



## PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI VE TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ



Selami GÜNEY\*



Nur DİLBAZ ALACAĞAN†

### Öz

Para politikasının reel ekonomiyi etkilediği kanallar parasal aktarım mekanizması olarak bilinmektedir. Aktarım mekanizmalarında fiyat yapışkanlıkları son derece önemlidir. Fiyat yapışkanlıklarının olduğu modellerde paranın yanlı olduğu, aksi takdirde paranın yansız olduğu belirtilmektedir. Literatürde para politikasının reel ekonomiyi kısa dönemde mi yoksa uzun dönemde mi etkilediği konusunda tartışmalar olsa dahi, kullanılan aktarım mekanizmalarının geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı olduğuna yönelik fikir birliği vardır. Ancak gerek Türkiye için gerekse diğer ülkeler için bu aktarım mekanizmalarının farklı dönemlerde taşıdıkları önem konusunda tartışmalar devam etmektedir. Çalışma bir literatür çalışması olup, öncelikle çalışmada parasal aktarım mekanizmaları tanımlanmakta ve Türkiye için değerlendirilmesi yapılmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Para ve Kredi Görüşü, Aktarım Mekanizmaları, Türkiye

### MONETARY TRANSMISSION MECHANISM AND TURKEY EVALUATION

#### Abstract

The channels in which monetary policy affects the real economy are known as monetary transmission mechanism. Sticky prices have vital importance in transmission mechanisms. It is stated in models with sticky prices that the money is biased, otherwise the money is impartial. Although there are arguments in literature regarding whether the monetary policy affects the real economy in short term or long term, there is a consensus regarding the transmission mechanisms used have traditional interest rate channel, asset prices channel,

\* Erzincan Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü Öğretim Üyesi [slmguney@hotmail.com](mailto:slmguney@hotmail.com)

† Çanakkale 18 Mart Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü [n\\_dilbaz@hotmail.com](mailto:n_dilbaz@hotmail.com)



other asset prices channel, credit channel and expectation channel. However, arguments about the importance these transmission mechanisms carry in different periods both for Turkey and other countries continue. The study is a literature study and monetary transmission mechanisms are defined in the study firstly and then an evaluation is made for Turkey.

**Keywords:** Money and Credit View, Monetary Transmission Mechanism, Turkey

## 1.GİRİŞ

Para politikasının en önemli parçası; para politikasının ekonomiyi etkilemesinde aracılık görevini üstlenen parasal aktarım mekanizmalarıdır. Parasal aktarım mekanizmaları, geçmişten günümüze paranın yansız mı ya da yanlı mı olduğu tartışmalarından doğmuştur. Klasiklerde kısa ve uzun dönem ayrımı yapılmadan paranın yansız (parasal büyüklükler reel büyüklükleri etkilemez, reel büyüklüklerin oluşumunda reel faktörler etkilidir) olduğu ileri sürülürken, Keynes'te kısa ve uzun dönem ayrımı yapılmadan paranın yanlı olduğu belirtilmiştir. Paracı yaklaşıma göre; para kısa dönemde yanlıdır. Şayet para kısa dönemde yanlı ise ve uzun dönem kısa dönemlerin birleşmesinden meydana geliyor ise, para miktarının muntazam bir şekilde artırılması ile para uzun dönemde de yanlı olabilmektedir. Hiçbir zaman para süper yansız olmamaktadır. Yeni klasiklerde ise; ekonomik dengeler reel (nispi) fiyatlar tarafından belirlenmektedir. Parasal faktörler özel haller dışında fiyatları değiştiremez. Reel fiyatlardaki değişimlerin sonucu olarak belirlenen istihdam, üretim, reel milli gelir düzeyi gibi reel büyüklüklerin oluşumunda parasal faktörlerin ağırlıklı etkisi yoktur.

Günümüz ekonomisinde para arzı kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Çünkü para arzı reel kesimi etkileyerek çeşitli sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Değişen para miktarının reel kesim üzerinde yarattığı sonuçların incelenmesi aktarım mekanizması ile açıklanmaktadır. Fakat bu açıklanabilme durumu net olmadığı için literatürde aktarım mekanizması bir siyah kutu (blackbox) olarak nitelendirilmektedir. Parasal aktarım mekanizmaları, geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı (döviz kuru, hisse senedi kanalı), kredi kanalı ve beklenti kanalı olmak üzere beş çeşit olarak gösterilse de bu kanalların çalışması ile ilgili çok az fikir birliği bulunmaktadır. Ancak konu ile ilgili yapılan çalışmaların genelinde para politikasının kısa dönemde reel değişkenleri etkilediği fakat fiyat ve ücretleri rijit olduğundan dolayı etkileyemediği, uzun dönemde ise sadece fiyatları etkilediği belirtilmiştir.



