

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İŞLEYİŞİ VE AMPİRİK BULGULAR

Vedat CENGİZ*

ÖZ

Para politikası reel ekonomiyi birbiriyle bağlantılı çeşitli kanallar üzerinden etkilemektedir. Bu kanallar; geleneksel faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı olarak sıralanabilir. Para politikasının üzerinden ekonomiyi etkilediği bu kanalların bileşimi parasal aktarım mekanizması olarak nitelendirilmektedir. Parasal aktarım mekanizması hakkında elde edilecek detaylı bilgiler para politikasının başarısı açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı parasal aktarım mekanizmasının incelenmesidir. Bu çerçevede aktarım mekanizmasının kanalları arasında kabaca bir ayırım yapılmakta ve her bir kanalın işleyiş şekli ve temel unsurları ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Anahtar kavram: Para Politikası, Parasal Aktarım Mekanizması, Para ve Kredi Görüşü.

THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: ITS FUNCTIONING AND EMPIRICAL EVIDENCE

ABSTRACT

There are a number of different but related channels through which monetary policy affects the real economy. They are traditional interest rate channel, asset prices channel, exchange rate channel, credit channel and expectation channel. The combination of these various channels through which monetary policy affect the economy called as monetary transmission mechanism. It is important for the successful conduct of monetary policy to have a better knowledge about monetary transmission mechanism. The aim of this study is to investigate the transmission mechanism of monetary policy. In this context we try to distinguish the channels of monetary transmission mechanism and make clearer the key elements of these channels.

Keywords: Monetary Policy, Monetary Transmission Mechanism, Money And Credit View.

* Arş. Gör. Dr., Kocaeli Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü
Makalenin kabul tarihi: Mayıs 2009

GİRİŞ

Bir ülkede para politikasını uygulamakla görevli kurum merkez bankasıdır. Para politikası; merkez bankasının belirlediği nihai hedeflere ulaşma doğrultusunda gerekli para politikası araçlarını kullanmasıdır. Milton Friedman'ın (1961) öncü çalışmasının ardından merkez bankasının para politikası uygulaması ile reel ekonomi ve fiyatların etkilenmesi arasında önemli ve değişken bir zamansal gecikmenin olduğu iktisatçılar arasında genel kabul görmeye başlamıştır. Bu gecikmelerden dolayı politika yapıcılarının karar alırken ileriye yönelik tahminlerde bulunması gerekmektedir.

Ayrıca para politikası reel ekonomi ve fiyatları çeşitli kanallar üzerinden dolaylı olarak etkilemektedir. Mishkin (1995) aktarım kanallarını; faiz kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı şeklinde ayırmıştır. Para politikasında beklentilerin önemli olması nedeniyle beklenti kanalı da bu kanallar arasında sayılmaktadır (Nolte, 2003: 150-151).

Bir kısım çalışmalarda ise para görüşü (geleneksel faiz kanalı) ve kredi görüşü(kredi kanalı) şeklinde bir ayırım yapılmaktadır (Bernanke, 1988: 3-11; Bernanke, 1993: 55-57; Cecchetti, 1999: 13). Keynesgil düşünceye dayanan para görüşünde, para politikası reel ekonomiyi faiz oranları ve dolayısıyla sermaye maliyeti üzerinden dolaylı olarak etkilemektedir. Kredi görüşünde ise bankalar aktif bir rol oynamaktadır. Mekanizma, daraltıcı para politikasının ardından bankaların kredi hacmini kısıması ve kredi arzındaki daralmaya bağlı olarak banka bağımlısı firmaların yatırımlarını azaltmak zorunda kalması şeklinde işlemektedir.

Parasal aktarım mekanizması, para politikasına ilişkin alınan kararların reel ekonomi ve fiyatları hangi kanallar üzerinden ne kadar bir gecikmeyle ve ne ölçüde etkilediğini ifade etmektedir. Aktarım kanallarının önemi ve para politikasının hangi gecikmeyle ekonomiyi etkilediği konusu ekonominin yapısına, büyüklüğüne ve açıklığına bağlı olarak ülkeden ülkeye farklılık göstermekte ve zaman süreci içerisinde değişebilmektedir. Kara kutu olarak da (Bernanke ve Gertler, 1995) nitelendirilen aktarım mekanizmasındaki belirsizliğin ortadan kaldırılması, bu konuda çalışmaların yapılmasını gerekli kılmaktadır.

Bu çalışmanın amacı parasal aktarım mekanizmasının incelenmesidir. Bu çerçevede parasal aktarım mekanizmasını oluşturan kanallar arasında kaba bir ayırım yapılmakta, her bir kanalın varsayımları ve işleyişi incelenmekte ve etkinliğinin hangi faktörlere bağlı olduğu ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Ayrıca bütünlük sağlaması açısından bu konuda yapılan ampirik çalışmalara da yer verilmektedir.

I. PARA POLİTİKASININ AKTARIM KANALLARI

Para politikası reel ekonomi ve fiyatları çeşitli kanallar yoluyla genelde uzun, farklı ve önceden öngörülmeleyen bir gecikmeyle etkilemektedir. Para politikasının aktarım kanallarına geçmeden konuyla ilgili teorik yaklaşımlara kısaca yer verilmesi anlamlı olacaktır. Bu çerçevede Miktar Teorisinin ifade ettiği doğrudan aktarım mekanizması, Keynesgil görüşü temsil eden dolaylı aktarım mekanizması ve Monetarist görüşü yansıtan Nispi Fiyatlar Teorisi incelenmektedir.

Klasik Miktar Teorisine göre, parasal değişmeler uzun vadede ekonominin reel kesimini değil sadece fiyat düzeyini etkilemektedir. Bu yargı paranın uzun vadede yansız olduğu anlamına gelmektedir. Ancak bu iddia süreç içerisinde değil, sonuç olarak ortaya konulmuş, dinamik etkileşim açıklanmamıştır. Bu nedenle doğrudan aktarım mekanizması olarak da nitelendirilmektedir. Aktarım değişkeni olarak sadece para miktarının kullanılmış olması, reel etkileri açıklayan faizin dikkate alınmamış olması doğrudan aktarım mekanizmasının eleştirilen yönlerini oluşturmaktadır (Nolte, 2003: 37-39).

Keynesgil görüşte aktarım mekanizması faiz kanalı üzerinden işlemektedir. Buna göre para politikası önce faiz oranlarını değiştirmekte, faizdeki değişmeler de yatırımları etkilemektedir. Aktarım mekanizması faiz üzerinden dolaylı işlediği için bu görüş, dolaylı aktarım mekanizması olarak da nitelendirilmektedir. Para talebinin faiz elastikiyetinin sonsuz (likidite tuzağı) ve yatırımların faiz elastikiyetinin sıfır olması hallerinde mekanizma işlememekte, para politikası reel etkiler doğurmamaktadır. Keynesgil görüşte parasal aktarım mekanizması; yatırım yapma olanağının para ve tahvil ile sınırlandırılmış olması, kredi piyasasındaki işlemlerin dikkate alınmaması, bankalara pasif rol verilmesi ve faizin vadesi üzerinde durulmamış olması nedeniyle eleştirilmiştir (Cengiz, 2008: 116-118).

Monetarist görüşte para ve tahvilin yanında reel varlıklar da hesaba katılmaktadır. Aktarım mekanizması, para arzındaki artışların portföy içerisindeki varlıkların bileşimini değiştirerek reel ekonomi ve fiyatları etkilemesi şeklinde işlemektedir. Şöyle ki, iktisadi ajanlar portföylerini çeşitli varlıklar arasında paylaştırarak optimal bir portföy oluşturmaktadır. Oluşturulan optimal varlık yapısı merkez bankasının uyguladığı politika sonucu bozulmaktadır. Örneğin merkez bankasının piyasadan menkul kıymet satın alması, menkul kıymet satanların portföyündeki para miktarının artmasına neden olmaktadır. Menkul kıymete olan talebin artması bir taraftan fiyatlarını arttırırken diğer taraftan faizleri düşürmektedir. Ayrıca varlıklar içerisinde paranın marjinal getirisinin azalacak olması, portföylerin yeniden düzenlenmesine yol açmakta ve para ile finansal ve reel varlıkların ikamesi başlamaktadır. Bu aşamada fiyatları artan finansal varlıkla fiyatları nispeten düşen reel varlıkların ikamesi başlamaktadır. Talebin reel varlıklara yönelmesi fiyatları arttıracığı için üretim daha karlı hale

