** “The Asymmetric Effects of Monetary Policy on Job Creation and Destruction,” *IMF Working Paper*, No. 97/57.

**Gertler, Mark. (1992).** “Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy Period Financial Relationships”, *Review of Economics Statistics*, Vol. 59: 455-472.

**Gür, Ekin Toksöz. (2003).** “Kredi Kanalıının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

**Holmes, J. Mark. Wang, Ping. (Agust 2000).** “Do Monetary Shoks Exert Nonlinear Reel Effects on UK Industrial Production?” *Business Cycle Volatility and Economic Growth Research Paper*, No. 00-4.

**Hubbard, R. Glenn. (March, 1998).** "Capital-Market Imperfections and Investment," *Journal of Economic Literature*, Vol. 36: 193-225.

**Jackman, Richard. and John, Sutton. (March, 1982).** "Imperfect Capital Markets and the Monetarist Black Box: Liquidity Constraints, Inflation and the Asymmetric Effects of Interest Rate Policy," *The Economic Journal*, Vol. 92: 108-128.

**Kakes, Jan. (1998).** "Monetary Transmission and Business Cycle Asymmetry," *Research Report*, University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations and Management).

**Kandil, Magda. (1995).** "Asymmetric Nominal Flexibility and Economic Fluctuation," *Southern Economic Journal*, Vol. 61, no. 3: 674-695.

**Kandil, Magda. (April, 2002).** "Asymmetry in the Effects of Monetary and Government Spending Shocks: Contrasting Evidence and Implications," *Economic Inquiry*, Vol.40, No. 2: 288-313.

**Karame, F. and A., Olmedo. (August, 2002).** "The Asymmetric Effects of Monetary Policy Shocks: A Nonlinear Structural VAR Approach," *Econometric Society 57. European Meeting: Italy*.

**Karras, Georgias. and Houston H., Stokes. (b) (1999).** "On The Asymmetric Effects of Money-supply Shocks: International Evidence from a Panel of OECD Countries," *Applied Economics*, 31: 227-235.

**Kashyap, A., J. C., Stein. and D.W., Wilcox. (1993).** "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance," *American Economic Review*, Vol. 83, No. 1: 78-98.

**Kato, Ryo. Ui, Takashi and Tsutomu, Watanabe. (1999).** "Asymmetric Effects of Monetary Policy: Japanese Experience in the 1990," *Working Paper, Reserch and Statistics Department Bank of Japan*, No. 99-2.

**Kaufmann, Sylvia. (2002).** "Is there an Asymmetric Effect of Monetary Policy over Time? A Bayesian Analysis Using Austrian Data," *Empirical Economics*, Vol. 27: 277-297.

**Macklem, Tiff. Alain, Paquet. and Louis, Phaneuf. (Agust, 1996).** "Asymmetric Effets of Monetary Policy: Evidence from the Yield



Curve,” *Centre for Research on Economic Fluctuations and Employment (CREFE) Working Paper*, No. 42.

**Malone, M. Stokes. (July, 2000).** “An Investigation of Money Supply Shock Asymmetry Using Disaggregate Data,” Department of Economics East Carolina University *M.S. Research Paper*.

**Mankiw, N. Gregory. and David H., Romer. (1991).** *New Keynesian Economics*, MIT Press.

**Masuhara, Kouki. (January, 2003).** “Dynamic Analysis of Financial Constraints and Effect of Interest Rate Channel,” *Workshops*.

**Mayer, Thomas. (1968).** *Monetary Policy in the United States*, Random House, New York.

**Mayer, Thomas. James S., Duesenberry. and Robert Z., Aliber. (1990).** *Money, Banking, and the Economy*, W.W. Norton, New York.

**Mishkin, Fredric S. (1982).** “Does Anticipated Policy Matter? An Economic Investigation,” *Journal of Political Economy*, Vol. 90, Issue 1: 22-51.

**Morgan, Donald P. (1993).** “Asymmetric Effects of Monetary Policy,” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Vol. 78, no. 2: 21-33.

**Parker, Randall E. and Philip, Rothman. (May, 2003).** “An Examination of the Asymmetric Effects of Money Supply Shocks in the Pre-World War I and Interwar Periods,” *Working Paper East Carolina University, Department of Economics*.

**Peersman, Gert and Frank, Smets. (2002).** “Are the Effects of Monetary Policy in the Euro Area Greater in Recessions than in Booms?” *Monetary Transmission in Diverse Economies*. Edited by Lavan Mahadeva and Peter Sinclair, Cambridge University Press.

**Ravn, Morten O. and Martin, Sola. (1999).** “A Reconsideration of the Empirical Evidence on the Asymmetric Effects of Money-supply shocks: Positive vs. Negative or Big vs. Small?,” *Working Paper Universitat Pompeu Fabra*.

**Rhee, Wooheon. (Winter 1995).** “Asymmetric Effects of Money on Inflation: Evidence From Korean Data,” *International Economic Journal*, Vol. 9, No. 4: 31- 43.

**Rhee, Wooheon. and R., Rich. (1995).** “Inflation and the Asymmetric Effects of Money on Output Fluctuations,” *Journal of Macroeconomics*, Vol. 17, Issue, 4: 683-792.

**Senda, Takashi. (February, 2001).** “The Asymmetric Effects of Money Supply Shocks and Trend Inflation,” *The Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 33, No. 1:65-89.

**Thoma, M. (1994).** “Subsample Instability and Asymmetries in Money-Income Causality,” *Journal of Econometrics*, Vol. 64: 279-306.

**Tsiddon, Daniel. (1993).** “The (Mis) Behaviour of the Aggregate Price Level,” *Review of Economic Studies*, Vol. 60: 889-902.

**Weise, C. (1999).** “The Asymmetric Effects of Monetary Policy: A Nonlinear Vector Autoregression Approach,” *The Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 31, No. 1: 85-108.