## **2.PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI**

Parasal aktarım mekanizmaları para politikası aracılığıyla işleyen bir değil birden çok kanala sahip olduğu için kompleks ve enteresan bir konudur. Bu aktarım geniş anlamli para talebi ve arzı veya rezerv piyasası aracılığıyla açık piyasada başlamaktadır (Kuttner ve Mosser 2002:16). Mekanizma para politikasının toplam çıktı ve harcamaları hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini göstermektedir (Mishkin1992: 657-658). Aktarım mekanizması Keynesyen ve Neoklasik (Wicksell) yaklaşımlara göre faizler aracılığıyla dolaylı yoldan olmaktadır. Para miktarındaki değişimler fon piyasasına uğramaktadır. Oradan reel piyasalara intikal etmektedir. Wicksell doğal faiz oranının parasal genişlemeden etkilenmediğini söylemektedir. Ayrıca kredi piyasasında arz ve talebe göre belirlenen kredi faizinden (piyasa faiz oranı) de bahsetmiştir. Parasal genişleme ile piyasa faizi düşmektedir. Tasarruflar azalmaktadır. Bankacılık kesimi fon sağlamaktadır. Yatırım harcamaları artar, toplam talep artar. Toplam talebin artması fiyatları artırmaktadır. Bankacılık kesiminin tuttuğu para miktarı azalmaktadır. Piyasa faizleri artar. Doğal faiz oranı=piyasa faiz oranı olmaktadır. Monetarist yaklaşıma göre ise para stoku ve para talebine bağlı olarak dolaysız yoldan gerçekleşmektedir. Para miktarındaki değişimler ile harcamalar arasında doğrudan bir ilişki vardır. Para miktarı artarsa harcamalar artar. Finansal araçların rolünü göz ardı etmektedir.

Parasal aktarım kanalları ile merkez bankasının kontrolü altında faiz oranlarını azaltarak ya da para arzını artırarak politika araçlarını ayarlaması yoluyla genişletici bir para politikası stratejisi uyguladığı varsayılmaktadır. İlk aktarım mekanizması faiz oranları kanalı olarak gözükmektedir. Genişletici bir para politikası sırasıyladayanıklı mallar üzerindeki tüketim harcamalarını, konut yatırımlarını ve iş dünyasındaki yatırımları etkileyen uzun dönemli reel faiz oranlarının azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca toplam talepteki kayma toplam çıktı ve fiyatlara da yansımaktadır. Literatürde beş parasal aktarım mekanizması tanımlanmaktadır.

### **2.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı**

Ekonominin para politikasına nasıl bir tepki verdiğini gösteren aktarım mekanizmalarından biri faiz oranı kanalıdır. Para politikasındaki değişimler bir merkez bankasının kısa dönem faizleri etkileyebilmek için banka rezerv arzlarını değiştirdiği zaman başlamaktadır (Sellon2002:6).



Bu durumda bankaların sermayeleri, bankaların ödünç verme durumlarında yaşanan parasal şokların etkilerini değiştirebilmektedir. Bankaların ödünç verme kararları ise bankaların finansal yapılarından bağımsızdır. Bankalar verilen fırsatları finanse etmeye gönüllü yatırımcılar bulabildikleri zaman sermaye miktarları ödünç verme ile ilgili değil aktarım mekanizmaları ile ilişkilendirilmektedir (Heuvel 2002:259).

Merkez bankası para arzını artırdığında kişiler tahvil alımına yönelmektedirler, tahvil fiyatı yükselmekte ve faiz oranları düşmektedir. Faizlerdeki düşüşler yatırımları artırarak, çarpan etkisi sonucu milli gelirden de bir büyüme sağlamaktadır.

Bu aktarım mekanizmasının makroekonomide birkaç bağlantısı bulunmaktadır. Nominal ve reel faizlerdeki ilişki ücret ve fiyat katılıklarına dayalı teoriler tarafından ve nominal fiyat rijitliklerinin olduğu Phillips Eğrisi ile açıklanmaktadır. Aslında faiz oranları kanalının kaynağında Keynesyen bakış yatmaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel 2002: 4).