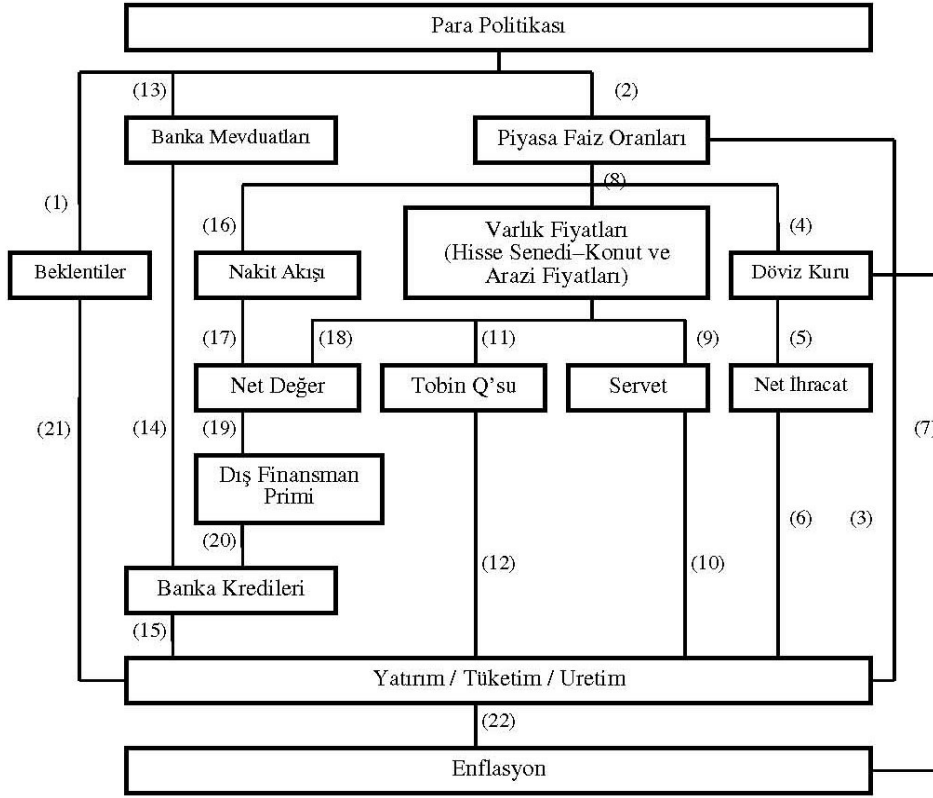
gelmektedir. Diğer taraftan azalan faizler nedeniyle yatırım ve tüketim harcamaları artmaktadır. Böylece toplam talep genişlemekte ve ekonomi canlanmaktadır.

Monetaristlere göre, para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisi kısa vadede söz konusudur. Uzun vadede reel milli gelir tekrar aynı düzeye dönmekte, fiyat düzeyi para miktarındaki artış ile aynı oranda değişmektedir. Diğer bir ifadeyle para politikası üretim üzerinde geçici, fiyatlar üzerinde kalıcı etkiler doğurmaktadır (Cengiz, 2008: 119-123).

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi analitik olarak üç aşamaya ayrılarak gösterilebilir (Berk, 1998: 148- 149; Clausen, 2002: 6; European Central Bank, 2000: 43);

1. Para politikasındaki değişimler birinci aşamada faizlere, varlık fiyatlarına, döviz kuruna, likiditeye ve kredi koşullarına yansımak suretiyle finansal piyasaları etkilemektedir. Buna bağlı olarak finansman maliyetlerinde değişimler ortaya çıkmaktadır.
2. Finansman maliyetindeki değişmelerin hane halkı ve firmaların harcamalarına yansması ikinci aşamada gerçekleşmektedir.
3. Üçüncü aşamada ise harcamalardaki bu değişimler fiyat ve üretimi etkilemektedir.

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

Şekil 1: Parasal Aktarım Kanallarının İşleyiş Şeması

Kaynak: Gert Peersman, *The Transmission of Monetary Policy in the Euro Area: Implications for the European Central Bank*, Ph. D. of Economics in Universiteit Gent, 2001, s. 6.

A. FAİZ KANALI

Keynesgil görüşe dayanan faiz kanalında para politikası ve reel ekonomi arasındaki ilişki faiz oranı üzerinden kurulmaktadır. Merkez Bankası sermaye maliyetini ve toplam harcamaları etkilemek için faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz kanalının işleyişi IS-LM modelinin işleyişi ile aynıdır. Para arzındaki değişimler reel faiz oranının değişmesine yol açmaktadır. Örneğin; merkez bankasının para arzını genişletmesi halinde iktisadi birimler ellerine geçen ilave parayı tahvil satın alımında kullanmaktadır. Buna bağlı olarak bir taraftan tahvil fiyatları yükselirken diğer taraftan da faiz oranları düşmektedir. Faiz oranlarının düşmesi sermayenin maliyetini azaltarak yatırımları daha cazip hale getirmektedir¹. Yatırımların artması çarpan mekanizmasıyla milli geliri artırmaktadır. (Bkz. Şekil 1'de; 2-3 doğrultusu) Bernanke, geleneksel faiz kanalının işleyişini şu şekilde ifade etmektedir (1988: 3; 1993: 55):

1. Merkez Bankası para politikası uygulayarak para arzını değiştirmekte,
2. Para arzındaki değişmelere bağlı olarak faiz oranları değişmekte,
3. Faiz oranlarının değişmesi toplam talepte değişmelere neden olmaktadır.

Para görüşü olarak da nitelendirilen faiz kanalı, finansal piyasalarla ilgili bazı katı varsayımlar içermektedir;

1. Faiz kanalının temelinde mükemmel işleyen bir sermaye piyasası varsayımı bulunmaktadır. Modigliani ve Miller (1958), teoremine göre mükemmel işleyen bir sermaye piyasasında herhangi bir firmanın yatırım kararı o firmanın finansal yapısından bağımsızdır. Diğer bir ifadeyle finansman maliyetleri aynı olduğu için kullanılan finansman yönteminin yatırımlar üzerinde etkisi bulunmamaktadır. Bu varsayım altında, para politikasının yatırım faaliyetleri üzerindeki etkilerini belirleyen en önemli büyüklük faiz oranlarına bağlı olan sermayenin kullanım maliyetidir.
2. Sermaye piyasası ile ilgili varsayımlardan en fazla dikkat çekenlerden bir tanesi de para dışındaki bütün aktiflerin birbirlerini tam ikame edebildikleri varsayımdır². Faiz kanalında para ve tahvilden oluşmak üzere sadece iki varlık hesaba katılmakta ve tahvil para dışındaki varlıkların tümünü temsil etmektedir. Dolayısıyla servet sahiplerinin portföyünde yer alan para dışındaki varlıkların bileşimini etkileyen faktörlerin ekonomi açısından her hangi bir önemi bulunmamaktadır (Bernanke, 1993: 55).

Faiz kanalının etkinliği fiyat yapışkanlığının varlığına bağlıdır. Diğer bir ifadeyle para politikasının etkileri fiyat yapışkanlığı olgusu ile açıklanmaktadır. Nitekim yapışkan fiyat modellerinde para politikasının yansız olmadığı, para arzını artırıcı ve faiz oranlarını düşürücü politikaların genişletici etkilere yol açtığı sonucu elde edilmektedir. Bunun aksine esnek fiyat modellerinde genellikle para arzındaki nominal değişmelerin reel faiz oranları ve dolayısıyla üretim üzerinde etkisi görülmemektedir (Cengiz, 2006).

Fiyat yapışkanlığının nedenleri uzun süreden beri üzerinde tartışılan bir konudur. Koordinasyon yetersizliği, menü maliyetleri ve ücret ve fiyat sözleşmelerinin aynı tarihte başlayıp aynı tarihte bitmemesi (staggered contracts) en önemli yapışkanlık nedenleri arasında sayılmaktadır. Daha tutarlı kanıtlar göstermek amacıyla fiyat yapışkanlığı konusunda yeni çalışmalar yapılmaya devam edilmektedir (Cengiz, 2006: 136-139).

Fiyat ayarlamaları ile ilgili kararların büyük ölçüde enflasyon oranına bağlı olduğunu gösteren çalışmalar da mevcuttur. Nitekim Şahinbeyoğlu, daha istikrarlı ekonomilerle karşılaştırıldığında yüksek enflasyonlu ülkelerde ücret ve fiyatların çok daha hızlı ayarlandığını ve fiyatların belirlenmesinde enflasyon

beklentilerinin önemli rol oynadığını ileri sürmektedir (2001: 23, 34). Faiz kanalı ile ilgili tartışmalarda, bu kanalın işlemesi için fiyat yapışkanlığının gerekli olduğu belirtilmekle birlikte, yapışkanlığın nedenleri üzerinde durulmadığı da burada bahsedilmesi gereken önemli bir noktadır (Cecchetti, 1999: 13).

Bazı iktisatçılar para politikasının harcamalar üzerindeki etkilerini açıklamada faiz kanalını yetersiz bulmakta ve şu eleştirileri yapmaktadırlar (Meltzer, 1995: 52; Brunner ve Meltzer, 1988: 446; Bernanke, 1993: 55- 56):

1. Faiz kanalında para ve tahvil olmak üzere sadece iki varlığın hesaba katılarak kredi işlemlerinin önemi üzerinde durulmadığı,
2. Bankaların sadece tasarruf mevduatı toplayarak firmalara yatırımlarının finansmanı için kredi verme işlevi gördüğü, başka işlevlerinin olmadığı varsayıldığı için aktarım sürecinde pasif bir rol oynadığı,
3. Merkez Bankasının kısa vadeli faiz oranlarını kolayca kontrol edebilmesine karşın işletmelerin yatırım kararlarının büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlı bulunduğu, bununla birlikte faiz kanalında sadece tek bir faiz oranından bahsedildiği, faizin vadesi üzerinde durulmadığıdır.

B. VARLIK FİYATLARI KANALI

Varlık fiyatları kanalı, değişik türde ekonomik varlıkların nispi fiyatları üzerinde durmaktadır. Para politikasındaki değişimler finansal ve reel varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek suretiyle toplam harcamalar ve üretime yansımaktadır. Burada Monetarist ve Yeni Keynesgil perspektiften nispi fiyatlar teorisinin yorumları hesaba katılarak finansal ve reel varlıklar arasındaki ikame ilişkisine dikkatler çekilmektedir. Varlıklar arasındaki ikame, optimal bir portföy yapısının bozulmasına yol açan varlıkların nispi getirisindeki değişimler nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Kosfeld, 2002: 443). Literatürde varlık fiyatlarını içeren iki kanaldan söz edilmektedir. Bunlar hisse senedi fiyatları kanalı ve konut ve arazi fiyatları kanalıdır.

1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı

Tobin (1969) tarafından geliştirilen q teorisi hisse senedi fiyatları kanalı içerisinde kabul gören önemli bir aktarım mekanizmasıdır (*Bkz. 2-8-11-12 doğrultusu*). Teori, hisse senedi fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak firmaların piyasa değerinde meydana gelen değişimlerin yatırım düzeyini etkileyebileceğini ileri sürmektedir. Faiz kanalından farklı olarak dikkatleri tahvil ve para piyasasından hisse senedi piyasasına çekmektedir. Para politikası ve yatırımlar arasındaki ilişki burada hisse senedi fiyatları üzerinden kurulmaktadır (Palley, 2001: 657). Tobin q'sunun değeri; hisse senedi fiyatlarının belirlediği firmanın piyasa değerinin fiziki sermayenin yenileme maliyetine bölünmesi yoluyla elde edilmekte ve $q = \text{Firmanın piyasa değeri} / \text{Sermayenin yenileme maliyeti}$ şeklinde gösterilmektedir.

q'nun yüksek olması, firmanın piyasa değerine oranla yeni fabrika ve teçhizat elde etmenin maliyetinin daha ucuz olduğu anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda firmalar daha az miktar hisse senedi piyasaya sürerek daha fazla yeni yatırım malı satın alabilmekte ve bunun neticesinde yatırım harcamaları artmaktadır. Aksine q'nun düşük olması; firmanın piyasa değerinin sermayenin maliyetine göre düşük olduğu anlamına gelmekte ve dolayısıyla firmaların yeni yatırım malları satın alması cazip görülmemektedir. Bunun yerine hazır başka bir firmanın satın alınması daha rasyonel görülmektedir. Böylece yatırım harcamaları düşük düzeylerde kalmaktadır (Mishkin, 1996: 6; De Bondt, 1997: 3). Örneğin para politikasındaki genişlemenin ardından hisse senedi değerinin yenileme maliyetini aşması ile firma yeni yatırımlar yaparak genişlemeye çalışacak, tersi durumda ise kapasite genişlemesine gitmesi mantıklı olmayacaktır. Bununla birlikte ampirik araştırmaların çoğunda q teorisinin işleyişini destekleyen bulguların sınırlı olduğu burada belirtilmesi gereken bir noktadır (Higgins ve Osler, 1997: 122).

Parasal aktarım mekanizmasında hisse senetleri üzerinden işleyen diğer bir kanal tüketimdeki servet etkisidir (*Bkz. 2-8-9-10 doğrultusu*). Bu kanalın dayanak noktası Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezidir. Hipoteze göre tüketim harcamaları; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar tarafından belirlenmektedir. Bunlardan finansal servet içerisinde hisse senetleri önemli bir yer tutmaktadır. Uygulanan para politikası hisse senedi fiyatlarındaki değişme yoluyla tüketim harcamalarını etkilemektedir. Şöyle ki; hisse senedi fiyatları yükseldiğinde finansal servetin değeri de artmaktadır. Böylece tüketicinin yaşam boyu kaynaklarında bir artış ortaya çıkmakta ve tüketim harcamaları artmaktadır (Mishkin, 1996: 7).

Servet etkisini inceleyen çalışmaların çoğunda, finansal varlıklardaki 1 dolarlık artışın tüketimde 3 sentlik bir artışa yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır (Gilchrist ve Leahy, 2002: 81). Yine yapılan araştırmalar servet etkisinin ABD'de nispeten güçlü olduğunu ortaya koymuştur. Bu nedenle FED para politikasının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini ihmal etmemekte ve faiz oranlarında ancak küçük değişmelere sebebiyet verecek para politikası uygulanması yönünde karar almaktadır (Sandte, 2000: 926).

2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı

Servetin diğer bir önemli bileşeni konut ve arazilerdir. Genişlemeci para politikası konut ve arazi fiyatlarının değerinde bir artışa yol açmaktadır. Konut ve arazi fiyatlarındaki artışlar ise hane halkının servetinin artması anlamına gelmektedir (*Bkz. 2-8-9-10 doğrultusu*). Buna bağlı olarak tüketim harcamaları yükselmektedir (Mishkin, 1996: 8). Örneğin, Japonya için 1980 ve 1990 lı yılları kapsayan çalışmalarda para politikasının konut ve arazi fiyatları kanalı yoluyla ekonomi üzerinde önemli etkiler meydana getirmiş olduğu belirlenmiştir (Mishkin, 1995: 7).

Tobin'in q teorisi benzer şekilde konut piyasasına da uygulanmaktadır. q teorisinin şematik gösterildiği mekanizmada hisse senedi fiyatları yerine konut fiyatları kullanılmaktadır. Örneğin, konut fiyatlarının artmasına yol açan genişlemeci para politikası, konutların piyasa değerini yenileme maliyetine oranla yükseltmektedir. Sonuçta Tobin q'su da yükselmekte ve konut yapımını teşvik etmektedir (*Bkz. 2-8-11-12 doğrultusu*) (Mishkin, 1995: 7; Mishkin, 1996: 8).

C. DÖVİZ KURU KANALI

Açık bir ekonomide faiz ve varlık fiyatları kanalının yanında döviz kuru kanalı da işlemektedir. Bu çerçevede parasal aktarım sürecinde yeni bir aktarım değişkeni olarak döviz kuruna da yer verilmektedir. Döviz kuru kanalı, para politikası uygulamalarına bağlı olarak döviz kurunda meydana gelen değişmelerin fiyat düzeyi ve milli gelirden neden olduğu etkileri içermektedir. Döviz kurundaki değişimler ulusal ve uluslar arası pazarlardaki mallar arasındaki nispi fiyatları değiştirmek suretiyle ikame etkilerine neden olmakta ve böylece toplam talep, üretim ve fiyatlar etkilenmektedir. Döviz kurundaki değişikliklerin üretim ve fiyatları etkileme süresinin ve ölçüsünün para politikasının başarısını etkilemesi, döviz kuru kanalının anlaşılmasının önemini arttırmaktadır (Smets ve Wouters, 1999: 489- 490).

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleştiği ve sermaye hareketlerinin faiz elastikiyetinin yüksek olduğu bir ortamda uygulanan para politikası faiz oranlarını değiştirerek döviz kuru üzerinde güçlü etkiler meydana getirmektedir (Sandte, 2000: 926). Faiz oranlarındaki değişimler uluslar arası sermaye hareketlerinin hacmini ve böylece ulusal paranın değerini etkileyerek döviz kurunu değiştirmektedir. Döviz kurunda meydana gelen bu tür hareketlere bağlı olarak uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarında ve böylece dış ticaret hacminde değişimler ortaya çıkmaktadır (Görgens vd., 2003: 252).