Bu kanal Keynesyen görüşe dayalı olarak IS-LM modelini içermektedir. IS-LM modeli Keynes'in görüşlerini, geleneksel iktisatçıların görüşleri ile karşılaştırmak üzere Hicks tarafından geliştirilmiştir, daha sonra diğer iktisatçılar tarafından genişletilmiştir. Örneğin para arzı genişlediğinde faizler düşmekte, düşen faizler ise yatırımlar yanında tüketim harcamalarını da uyarılmaktadır. Keynes'te sadece yatırımlar uyarılmaktadır. Para arzı artırılırken örneğin konut sektöründeki fiyatlar aşırı şişerse herkes paraya olan talebi artırmaktadır. Bu durumda konut sahipleri ellerindeki evleri düşük fiyattan çıkarmaya çalışmaktadır. Merkez bankası konut fiyatlarına bakarak para arzını artırıp, artırmamaya karar vererek ona göre para politikası uygulamaktadır. Faiz oranı kanalında finansal kurumlar bilançoları varlık yanı sıra ekonomide işleve sahip değildirler. Bankalar bilançolarının pasif yönüyle ekonomide özel bir işleve sahiptirler.

## **2.2. Varlık Fiyatları**

Varlık fiyatları kanalı hisse senedi fiyatları, konut ve arazi fiyatları kanalından ibarettir. Hisse Senedi Kanalı ise Tobin'in Q Teorisini ve Servet Etkisi Kanalını içermektedir. Tobin'in Q Teorisi'nde Tobin Keynes'in görüşlerine katılmakta ancak likidite tuzağını onaylamamaktadır. Artık hükümet para arzını artırarak faizleri düşürerek harcamaları etkileyememektedir. Tobin'e göre insanlar servetlerini değerlendirirken rasyonel davranırlar. Getiriye ve riske bakarlar. Özel sektör kendi finansal varlık çıkarır ve alır. Bunlar özel



sektörün net finansal servetini artırmaz. Net serveti değiştiren dış paradır. Bir kişinin %50 finansal varlık, %50 maddi varlık olarak bir portföy kurduğu düşünülürse; Devletin para arzını artırması durumunda kişi tahvil alır. Tahvil fiyatı artar, ilk aşamada finansal varlık portföyü içinde faiz getirmeyen kâğıdın değeri artmıştır. Tahvil fiyatı artar, piyasa faizi düşer böylelikle para arzı artışı bir sonuç yaratmıştır. İkinci aşamada tahvil aldıkları için finansal portföy büyümüştür. Risk artmıştır. Finansal portföyden maddi varlıklara geçiş yapılacaktır. Kişi konut talep eder. Hisse senedi fiyatları yükselir, fiyatlar artar. Hisse senetleri satılarak fabrika kurulabilir reel kesim etkilenmiş olur. Para yanlıdır. Tobin paranın önemli olduğunu söylüyor ancak para politikasından uzak durulması gerekliliğini vurguluyor. Para politikasının etkisi ne zaman ortaya çıkar ve kontrol edilebilir mi gibi sorulardan dolayı maliye politikası önem kazanıyor. Servet Etkisi Kanalı'ndabirinci aşamada emisyonun artması ile kişiler tahvil almaktadır, tahvil fiyatı artmakta ve faizler düşmektedir. Kişilerin finansal varlıklarının getirisi de düşmektedir. Bu da maddi varlıklar portföyünde yatırımların cazibesini artırmaktadır. Finansal aktifler ile maddi aktifler arasında henüz bir ikame söz konusu değildir. İkinci aşamada emisyon artışı ile finansal portföyün değeri yükselmiştir. Bu durum riski artırır. Bozulan risk yapısını düzeltmek üzere yatırımcılar finansal varlıkların bir kısmını maddi varlıklar ile değiştirir. Ya da kamu kesimi tahvil ve bono piyasaya çıkartır. Kişilerin bunları alabilmesi için faizlerin yüksek olması gerekir. Faizler artar, kişiler tahvil ve bono alırlar. Finansal portföylerin riski artar. Finansal portföyden maddi varlıklar portföyüne ikame başlar. Maddi varlık tutmak cazip hale gelir. Yatırımlar güçlenir. Burada getiri etkisi daraltıcı, servet etkisi genişletici rol oynar.

Varlık fiyatları kanalı TobinQ'su aracılığıyla genişletici para politikası sonucu yatırımları daha çekici hale getiren toplam talebi artıran daha yüksek equity fiyatlara neden olmaktadır. Daha yüksek equity fiyatlar ise tüketimi artıran zenginliği gerekli kılmaktadır. Artan para arzı ile equity fiyatlar arasındaki bu bağlantı monetarist ve keynesyen düşünce tarafından tartışmalara neden olmaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel 2002: 5).

Konut ve arazi fiyatları kanalına göre genişletici bir para politikası sonucu konut ve arazi fiyatlarında artış yaşanmaktadır. Bu ise hane halkında servet artışına neden olmaktadır.