Sıkı bir para politikasının uygulandığı varsayımı altında döviz kuru kanalı şu şekilde işlemektedir (*Bkz. 2-4-5-6 doğrultusu*). Sıkı bir para politikası sonucu faiz oranlarının yükselmesi ülkeye olan sermaye girişini arttırmaktadır. Böylece döviz kuru düşmekte ve ulusal para değer kazanmaktadır. Ulusal paranın değerlendirilmesi ihracatı daha pahalı, ithalatı ise daha ucuz hale getirmektedir. Bu şekilde yurt içi endüstrinin rekabet gücünün azalması ihracat ve üretimde gerileme ile sonuçlanmaktadır (Mishkin, 2001: 7; Görgens vd., 2003: 252).

Döviz kurundaki değişmelerin yurt içi fiyatlar üzerindeki etkileri ise çeşitli mekanizmalar üzerinden gerçekleşmektedir. Örneğin, uygulanan daraltıcı bir para politikası, döviz kurundaki düşmeye bağlı olarak ihracatı daha pahalı hale getirdiği için yurtiçi mallara olan talebin azalmasına ve böylece fiyatların düşmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan ithalatın ucuzlaması sonucu ithal edilen tüketim malları fiyatlarındaki doğrudan³ düşüşlerin de dikkate alınması gerekmektedir. Ayrıca ithal malları fiyatlarının düşmesi üretim maliyetlerini azaltarak

da fiyatların düşmesine, yani maliyet enflasyonunun azalmasına neden olmaktadır (Smets ve Wouters, 1999: 491; European Central Bank, 2000: 54; Görgens vd., 2003: 252).

Döviz kurunun üretim ve toplam talep üzerindeki diğer bir etkisi de gelir ve servet üzerinden ortaya çıkmaktadır. Gelir ve servet etkisi daha çok borçlanmanın önemli ölçüde yabancı parayla yapıldığı gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Örneğin, genişlemeci bir para politikası ulusal para karşısında yabancı paraların değer kazanmasına yol açtığı için firmaların borç yükünde bir artışla sonuçlanmaktadır. Buna karşılık firmanın ulusal para ile ölçülen varlıklarının değerinde herhangi bir değişme olmamaktadır. Bu şekilde firmanın net değerinin azalması ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına bağlı olarak elde edilen kredi miktarında ve dolayısıyla firmanın yatırımında azalmaya yol açmaktadır. Ayrıca, net borçlu pozisyonunda bulunan ülkelerde yabancı para cinsinden yapılan faiz ve kar payı ödemeleri gelirin azalmasına neden olmakta ve böylece gelir etkisi sonucu toplam talep negatif yönde etkilenmektedir (Mishkin, 2001: 7- 8; Görgens vd., 2003: 252).

Bu mekanizma, özellikle Meksika ve Uzak Doğu krizinde güçlü bir şekilde işlemiştir. En büyük etki Endonezya'da olmuştur. Endonezya ulusal parası değerinin yüzde 75 düşmesi dış borcun ulusal para cinsinden değerini arttırmıştır. Bu şokla birlikte dış borcu ağırlıkta olan sağlıklı firmalar dahi zor durumda kalmıştır. Verimli yatırım fırsatlarına sahip olmalarına rağmen hiçbir kredi kuruluşu bu firmalara kredi vermemiştir (Mishkin, 2001: 8).

Döviz kuru kanalının önemi her şeyden önce döviz kurunun para politikasına duyarlılığına bağlıdır. Zira döviz kurunun para politikasına tepkisi ne kadar fazla olursa, ihracat, üretim ve fiyatların döviz kurundan etkilenmesi o kadar fazla olacaktır. Döviz kuru kanalının önemini belirleyen diğer faktörler; ekonominin açıklık ve büyüklük derecesidir (Disyatat ve Vongsinsirikul, 2003: 405, 407). İhracat + ithalatın GSYİH içerisindeki payına göre belirlenen açıklık derecesi ne kadar büyük olursa, döviz kuru kanalının önemi de o kadar fazla olmaktadır. Diğer taraftan bir ekonominin açıklık derecesi ile ekonominin büyüklüğü arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Zira büyük ekonomilerin dışa bağımlılığı azdır. Buradan döviz kuru kanalının özellikle açık ve küçük ekonomiler açısından daha da önemli olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır⁴ (Mishkin, 2001: 7; Nolte, 2003: 142). Nitekim Avrupa Merkez Bankası, Euro bölgesi ile ilgili görüşünü söz konusu bu ilişkiler çerçevesinde ortaya koymuştur. Buna göre, dışa açık ve küçük ekonomilere kıyasla büyük ve nispeten kapalı bir ekonomi özelliği gösteren Euro bölgesinde, döviz kuru kanalının öneminin daha az olması beklenmektedir (European Central Bank, 2000: 44).

Döviz kuru kanalına ilişkin en önemli çalışmalardan birisi Smets ve Wouters'in (1999: 496, 499) çalışmasıdır. Söz konusu çalışmada VAR modeli kullanılarak 1975- 1997 dönemi için Almanya'da döviz kuru kanalının ayrıntılı

bir analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar parasal daralmanın ardından ulusal paranın değerlendirildiğini ortaya koymuştur. Bu değerlendirme karşısında ithalat fiyatları ihracat fiyatlarına göre çok daha güçlü tepki göstermiştir. Yurtiçi mallar, fiyatı ucuzlayan ithal malları ile ikame edilmiştir. Böylece yurtiçi talepte azalma olmuş ve reel GSYİH düşmüştür. Mehrotra (2007), döviz kuru kanalını Japonya, Hong Kong ve Çin ekonomileri için incelemiştir. Deflasyon dönemlerini kapsayan çalışmada, yapısal VAR modeli tahmin edilerek, fiyatların kontrol edilmesinde döviz kuru şoklarının önemli olup olmadığı incelenmiştir. Sonuçlar Japonya ve Hong Kong için anlamlı olmakla birlikte, Çin’de döviz kuru şoklarının fiyatların gelişimini önemli ölçüde etkilemediğini göstermiştir. Nagayasu (2007), Japonya’da döviz kuru kanalının önemini analiz etmiştir. Elde edilen bulgular, üretimi etkilemede döviz kuru kanalının yeterince işlemediği ve bu kanalı kullanmak için henüz erken olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Köse ve Saraçoğlu (1999), Türkiye için VAR yaklaşımı ile yaptıkları ve 1980-1996 dönemini kapsayan çalışmada, döviz kurunun enflasyonu etkileyen en önemli değişken olduğu ve bu değişkeninin politika değişkeni olarak kullanılabileceği sonucuna ulaşmıştır. Türkiye’de 1986-1998 dönemi için banka kredi kanalını inceleyen Gündüz (2001), döviz kurunu da modele dahil etmiştir. Sonuçlar, döviz kuru kanalının işlerliğini ortaya koymuştur. Büyükkakın vd. (2008), VAR modelini kullanarak 1990-2007 dönemini kapsayacak şekilde Türkiye için döviz kuru kanalını incelemiştir. Sonuçlar döviz kuru değişkeninin üretim ve özellikle enflasyon üzerinde belirleyici olduğunu göstermiştir. Buradan döviz kuru kanalının işlediği değerlendirildiği yapılmıştır.

Yukarıda ele alınan ve gerek Türkiye ve gerekse diğer ülkeler için döviz kuru kanalını inceleyen çalışmalardan çıkan ortak sonuç, Çin haricinde diğer ülkelerde döviz kurunun özellikle fiyatların gelişimini önemli ölçüde etkilediğini ve politika yapıcılarının enflasyonu kontrol etmede döviz kuru değişkenini etkin bir şekilde kullanabileceğini ortaya koymuştur.

D. KREDİ KANALI

Keynesgil görüşe dayanan faiz kanalına yöneltilen eleştirilerle birlikte dikkatler kredi piyasaları ve banka kredilerinin rolüne çevrilmiştir. Kredi kanalının temelinde asimetrik bilgi problemi bulunmaktadır. Asimetrik bilgi; finansal kaynak arz edenlerin, talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadığı durumu ifade etmektedir. Bilginin finansal kaynak alanlar ve verenler arasında asimetrik olması piyasanın işleyişini bozmakta ve firmaların asimetrik bilgi nedeniyle her türlü finansman şeklinden kolayca faydalanma imkanı ortadan kalkmaktadır. Bu ise Modigliani Miller teoreminin geçerliliğini kaybettiği anlamına gelmektedir.