### 2.3. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Diğer varlık kanalları döviz kuru kanalını içermektedir. Döviz kuru kanalı hem toplam talep hem de toplam arzın etkileriyle çalışmaktadır. Talep yönünden bakıldığında; ulusal faiz oranlarındaki düşme, ulusal paranın değerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durumda daha yüksek net ihracat ve daha güçlü toplam talep oluşmaktadır. Arz yönünden bakıldığında ise; ulusal paranın değer kaybı ile ithal edilmiş malların ulusal fiyatları artmakta ve enflasyon olgusuyla karşılaşılmaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel 2002: 5).

Döviz kuru kanalında hükümet para arzını yüksek azaltır, faizler artar. Bu durumda dışarıdan döviz girişi olmaktadır. Döviz arzı artar. Döviz fiyatı düşer. Türk Finansal varlıklar cazip hale gelir. TL'ye talep artar. TL'nin fiyatı yükselir. İhracat azalır. Dövizle borçlanmış olanlar kar ederler. Borç yükü azalır. Servet etkisi yaratılmış olur.

### 2.4. Kredi Kanalı

Kredi kanalı bankaların ve diğer finansal araçların ödünç verirken yaptığı değişiklikleri vurgulamaktadır. Kredilerdeki niceliksel ölçümler ve nakit akışları kredi kanalının girdisi için önemlidir (Taylor 2002:23).Kredi kanalı ekonomide finansal sektör ile reel sektör arasında bağlantı sağlamaktadır.

Kredi kanalında beş farklı aktarım mekanizması vardır. Bunlar banka kredi kanalı, bilanço kanalı, nakit akım kanalı, beklenilmeyen fiyat seviyesi kanalı ve hane halkı likidite etkisi kanalıdır.**Banka Kredi Kanalı**küçük ve orta ölçekli kurumlar kredi kanalına mahkûmdurlar. Bunlar banka bağımlıdır. Harcamaları banka kredilerine çok duyarlıdır. Yeni Keynesçiler bu kanala önem vermektedirler.

Banka kredi kanalının işlerlilik kazanabilmesi; banka bilançolarının para politikasına karşı duyarlı olmasına ve ayrıca dış finansman açısından banka kredisine bağımlı olan firmaların reel harcamalarının da kredi olanaklarındaki değişmelere karşı duyarlı olmasına bağlıdır (Farinha ve Marques 2001:8).

Bilanço Kanalı bilanço varlıklarındaki değişmelere önem verilmektedir. Para arzı artar, faizler düşer, toplam talep artar. Çeşitli kurumların aktiflerindeki varlıkların değeri yükselmektedir. Firmaların değeri yükselir. Bankalar bu firmalara daha fazla kredi açarlar.

Para politikasının dış finansman primi üzerinde sistematik etkileri olduğunda ve dış finansman primi toplam çıktı üzerinde bir etkiye sahip olduğunda bilanço kanalı işlerlik



kazanabilmektedir (Holtemoller 2002:4).Daraltıcı bir para politikası uygulanması sonucunda faiz oranları yükselir ve firmanın net akışı azalır ayrıca yükselen faizlerle varlık fiyatlarının düşmesi borçlanan kişinin maddi teminatlarının değerini azaltmaktadır. Böylece tüketici harcamalarının da sınırlandırıldığı görülmektedir. Ters seçim sorunu ve ahlaki tehlike ile yatırımları finanse edecek kredi miktarı düşmektedir (Nualtarance 2001:2).

Nakit Akım Kanalı nakit alımları, firmanın nakit girişi ve çıkışları arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Genişletici para politikası ile firmaların nakit alımları olumlu etkilenmektedir. Likit akışları kolaylaşmaktadır. Bankalar bunlara daha kolay kredi vermektedir.Beklenilmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı para arzı artar, fiyatlar genel düzeyi artar. Ekonomide bazı varlık fiyatları yükselir. Bu durumda kredi alma bilirligi fazlaşır.Hane halkı Likidite Etkisi Kanalı para arzı azalır. Faizler artar. Hane halkının nakit akımları olumsuz etkilenir. Tüketim harcamalarının kısılmalarına neden olabilir.

Banka kredi kanalına göre; para politikası bankaların kredi arzları üzerinde ve böylelikle direkt reel ekonomi üzerinde etkili olmaktadır. Çünkü bankaların kredi arzları rezerv gerekliliği taşıyan yükümlülüklerinin bir parçasıdır (Heuvel 2002:258).Bankalar daraltıcı bir parasal şok karşısında kredi arzlarını sınırlandırarak kredi kanalını çalıştırmaktadırlar. Sınırlandırılan kredi arzı sonrasında banka kredisine bağımlı firmalar yatırım ve harcama kararlarını değiştirecekler ve ekonomide çıktı düzeyini azaltmış olacaklardır.

### **2.5. Beklenti Kanalı**

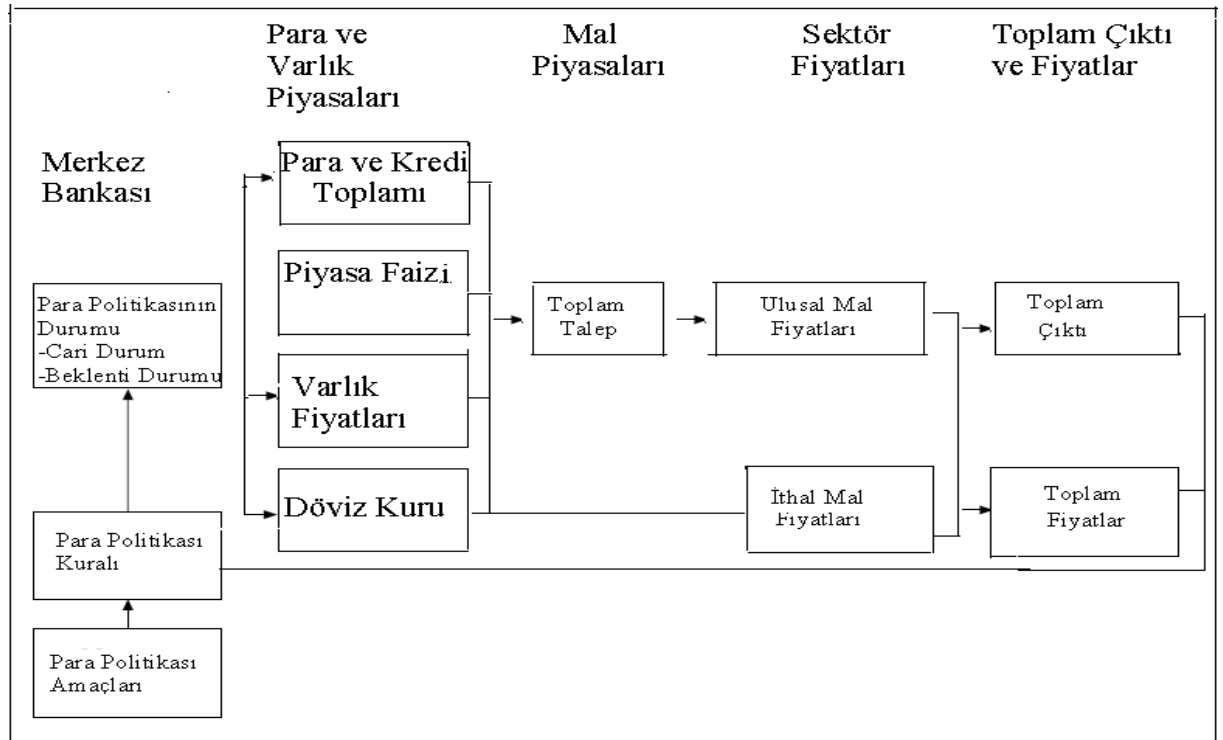
Bu kanal para politikasının etkinliğini artırdığı için literatürde parasal aktarım mekanizmaları içerisinde alınmıştır. Para politikasının gelecek tutumu hakkında özel sektör beklentilerine bağlıdır. Gelecekteki oluşacak olan koşul ve olaylar hakkında iktisadi ajanların tam bir öngöründe bulunamaması gerek hane halklarını gerekse iktisadi kurumları çeşitli beklentiler içerisinde sokmaktadır. Belirsizlik ortamında beklentiler uygulanacak olan para politikasının önceden bilinmesine, geçmiş deneyimlere, elde edilen bilgilere dayalı olmaktadır. Para politikasının önceden bilinerek doğru bir şekilde anlaşılması beklentileri olumlu yönde etkileyerek para politikasının etkinliğini artırmaktadır.

Beklenti kanalına göre tüm değişkenler zamanlar arası bir anlama sahip olup, ileriye dönük bir yolu (forward-looking) izlemektedir. Bu ileriye dönük yol ekonomideki gelecek



şoklara yönelik kurum beklentilerine ve merkez bankasının bu beklentilere nasıl bir tepki göstereceğinden etkilenmektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel 2002:6). Ayrıca finansal piyasalarda beklentiler son derece önemlidir. Bu nedenle hangi beklenti modelinin en iyi olduğu konusunda bir anlaşmazlık vardır (Taylor 2002:24).