Kredi kanalında, asimetrik enformasyondan dolayı piyasada menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlayamayan küçük ve orta ölçekli firmalar banka kredilerine bağımlı hale gelmektedir. Bankalarca riskli algılanmaları halinde bu

firmaların dış finansman primleri artmakta veya bu firmalar kredi tayinlemesine maruz kalmaktadır⁵. Dolayısıyla asimetrik bilginin varlığı halinde firmaların finansal yapı ve durumu önemli hale gelmekte ve firmaların yatırım davranışları etkilenmektedir (Greenwald ve Stiglitz, 1990: 160). Merkez Bankasının banka kredi arzını etkileme derecesi ve borçlananların banka kredilerine bağımlılık derecesi ne kadar yüksek olursa kredi kanalının önemi de o ölçü de fazla olmaktadır (Disyatat ve Vongsinsirikul, 2003: 401).

Kredi kanalında para politikası ekonomiyi banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere birbirini tamamlayan iki kanal üzerinden etkilemektedir. Banka kredi kanalı finansal yapı içerisinde bankaların rolü üzerinde durmaktadır. Geleneksel faiz kanalından farklı olarak banka kredi kanalında para, menkul kıymet ve banka kredisi olmak üzere birbirinden farklı üç aktif dikkate alınmakta ve banka kredisi ve menkul kıymetin birbirlerini tam ikame etmediği varsayılmaktadır. Örneğin, daraltıcı para politikası sonucu mevduat hacmi daralan bankaların, rezervlerinde meydana gelen azalmayı menkul kıymet satmak yerine kredi arzını kısarak telafi etmesi halinde banka kredi kanalı parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynamaktadır (Bernanke ve Blinder, 1988: 435).

Banka kredi kanalında ayrıca borçlananlar arasındaki farklılığa dikkatler çekilmektedir. Borçlananlardan bir kesimin kredi koşullarındaki değişimlerden diğerlerine göre daha fazla etkilendiği iddia edilmektedir. Banka kredilerindeki daralma, özellikle güvenilirliklerinin düşük olması nedeniyle bankacılık dışı kesimden fon sağlaması güç olan ve dolayısıyla banka kredilerine bağımlı hale gelen küçük firmaların aktivitelerinde daralmayla sonuçlanmaktadır (De Bondt, 1997: 5-6). Özetle banka kredi kanalının işleyişini aşamalar halinde şu şekilde sıralayabiliriz (*Bkz. 13-14-15 doğrultusu*)(Rabin ve Yeager, 1997: 294):

1. Merkez bankası daraltıcı para politikası uygulamakta,
2. Rezervleri azalan bankalar kredi arzını kısımakta,
3. Banka bağımlısı küçük firmaların harcamaları azalmakta,

Bilanço kanalında ise; para politikasının borçlanan firmaların finansal pozisyonu ve güvenilirliği üzerindeki etkisine vurgu yapılmaktadır. Buradaki temel düşünce, borçlananların finansal pozisyonunu etkileyen para politikasının aynı zamanda bunların dış finansman primini de değiştirmekte olduğudur. Bir firmanın varlık ve yükümlülükleri arasındaki farkı ifade eden net değeri ne kadar yüksek olursa kredi alma maliyeti de o kadar düşük olmaktadır. Zira net değeri yüksek firmalar yükümlülükleri için daha fazla teminat göstermek suretiyle net değeri düşük riskli firmalara göre daha uygun koşullarda kredi elde edebilmektedir.

Para politikası borçlanan firmaların net değerini farklı yollarla etkilemektedir. Örneğin, daraltıcı bir para politikası herhangi bir firmanın net değerini; hisse senedi, konut, arazi ve diğer varlık fiyatlarında meydana gelen düşme, faiz

oranlarındaki artış sonucu ağırlıklı olarak değişken faiz üzerinden borçlanan firmaların net nakit akışında ortaya çıkan azalma ve fiyat düzeyinde beklenmeyen bir düşme nedeniyle borç yükünün reel değerinde meydana gelen artış yoluyla azaltılmaktadır (De Bondt, 1997: 6). Özetle para politikasının nakit akışı ve net değerinde meydana getirdiği değişimler yoluyla firmaların finansman maliyetlerini, kredi elde edebilirliğini ve dolayısıyla yatırım ve tüketim kararlarını etkilemesi bilanço kanalı ile açıklanmaktadır. (Bkz. 2-16-17-19-20-15 ve 2-8-18-19-20-15 doğrultusu)

E. BEKLENTİ KANALI

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

Para politikasının iktisadi ajanların beklentileri üzerinde ve beklentilerin de uygulanan politikaların etkinliği üzerinde önemli rolü bulunmaktadır (Bkz. 1-21 doğrultusu). Para politikası, beklentiler üzerinde etkide bulunarak fiili beklentileri değiştirebilmektedir. Uygulanacak politikanın önceden bildirilmesi de yine beklentileri değiştirebilmektedir. Para politikasının beklentileri aynı doğrultuda etkilemesi, yani politikanın doğru bir şekilde algılanması halinde iktisadi ajanların gösterdikleri tepkiler hedeflenen doğrultuda olmakta ve böylece para politikasının etkinliği artmaktadır. Özetle, para politikası ile ilgili beklentiler ve önceden bildirilen politikaya karşı duyulan güven, para politikasının etkinliğinin değerlendirilmesinde esas alınması gereken önemli noktalar (European Central Bank, 2000: 46-47).

Para politikasından kaynaklanan beklenti oluşumunun para politikasının etkinliğini arttırması, beklenti kanalının parasal aktarım mekanizmasının bağımsız ayrı bir aktarım kanalı olarak yorumlanmasına neden olmuştur (Nolte, 2003: 150-151). Uzun vadeli sözleşmeler gibi istisnaların bir tarafa bırakılması ve beklentilerdeki değişmelerin çok hızlı gerçekleşmesi halinde, beklenti kanalında çok az bir zamansal gecikme söz konusu olmaktadır (Görgens vd., 2003: 265). Örneğin para politikası hakkında elde edilen bir bilgi piyasaları belirli bir yönde hareketlendirebilmektedir. Özellikle ödeme teknolojisinin gelişmesi ile birlikte finansal piyasalardaki değişmeler çok hızlı gerçekleşmektedir. Bununla birlikte üretim kararının alınıp ve üretimin gerçekleştirilmesi belli bir süreyi gerektirdiği için mal piyasalarının dengeye gelmesi zaman almaktadır.

Beklenti kanalının önemi ile Merkez Bankasının güvenilirliği⁶ arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Uygulanan para politikasının iktisadi ajanların

beklentileri üzerinde arzu edilmeyen etkiler meydana getirmemesi için Merkez Bankasının güvenilir olması gerekmektedir. Şöyle ki; güvenilirliğini sağlamış bir Merkez Bankasının fiyat istikrarı ile ilgili taahhüdünü halka açıklaması halinde uygulanacak para politikaları ilan edilen hedefle tutarlı olarak algılanacak ve böylece arzulanan etkiler ortaya çıkabilecektir. Aksi takdirde aynı politika uygulamasının etkisi daha az olacaktır. Hatta yanlış yorumlanması halinde özel sektör ajanlarının kararları üzerinde aksi etkilere yol açabilecektir (Issing ve Vitor, 2001: 59).

II. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINDA PARA VE KREDİ GÖRÜŞÜ AYRIMI

Parasal aktarım mekanizması bazen geleneksel para görüşü ve kredi görüşü şeklinde bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Bunlardan para görüşü, uygulanan para politikasının reel ekonomiye aktarımında faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin yatırımlar üzerindeki etkisini dikkate alırken, kredi görüşü parasal aktarım mekanizmasında bankaların önemli rol oynadığını savunmaktadır. İki görüş arasında göze çarpan en önemli farklılıklar şunlardır (Cecchetti, 1999: 13; Cecchetti, 1995: 85-87; Bernanke, 1993: 55-57; Bernanke, 1988: 3-11; De Bondt, 1997: 7-8);

1. Para görüşü para ve tahvilden oluşmak üzere sadece iki varlığı dikkate alırken, kredi görüşü ilave olarak banka kredileri üzerinde de durmaktadır.
2. Para görüşü mükemmel işleyen bir finansal piyasa varsayımına dayanırken, kredi görüşünde piyasa aksaklığına neden olan asimetrik enformasyon probleminin varlığından yola çıkılmaktadır.
3. Para görüşünde pasif bir rol üstlenen bankaların kredi görüşündeki rolü aktiftir.
4. Para ve kredi görüşü ayrımına esas oluşturan diğer bir nokta, daraltıcı para politikasının ardından faiz oranlarında meydana gelen artışlar sonucu ortaya çıkan reel etkilerin kredi kanalı yoluyla güçleneceğidir. Daraltıcı para politikası sonucu faiz oranlarında meydana gelen artışlar yatırımları, sadece sermaye maliyetindeki artıştan dolayı değil, genellikle küçük ve orta ölçekli firmalara yönelik banka kredi arzındaki daralmadan dolayı da azaltmaktadır (Disyatat ve Vongsinsirikul, 2003: 400-401). Bu çerçevede kredi görüşünün geleneksel para görüşünden bağımsız ayrı bir kanal mı olduğu veya kredi görüşünün para görüşünün uzantısında oluşarak onu geliştiren bir kanal mı olduğu noktasında tartışmalar olmuştur (De Bondt, 1997: 7).