**Tablo.1 Para Politikası Kuralı ve Aktarım Mekanizmaları**



**Kaynak:** Norman Loayza ve Klaus Schmidt-Hebbel “Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview” Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, in: Norman Loayza & Klaus Schmidt-Hebbel & Norman Loayza (Series Editor) & Klaus Schmidt-Hebbel (Series ed.), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, edition 1, volume 4, chapter 1, 2002, p:2 Central Bank of Chile.

Tabloda para politikası kuralı ile aktarım mekanizmaları arasındaki ilişki gösterilmektedir. Merkez bankası politika kuralına dayalı olarak ele alınan politika durumu direkt olarak para ve varlık piyasalarına geçmektedir. Bu piyasalardaki değişimler sırasıyla mal ve işgücü piyasasını etkileyerek sonunda toplam çıktı ve fiyat düzeyine de yansımaktadır. Sonuç olarak cari dönemdeki değişimler, öngörülmuş çıktı ve enflasyon uygulanacak olan para politikası kuralını belirlemektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel 2002: 2).





### 3. TÜRKİYE'DEKİ PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

#### 3.1. Para Görüşü

Keynes'te para görüşü iki aktifli basit finansal portföy teorisine dayanmaktadır. Genel Teori'de insanların para tutması ya da tahvil alması ve bu iki varlık arasında tam ikame varsayımının geçerli olması Keynes'in yaptığı analizi sınırlamaktadır. Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi bir Para Talebi Teorisi'dir. Toplam likiditeyi ölçmenin zorluğu nedeniyle faizlerle ilgilenilmiş bu durum para politikası aracılığıyla toplam talep faizlere duyarlı olmaktadır (Neumann 1995:139). Keynes faiz oranları düşük iken para tutulması (para talebi artar), faiz oranları yüksek iken, tahvil alınmasını (para talebi azalır) öngörmektedir. Paracı yaklaşımda para miktarı önemlidir. Çünkü parasal şoklar pek çok varlığı cari ve beklenen değerini etkilemektedir. Para hariç tüm değerlerin ikamesi vardır. Varlıkların tercih edilebilirliği alternatif maliyetleriyle ilgilidir. Para talebi faize karşı duyarsızdır. Para görüşü faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalını ve diğer varlık fiyatları kanalını kapsamaktadır.

##### 3.1.1. Faiz Oranı Kanalı

Faiz oranı kanalı para politikasının kısa dönemde faiz oranları üzerinde etkili olduğu varsayımına dayalıdır. Fiyatların rijitliği kısa dönem nominal faizlerin uzun dönem reel faizleri değiştirmesine neden olmaktadır. Uzun dönem reel faizler ise yatırım kararlarını ve reel üretimi etkilemektedir. Ancak nominal faiz ile reel faizin eşzamanlı olmaması faiz oranlarından reel üretime olan nedenselliği tartışmalı hale getirmektedir (Öztürkler ve Çermikli 2007:58). Türkiye'de faiz oranlarının sanayi üretimi üzerinde etkisinin daha fazla olduğu görülmektedir. Faiz oranına verilen şoklara sanayi üretim endeksi güçlü tepki vermektedir.

##### 3.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Hisse Senetleri Fiyatları Kanalı Para politikası firmaların ihraç ettikleri hisse senetleri fiyatlarını etkileyerek, firmanın yatırım kararı üzerinde söz sahibi olabilmektedir. Bu durum TobinQ'su ile açıklanabilmektedir. Kişiler hem para hem tahvil tutabilmektedirler. Para talebi fonksiyonuna risk faktörü eklenmiştir. Portföy finansal ve maddi varlıklardan oluşmaktadır. Para talebi değerinin arzındaki artışa, getirisine ve risk faktörüne bağlıdır. Q değeri firmanın piyasa değeri/sermayenin yenileme maliyetidir. Bir firmanın sahip olduğu "Q" değeri piyasa



faiz oranından büyük ise, firma yeni sermaye malı veya yeni üretim tesisi gibi yatırımları hisse senedi ihraç ederek finanse edebilecektir. Genişletici bir para politikası sonucunda faizler düşecek kişiler tahvil yerine hisse senedi alımına yöneleceklerdir. Bu durumda hisse senedi fiyatları yükselecektir. Firmanın sermaye maliyeti azalacaktır. Aynı zamanda hane halkının da toplam servet miktarı artacaktır. Türkiye’de hisse senedi piyasası fazla gelişmemiştir. Bu nedenle bu kanal fazla etkili olamamaktadır.