Para ve kredi görüşü şeklindeki bir ayrım ampirik çalışmalarda da göze çarpmaktadır. Bu çalışmaların önemli bir kısmını ABD için yapılan çalışmalar oluşturmaktadır. Romer ve Romer (1990: 197-198, 154) ve Ramey (1993), da-

raltıcı bir para politikasının ardından banka kredi hacminde meydana gelen değişmelerin reel değişkenlerin gelişimi açısından önemli olup olmadığını veya ne derece önemli olduğunu incelemiştir. Her iki çalışmada da üretim ile ilgili tahminler açısından banka kredisine kıyasla parasal büyüklüklerin daha anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna bağlı olarak parasal aktarım mekanizmasında para kanalı kredi kanalına göre çok daha önemli bulunmuştur.

ABD için diğer bir çalışmayı Bernanke ve Blinder (1992) banka kredi kanalının önemini incelemek amacıyla yapmıştır. VAR modeli kullanılarak yapılan ve 1959-1978 dönemini kapsayan bu çalışmada federal faiz oranının para politikasının iyi bir göstergesi olduğu sonucuna varılmış ve bu orandaki değişmeler karşısında banka mevduatı, banka menkul kıymet stoku, banka kredileri, işsizlik oranı ve fiyatların tepkisi incelenmiştir. Daraltıcı para politikası sonucu, bankaların kısa vadede menkul kıymet yatırımlarını, kredilerden daha hızlı azalttığı görülmüştür. Bu gelişme kredi sözleşmelerinin doğası ile açıklanmıştır. Buna göre kredi sözleşmelerinin belirli bir vadeyi kapsamaması kredilerin hızlı bir şekilde daralmasını engellemiştir. Ancak iki yıl içerisinde banka kredilerindeki daralma menkul kıymet stokundaki daralmanın üzerine çıkmıştır. Ayrıca banka kredileri ile reel aktivitedeki hareketlerin eş zamanlı olduğu gözlenmiştir. Bu bulgular, kredi kanalının işlediği, ancak başlangıçta menkul kıymetlerdeki daralmanın kredilerden fazla olması nedeniyle işlerliğin kısmi olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Bernanke ve Blinder'in (1992) ABD için yaptığı çalışmanın benzerleri başka ülkeler için de yapılmıştır (Garretsen ve Swank, 1998; Bacchetta ve Ballabriga, 2000). Türkiye için ise benzer bir çalışmayı Gündüz (2001) yapmıştır. Gündüz, parasal aktarım mekanizmasında banka kredi kanalının rolünü VAR modeli kullanarak incelemiştir. 1986-1998 dönemini kapsayan bu çalışmada para politikasının ardından banka bilanço kalemlerinde ne yönde ve ne ölçüde değişiklik olduğuna bakılmıştır. Daraltıcı para politikasının ardından banka kredileri ve menkul kıymetlerin çok hızlı bir şekilde azaldığı gözlemlenmiştir. Menkul kıymetlerdeki azalmanın ciddi boyutlarda olması, parasal aktarım mekanizmasında kredi kanalının rolünün sınırlı olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Cengiz ve Duman (2008), Türkiye'de banka kredi kanalının önemini 1990-2006 dönemi için incelemiştir. Türkiye için veriler analiz edilerek kredi kanalının işlemesi için gerekli koşulların geçerli olduğu değerlendirilmiştir. Etki tepki fonksiyonları, bankaların daraltıcı para politikasının ardından ellerindeki menkul kıymetleri satmak yerine kredi arzını kısıtığını göstermiştir. Bu gelişme 1990 sonrası yaşanan yüksek kamu borçlanma süreci ile açıklanmıştır. Buna göre kamu borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı haline gelmiş bankaların, getirisi yüksek ve riski düşük menkul kıymet stokunu daraltmak yerine, artan faizler nedeniyle daha riskli hale gelen kredileri kısması daha karlı olacaktır. Dolayısıyla kamu borçlanma sürecinin kredi arzındaki daralmayı artırdığı ve

böylece kredi kanalını güçlendirdiği değerlendirilmiştir. Ayrıca kredilerin para politikasına parasal büyüklükten daha fazla tepki vermesi ve krediler ile üretimin para politikasına tepkisinin önemli ölçüde eş zamanlı hareket etmesi banka kredi kanalının önemli olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Çalışmaların bir kısmı ise bankaları belirli kriterlere göre sınıflandırmış ve her bir sınıfın kredi davranışlarını karşılaştırmak suretiyle kredi görüşünü test etmiştir. Likiditesi düşük küçük bankaların kredibilitesi de düşük olduğu için dışarıdan kaynak sağlama imkanı sınırlıdır. Bu nedenle daraltıcı para politikası karşısında, büyük bankalara kıyasla küçük bankaların kredi arzının para politikasından daha fazla etkilendiği hipotezi ortaya atılmıştır.

Kashyap ve Stein (2000), para politikasının likiditesi düşük küçük bankaların kredi hacmi üzerindeki etkisinin daha fazla olduğunu ortaya koymuştur. Bankaların dışarıdan kaynak sağlama ve böylece kredi arzını devam ettirme yetenekleri açısından banka sermayesinin rolü üzerinde duran Kishan ve Opiela (2000) ise daraltıcı para politikasının sermayesi düşük bankaların kredi arzını daha fazla etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Altunbaş vd., (2002), ise Avrupa Birliği'nde 1991-1999 dönemi için banka bilançosu verilerini kullanarak bankaları özellikle varlık büyüklüğüne ve sermaye gücüne göre sınıflandırmıştır. Panel veri yönteminin kullanıldığı çalışmada düşük sermayeli bankaların para politikasındaki değişmelere daha fazla tepki gösterdiği bulunmuştur. Çavuşoğlu (2002), 1988-1999 dönemi için Türk Bankacılık Sisteminde yer alan 58 mevduat bankasını büyüklüklerine göre sınıflandırmıştır. Çalışmada panel veri yöntemi kullanılmıştır. Bankaların kredi verme davranışlarına ilişkin farklılıklar kredi görüşüne destek vermemiştir. Şengönül ve Thorbecke (2005)'in Türkiye için elde ettiği bulgular ise kredi görüşüne destek vermiştir. Burada daraltıcı para politikasının likiditesi düşük bankaların kredi arzını daha fazla etkilediği ortaya konulmuştur.

SONUÇ

Başarılı ve güvenilir bir para politikası için parasal aktarım mekanizması hakkında doğru bir değerlendirmeye sahip olmak gerekir. Bu ise parasal aktarım kanallarının ne ölçüde önemli olduğunun ve makroekonomik değişkenlerin hangi gecikme ve ölçüde etkilendiğinin bilinmesine bağlıdır. Bunlar bilindiğinde, öncelikle uygulanan politikanın ölçüsü ve zamanı belirlenen hedefle tutarlı seçilebilmektedir. İkincisi, aktarım süreci içerisindeki bağlantılar belli olduğu için, politika uygulanırken hangi göstergelerden yararlanmanın daha uygun olacağı görülmektedir.

Bu çalışmada önce parasal aktarım mekanizması konusu genel anlamda ele alınmakta ve teorik görüşlere yer verilmektedir. Ardından kaba bir ayırım ile parasal aktarım mekanizmasını oluşturan kanalların temel nitelikleri ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Bu çerçevede önce aktarım kanallarının nasıl işlediği

gösterilmekte, temel nitelikleri ve eleştirilen yönlerinden bahsedilmekte ve ampirik çalışmalara yer verilmektedir. Ardından son yıllarda literatürde büyük ilgi gösterilen para veya kredi görüşü şeklindeki ayırmadan bahsedilmekte ve elde edilen bulgulara yer verilerek her iki görüşün aktarım mekanizmasındaki rolü değerlendirilmektedir.