### **3.1.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı**

#### **Döviz Kuru Kanalı**

Yurtiçi faiz oranlarındaki bir değişme, yurtiçi finansal varlık çekiciliğini değiştirerek, ulusal paranın değerinde artış/azalış oluşturmaktadır. Bu durumda ise net ihracat ve reel üretim değişmektedir. Yönü konusunda tartışmalar olsa da döviz kuru ile faiz oranları arasında bir bağlantının olduğu kabul edilmektedir.

Faiz oranının para talebinin belirleyicilerinden biri olması döviz kuru ile arasında pozitif yönlü bir ilişkinin doğabilmesine de imkân vermektedir (Karaca 2005:3).

Gündüz (2001) Öztürkler (2002), Erdoğan ve Yıldırım (2008), Büyükkay, Cengiz ve Türk (2009) ve Örnek (2009) Türkiye üzerine yaptıkları çalışmalarda, döviz kuru kanalının geçerli olduğu yönünde sonuçlar elde etmişlerdir. Çiçek (2005) ve Kasapoğlu (2007) döviz kuru kanalının enflasyon üzerinde etkili olduğu, ancak hasılayı etkileyecek düzeyde olmadığı yönünde bulgular elde etmişlerdir.

Türkiye’de döviz kuru kanalının üretim seviyesi üzerinde belirleyici olmadığı, ancak fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediği sonucuna varılabilir. Döviz kuru şokları ithal girdilerin ve nihai malların fiyatlarını artırarak, hem doğrudan hem de maliyet yönlü fiyat artışlarına sebep olmaktadır.

### **3.2. Kredi Görüşü**

Kredi görüşü geleneksel faiz oranı kanalının açıklarını gidermek için ortaya atılmıştır. Kredi görüşü ile finansal piyasalarda asimetrik enformasyondan bahsedilerek bu sorunun en aza indirilmesine yönelik çalışmalar başlatılmıştır. Kredi piyasasında asimetrik enformasyon fon talep edenin fon arz edenden yatırım projesi ve projenin getirisi hakkında daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Geleneksel faiz oranı kanalını geliştiren bir mekanizma olmuştur. Kredi faiz oranlarındaki değişimin, piyasa faiz oranlarındaki değişmeden daha fazla olması



durumunda kredi mekanizmasının işlediği söylenebilmektedir. Sıkı bir para politikasının uygulanması ile verilen banka kredi miktarının azalması söz konusudur. Bu durumda banka kredi oranları piyasa faiz oranlarından daha fazla değişmiş olmaktadır. Kredi görüşü ise bilanço ve banka kredileri kanalından oluşmaktadır. Bilanço Kanalı bilanço varlıklarındaki değişimler sonucu firmaların aktif varlıklarının değeri yükselebilmektedir. Aktif varlıklarının değeri yükselen firmalara bankalar fazla kredi vermektedir.

Borç alan firmaların bilanço değeri, dış finansman primi ve aldığı kredi koşullarından etkilenmektedir. Bu nedenle firmaların bilanço değerindeki dalgalanmalar yatırım kararını etkilemektedir (Bernanke ve Gertler1995:12).Türkiye’de tam anlamıyla bu kanalın etkin çalışmadığı yapılan çalışmalar sonucu ortaya atılmıştır.

### **Banka Kredileri Kanalı**

Banka kredileri üzerine yapılan ilk çalışmayı Yülek (1998) yapmıştır. Var modelini kullanarak etki-tepki fonksiyonları yardımıyla kredi kanalının kısmen işlerliliğini göstermiştir. Benzer sonuçlara Gündüz (2001) de ulaşmıştır. Kullandığı değişkenler faiz oranı ve reel döviz kurudur. Etki-tepki fonksiyonlarıyla varyans ayrıştırma modeline dayalı bir çalışma yapmıştır. Öztürkler (2002, Çermikli 2007) ise 1986-2001 dönemini kapsayan çalışmasında para politikası ile banka kredileri ve banka kredileri ile sanayi üretimi arasında ilişkiyi analiz ederek banka kredi kanalının fazla işlemediğini ortaya atmıştır.

Türkiye için yapılan literatür çalışmalarına bakıldığında kredi kanalının kısmen çalıştığı görülmektedir. 1990’lı yıllarda bütçe açıklarının kısa vadeli iç borçlarla finanse edilmesi reel faiz oranlarını yükseltmiş, bankaların yatırımlar için fon sağlamak yerine devlet iç borçlanma senetlerine yöneltmesi finansal aracılık fonksiyonunu yetirememelerine neden olmuştur. 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında, bankacılık sektörünün yeniden yapılanma sürecine girmesinin de kredi kanalının etkin çalışmasını engellediği düşünülmektedir. Ayrıca firmalar arasındaki asimetrik enformasyonun varlığı banka kredi kanalının önemini azaltmıştır. Her ne kadar bankalar firmalar hakkında bilgi toplama konusunda uzmanlaşmış olsalar dahi tam anlamıyla asimetrik enformasyondan doğan ters seçimi (adverseselection) ve ahlaki tehlikeyi (moral hazard) ortadan kaldıramamaktadırlar.