Parasal aktarım mekanizması, işleyişi Şekil 1’de gösterilen beş farklı kanaldan oluşmaktadır. Faiz kanalına göre, faizlerdeki artış (daraltıcı para politikası) sermaye maliyetini artırmakta ve böylece yatırım ve üretimde azalma olmaktadır. Para politikası reel ekonomiyi varlık fiyatları yoluyla da etkilemektedir. Bu varlıklar hisse senedi, konut ve arazi ile döviz kuru olabilmektedir. Hisse senedi fiyatları kanalında Tobin q’su ve servet etkisi ön plana çıkmaktadır. Tobin q’sunun yüksek olması, şirketlerin daha az miktar hisse senedi ihracı ile daha fazla yatırım yapmasına imkan vermekte ve yatırım ve üretim artmaktadır. Servet etkisi, varlık fiyatlarındaki artışların ekonomik ajanların servetini artırdığını ifade etmektedir. Servet artışı ise tüketim ve dolayısıyla üretim artışına yol açmaktadır. Döviz kuru kanalına göre, daraltıcı para politikası yurt içi faiz oranlarının artmasına yol açmaktadır. Buna bağlı olarak ülkeye sermaye girişinin olması ulusal paranın değerlenmesi ile sonuçlanmaktadır. Böylece net ihracat ve dolayısıyla toplam üretimde azalma ortaya çıkmaktadır.

Kredi kanalı ise banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olarak ikiye ayrılmaktadır. Banka kredi kanalına göre parasal daralmanın ardından bankalar kredi arzını kısımakta ve bu da reel ekonomide gerilemeye yol açmaktadır. Bilanço kanalına göre ise daraltıcı para politikası firmaların net değerini azaltmaktadır. Net değeri düşük firmalar, yüksek olanlara kıyasla daha maliyetli ve daha zor kredi elde edebildiği için tüketim ve yatırım kararları etkilenmekte ve reel ekonomi daralmaktadır. Diğer bir aktarım kanalı beklenti kanalıdır. Para politikasının başarısı Merkez Bankası’nın beklentileri ve özellikle enflasyon beklentilerini etkileme yeteneğine bağlıdır. Para politikasının doğru algılanması halinde, piyasanın tepkileri hedeflenen doğrultuda olacağı için arzulan hedefe daha kolay ulaşılabilecektir. Beklentilerin nasıl oluşacağı büyük ölçüde merkez bankasının güvenilirliğine bağlıdır. Güvenilirlik arttıkça para politikasının başarısı da artmaktadır.

Bir kısım çalışmada aktarım mekanizması para ve kredi görüşü şeklinde ayrıma tabi tutulmaktadır. Para görüşü ile faiz kanalı kredi görüşü ile de kredi kanalı ifade edilmektedir. Bu iki görüş arasında çeşitli açılardan farklılıklar bulunmaktadır. Para görüşü para ve tahvil olmak üzere sadece iki varlığı dikkate almaktadır. Kredi görüşü sadece bu iki varlığı değil, banka kredileri ve banka bilançosu kalemlerini de dikkate almaktadır. Para görüşü mükemmel işleyen bir sermaye piyasasının varlığından hareket etmektedir. Böyle bir piyasada değeri ne olursa olsun herhangi bir firma için banka kredileri veya menkul kıymet ihracı yoluyla finansman arasında fark yoktur. Bu nedenle bankalar aktarım sürecinde pasif bir rol oynamaktadır. Kredi görüşü ise finansal piyasalarda yaşanan

asimetrik bilgi olgusuna dayanmaktadır. Bu olgu herhangi bir firmanın değerinin, o firmanın finansmanı açısından önemli olduğuna vurgu yapmaktadır. Menkul kıymet ihraç ederek finansman sağlayamayan küçük firmalar banka kredilerine bağımlı hale gelmektedir. Böylece bankalar verdikleri hizmet ve kredi arz ederken sahip oldukları bilgi avantajı nedeniyle aktarım sürecinde önemli rol oynamaktadır.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Çünkü her bir ülke ekonomisinin yapısı, büyüklüğü ve açıklığı farklıdır ve zaman içerisinde değişebilmektedir. Parasal aktarım mekanizmasının anlaşılması için ülkedeki ekonomik koşullardan ve ampirik araştırmalardan çıkarım yapmak mümkündür. Literatüre bakıldığında ampirik araştırmalarda yaygın olarak VAR modellerinin kullanıldığı görülmektedir. Para politikası şoklarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin dinamik gösterimini mümkün kılan VAR modellerinin, parasal aktarım mekanizmasının ampirik testine elverişli olduğu kabul edilmektedir.

Yukarıda bahsedilen tartışmalar çerçevesinde değişik ülkeler ve Türkiye üzerine çok sayıda ampirik araştırma yapılmış ve bulgular elde edilmiştir. Söz konusu araştırmalar büyük ölçüde ABD ve AB'ne üye ülkeler üzerinde odaklanmıştır. Son yıllarda Türkiye üzerine yapılan çalışma sayısında da artış gözlenmektedir. Döviz kuru kanalı dışındaki kanallarla ilgili Türkiye üzerine yapılan ampirik çalışmalardan aynı yönde ve güçlü bir ortak sonuç çıkarmak güçtür. Döviz kuru kanalı ile ilgili olarak Türkiye için çıkarılabilecek ortak sonuç, döviz kuru kanalının işlediği ve özellikle fiyatların gelişimi açısından döviz kuru değişkeninin önemli olduğu yönündedir.

NOTLAR

1. Benzer bir mekanizma özellikle insanların çoğu defa kredi ile satın aldıkları gayrimenkul ve dayanıklı tüketim malları ile ilgili harcamalar için de işlemektedir. Zira bu konuda yapılan araştırmalara dayanılarak konut ve dayanıklı tüketim malları harcamaları da yatırım kararı olarak kabul edilmiştir (Mishkin, 1995: 4).
2. Para dışındaki aktif içerisinde kamu borçlanma kağıtları, finansman bonoları, hisse senetleri, banka kredileri, tüketim kredileri v.b. dahildir (Bernanke, 1993: 55).
3. Bu gibi doğrudan fiyat etkilerinin önemli olması, Yeni Zelanda da 1990'ların ilk yarısında döviz kurunun operasyonel hedef olarak kullanılmasına neden olmuştur (Gerlach ve Smets, 2000: 1685).
4. Avrupa Birliği'ne üye ülkelerle ilgili veri ve değerlendirmeler için Bkz. (Favero ve Giavazzi, 2001: 12).
5. Asimetrik enformasyon sözleşme öncesinde ters seçim ve sözleşmenin ardından da ahlaki tehlike probleminin yaşanmasına yol açmaktadır. Şöyle ki; kredi talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmayan kredi arz edenler, bunların aldıkları krediyi geri ödeme riskinin ne derece olduğu noktasında ayırım yapamamaktadır. Bu nedenle ters seçimde bulunarak borcunu geri ödeme olasılığı düşük borçluya kredi verme kararı alabilmektedir. Ahlaki tehlike problemi ise sözleşmenin ardından yaşanmaktadır. Ahlaki tehlike borçlananların, sözleşme hükümlerinin gereği olarak kredi verenlerin çıkarına uygun hareket etmeyerek riskli projelere yönelmesini ifade etmektedir. Bu tür bir yönelim kredinin geri dönme olasılığını azaltmaktadır. Böylece ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin yaşanmasından çekinen kredi arz ediciler kredi tayinlaması yoluna gidebilmektedir (Lee, 2002: 14).
6. Güvenilirlik, başarılı bir para politikasının vazgeçilmez bir koşulu olarak kabul edilmektedir. Söylediklerini yapacağına inanılan bir merkez bankası güvenilir olarak nitelendirilmektedir. Bunun için bir dizi kurumsal düzenlemenin yapılmış olması gerekmektedir. Merkez bankasının bağımsızlığı, kurala dayalı politika, şeffaflık ve hesap verebilirlik ile disipline edilmiş bir maliye politikası güvenilirliğin sağlanması için gerekli düzenlemeler arasında yer almaktadır. (Ayrıntılı Bilgi İçin Bkz. Büyükkakın, 2004).

KAYNAKÇA

- ALTUNBAŞ, Yener; Fazylov OTABEK ve Philip MOLYNEUX; (2002), "Evidence on the Bank Lending Channel in Europe", **Journal of Banking and Finance**, 26, ss. 2093-2110.
- BACCHETTA, Philippe ve Fernando BALLABRİGA; (2000), "The Impact of Monetary Policy and Banks Balance Sheets: Some International Evidence", **Applied Financial Economics**, 10, ss. 15-26.
- BERK, Jan Marc; (1998), "Monetary Transmission: What Do We Know and How Can We Use It?", **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, 51 (205), ss. 145-170.
- BERNANKE, Ben S. ve Mark GERTLER; (1995), "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **NBER Working Paper No: 5146**, ss. 1-34.
- BERNANKE, Ben; (1993), "Credit in the Macroeconomy", **Federal Reserve Bank of Newyork Quarterly Review**, 18(1), ss. 50-70.
- BERNANKE, Ben; (1988), "Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?", **Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review**, November / December, ss. 3-11.
- BERNANKE, Ben S. ve Alan S. BLİNDER; (1988), "Credit Money and Aggregate Demand", **American Economic Review**, 78 (2), ss. 435-439.
- BERNANKE, Ben S. ve Alan S. BLİNDER; (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Policy", **American Economic Review**, 82 (4), ss. 901-921.
- BRUNNER, Karl ve Allan H. MELTZER; (1988), "Money and Credit in the Monetary Transmission Process", **American Economic Review**, 78(2), ss. 446-451.
- BÜYÜKAKIN, Tahir; (2004), "Güvenilir Bir Para Politikası Stratejisinin Kurumsal Çerçevesi", **KOÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 7 (1), ss. 1-21.
- BÜYÜKAKIN, Figen, Vedat CENGİZ ve Armağan TÜRK; (2004), "Türkiye'de Para Politikası Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı Üzerine Bir Değerlendirme", **Mevzuat Dergisi**, 10 (128), (www.mevzuatdergisi.com).
- CECCHETTI, Stephen G.; (1999), "Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism", **FRBNY Economic Policy Review**, July, ss. 9-28.
- CECCHETTI, Stephen G.; (1995), "Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May/June, ss. 83-97.

- CLAUSEN, Von Volker; (2002), "Unterschiedliche Makroökonomische Strukturen Wirtschaftliche Integration und Einheitliche Geldpolitik in Europa", **Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik**, 222(1), ss. 1-21.
- CENGİZ, Vedat; (2006), "Teorik ve Ampirik Analizler Çerçevesinde Para Politikasının Etkinliği ve Aktarım Mekanizmaları", **İ. Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 35, ss. 125-144.
- CENGİZ, Vedat; (2008), "Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma", **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 22 (1), ss. 115-127.
- CENGİZ, Vedat ve Mehmet DUMAN; (2008), "Türkiye'de Banka Kredi Kanallının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006)", **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 26 (2), ss. 81-104.
- ÇAVUŞOĞLU, A. Tarkan; (2002), "Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation", **ERC Working Paper 02/03**, ss. 1-30.
- DE BONDT, G.J.; (1997), "Monetary Transmission In Six EU Countries: An Introduction and Overview", **De Nederlandsche Bank Research Memorandum WO&E Nr. 527/9742**, ss. 1-30.
- DISYATAT, Piti ve Pinnarat VONGSİNSİRİKUL; (2003), "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand", **Journal of Asian Economics**, 14, ss. 389-418.
- EUROPEAN CENTRAL BANK; (2000), "Monetary Policy Transmission in the Euro-Area", **Monthly Bulletin**, July, ss. 45-62.
- FAVERO, Carlo A. ve Francesco GİAVAZZİ; (2001), "Monetäre Transmission im Euro-Währungsgebiet", **Europäische Parlament Arbeitsdokument ECON 110 DE/rev.1**, ss. 1-31.
- FRIEDMAN, Milton; (1961), "The Lag in the Effect of Monetary Policy", **Journal of Political Economy**, 69 (5), ss. 447-466.
- GARRETSEN, Harry ve Job SWANK; (1998), "The Transmission of Interest Rate Changes and the Role of Bank Balance Sheets: A VAR Analysis for the Netherlands", **Journal of Macroeconomics**, 20 (2), ss. 325-339.
- GERLACH, Stefan ve Frank SMETS; (2000), "MCIs and Monetary Policy", **European Economic Review**, 44, ss. 1677 -1700.
- GILCHRIST, Simon ve John V. LEAHY; (2002), "Monetary Policy and Asset Prices", **Journal of Monetary Economics**, 49, ss. 75-97.

- GÖRGENS, Egon; Karlheinz RUCKRIEGEL ve Franz SEITZ; (2003), **Europäische Geldpolitik: Theorie-Empirie-Praxis**, 3. Auflage, Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft, Stuttgart, 486s.
- GREENWALD, Bruce C. ve Joseph E. STIGLITZ; (1990), "Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior", **American Economic Review**, 80 (2), ss. 160-165.
- GÜNDÜZ, Lokman; (2001), "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı", **İMKB Dergisi**, 18, ss. 13-30.
- HIGGINS, Matthew ve Carol OSLER; (1997), "Asset Market Hangovers and Economic Growth: The OECD During 1984-1993", **Oxford Review of Economic Policy**, 13(3), ss. 110-134.
- ISSING, Otmar ve Gaspar VÍTOR; (2001), **Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision Making at the European Central Bank**, Cambridge: Cambridge University Press.
- KASHYAP, Anil K. ve Jeremy C. STEIN; (2000), "What Do A Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?", **American Economic Review**, 90(3), ss. 407-428.
- KISHAN, Ruby P. ve Timothy P. OPIELA; (2000), "Bank Size Bank Capital and the Bank Lending Channel", **Journal of Money Credit and Banking**, 32 (1), ss. 121-141.
- KOSFELD, Reinhold; (2002), "Asset Price Channel and Financial Market", **Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik**, 222(4), ss. 440-462.
- KÖSE, Nezir ve Bedriye SARAÇOĞLU; (1999), "Vektör Otoregresyon Yaklaşımı İle Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi: Türkiye Örneği 1980-1996", **İktisat İşletme ve Finans**, Haziran, ss. 12-27.
- LEE, Seung-Hun; (2002), **Der Bank Lending Channel des Geldpolitischen Transmissionmechanismus**, Peter Lang Europäische Verlag der Wissenschaften, Frankfurt, 186s.
- MEHROTRA, Aaron N.; (2007), "Exchange and interest rate channels during a deflationary era – Evidence from Japan Hong Kong and China", **Journal of Comparative Economics**, 35, ss. 188-210.
- MELTZER, Allan H.; (1995), "Monetary Credit and (Other) Transmissions Processes: A Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), ss. 49-71.
- MISHKIN, Frederic S.; (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lesson for Monetary Policy", **NBER Working Paper No: 5464**, ss. 1-27.
- MISHKIN, Frederic S.; (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), ss. 3-10.

- MISHKIN, Frederic S.; (2001), "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", **NBER Working Paper No: 8617**, ss. 1-21.
- MODIGLIANI, Franco ve Merton H. MİLLER; (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", **American Economic Review**, 48(3), ss. 261-297.
- NAGAYASU, Jun; (2007), "Empirical Analysis of the Exchange Rate Channel in Japan", **Journal of International Money and Finance**, 26, ss. 887-904.
- NOLTE, Florian; (2003), **Die Transmission Monetärer Impulse**, Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt, 225s.
- PALLEY, Thomas I.; (2001), "The Stock Market and Investment: An Other Look at the Micro- Foundations of Q Theory", **Cambridge Journal of Economics**, 25, ss. 657-667.
- PEERSMAN, Gert; (2001), **The Transmission of Monetary Policy in the Euro Area: Implications for the European Central Bank**, Ph. D. of Economics in Universiteit Gent.
- RABIN, Alan A. ve Leland B. YEAGER; (1997), "The Monetary Transmission Mechanism", **Eastern Economic Journal**, 23(3), ss. 293-299.
- RAMEY, Valerie A.; (1993), "How Important Is The Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?", **NBER Working Paper No: 4285**, ss. 1-42.
- ROMER, Christina D. ve David H. ROMER; (1990), "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism" **Brooking Papers on Economic Activity**, 1, ss. 149-213.
- SANDTE, Holger; (2000), "Transmissionswege der Geldpolitik", **Das Wirtschaftsstudium**, Juli, ss. 925-928.
- SMETS, Frank ve Raf WOUTERS; (1999), "The Exchange Rate and the Monetary Transmission Mechanism in Germany", **De Economist** 147, 4, ss. 489-521.
- ŞAHİNBEYOĞLU, Gülbin; (2001), "Monetary Transmission Mechanism: A View From A High Inflationary Environment", **CBRT Discussion Paper No: 2001/1**, Ankara, ss. 1-39.
- ŞENGÖNÜL Ahmet ve Willem THORBECKE; (2005), "The Effect of Monetary Policy on Bank Lending in Turkey", **Applied Financial Economics**, 15, ss. 931-934.
- TOBIN, James; (1969), "A General Equilibrium Approach To Monetary Theory", **Journal of Money Credit and Banking**, 1(1), ss. 15-29.