#### 4.SONUÇ

Faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalı tek bir finansal varlığa odaklanmıştır. Fakat finansal sistemin gelişmiş ve derin olması sonucu ülkelerde parasal aktarım mekanizmaları çeşitlenmekte ve önemi artmaktadır. Böylelikle para politikasının reel ekonomiyi etkilemesi kolaylaşmakta ve paranın uzun dönem yanlı olduğu ispatlanma imkânı bulunmaktadır.

#### 5.KAYNAKÇA

Bernanke, S.B. ve M. Gertler “Inside The Black Box:TheCredit Channel of MonetaryPolicy Transmission” 1995, Erişim: [www.nber.org/papers/w5146](http://www.nber.org/papers/w5146) (08.09.2012)

Büyükakın, F., Cengiz, V. ve Türk, A. “Parasal Aktarım Mekanizması:Türkiye’de Döviz Kuru Kanalinin VAR Analizi” Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 24(1), 2009, pp:171-198.

Çiçek, M. “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 2005, pp:233: 82-105.

Erdoğan, S. ve Yıldırım, D. Ç. “Türkiye’de Döviz Kuru Kanalinin İşleyişi:VAR Modeli ile Bir Analiz” İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2008, pp:39: 95-108.

Farinha L. ve R.C. Marques, “The Bank Lending Channel of MonetaryPolicy: IdentificationandEstimation Using Portuguese Micro Bank Data”, European Central Bank WorkingPaper Series, No:102, 2001.

Gündüz L. “Turkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka KrediKanalı”, İMKB Dergisi, Cilt:5, Sayı:18.

Heuvel S. J. Van den “Does Bank CapitalMatterforMonetaryTransmission?” FRNBY EconomicPolicyReview, May 2002, pp:259-265.

Holtemoller, O. “Identifying a Credit Channel of Monetary Policy Transmission and Empirical Evidencefor Germany”, 2002 Erişim: <http://www.eea-esem.com/papers/eea-esem/esem2002/669/Crchger.pdf> (11.09.2012).

Karaca O. “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?” Tartışma Metni 2005/14 Erişim: <http://www.tek.org.tr> (11.09.2012).

Kasapoğlu Ö. Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2007.



Kuttner K. N. ve P. C. Mosser “The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions”, FRNBY Economic Policy Review, May 2002, pp:15-26.

Loayza N. ve K. Schmidt-Hebbel “ Monetary Policy Functions And Transmission Mechanisms: An Overview” Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, in: Norman Loayza & Klaus Schmidt-Hebbel & Norman Loayza (Series Editor) & Klaus Schmidt-Hebbel (Series (ed.)), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, edition 1, volume 4, chapter 1, 2002, pp:1-020 Central Bank of Chile.

Mishkin F.S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 3rd Edition, Harper Collins, 1992.

Neumann, M. J. M. “A Conference Panel Discussion: What Do We Know about How Monetary Policy Affects The Economy?”, Review of Federal Reserve Bank of Saint Louis, May/Jun 95, Vol.77, Issue.3, 1995, pp.138-143.

Nualtaranee, J. “Transmission Mechanism of Monetary Policy” , 2001, Erişim: <http://wb-cu.car.chula.ac.th/papers/transmission.htm> (10.09.2009).

Örnek, İ. “Türkiye’de Parasal aktarım Mekanizmalarının İşleyişi”, Maliye Dergisi, Sayı:156, Ocak-Haziran 2009, pp:104-125.

Öztürkler H. “The Monetary Transmission Mechanisms: The Empirical Application To The Turkish Economy”, Doktora Tezi, Faculty of the College of Arts and Sciences of the American University, Washington, 2002.

Öztürkler H. ve A. H. Çermikli “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri” Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar, 2007, Cilt:44, Sayı:514, pp:57-68.

SELLON, Gordon H.; (2002), “The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, First Quarter, ss. 5- 35.

Taylor J. B. “The Monetary Transmission Mechanism and the Evaluation of Monetary Policy Rules,” in Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel (Eds.), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, Santiago, Chile, Central Bank of Chile, 2002, pp 21-46.

Yülek, A.M. “Financial Liberalization and The Real Economy: The Turkish Experience”, Capital Market Board of Turkey, Publication No:110, 1998.