T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN KREDİ AKTARIM MEKANİZMASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

MELTEM DUĞRU

1188206251

DANIŞMAN

DOÇ. DR. ENVER ERDİNÇ DİNÇSOY

EDİRNE 2023

Tezin Adı: Bankacılık Sektörünün Kredi Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneği

Hazırlayan: Meltem DUĞRU

ÖZET

Uygulanan para politikaları sonucunda etkilenen makro ekonomik göstergelerin büyümeye olumlu ya da olumsuz etkileri olmaktadır. Gerçekleşen bu zincirleme durum ise teorik açıdan parasal aktarım mekanizmaları yardımıyla ifade bulmaktadır. Bu nedenle ülkelerin ekonomilerinin yönetimi için almış oldukları kararların toplam sonucu nasıl etkilediği önemlidir. Alınan kararlar geleceği şekillendireceğinden bu mekanizmaların en etkili biçimde nasıl işlediğinin bilinmesi gerekmektedir.

Parasal aktarım mekanizmaları geçmişten bugüne kadar geçen süreç içerisinde araştırma konusu olma özelliğini korumaktadır. Türkiye için de banka kredi kanalının tarihsel açıdan incelenmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Yapılan çalışma ile Türkiye ekonomisinde 2006 yılı birinci çeyrek ve 2021 yılı ikinci çeyrek dönemleri arasında banka kredi kanalının işlerliği araştırılmıştır. Çeyreklik veriler baz alınarak VAR (Vektör Otoregresif Model) modeli kapsamında detaylı ekonometrik analizler yapılmıştır. Banka kredi kanalının etkinliğini ve nedenlerini geniş kapsamlı bir şekilde yorumlayabilmek için Model-I ve Model-II olmak üzere iki model oluşturulmuştur. Model-I'de kredi, para arzı ve büyüme arasındaki ilişkinin tespit edilerek banka kredi kanalının işlerliği ortaya konulmaya çalışılmıştır. Model-II'de ise kredileri tetikleyen faktörün belirlenmesi için enflasyonla olan ilişkisi test edilmiştir. Analiz sonuçlarından elde edilen bulgular Türkiye'de banka kredi kanalının ters yönde çalıştığını ortaya koymuştur. Krediyi tetikleyen faktörün ise enflasyon değil büyüme olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Parasal Aktarım Mekanizması, Banka Kredi Kanalı, Enflasyon, VAR Modeli.

Thesis Name: Credit Transfer Mechanism of the Banking Sector: The Case of Türkiye

Prepared by: Meltem DUĞRU

ABSTRACT

Macroeconomic indicators, which are affected by the monetary policies implemented, have positive or negative effects on growth. This chained situation is theoretically expressed with the help of monetary transmission mechanisms. For this reason, it is important how the decisions taken by the countries for the management of their economies affect the overall result. Since the decisions taken will shape the future, it is necessary to know how these mechanisms work most effectively.

Monetary transmission mechanisms continue to be the subject of research in the process from past to present. It is thought that it is important for Türkiye to examine the bank credit channel from a historical perspective. With this study, the functionality of the bank credit channel in the economy of Türkiye between the first quarter of 2006 and the second quarter of 2021 was investigated. Detailed econometric analyzes were made within the scope of the VAR (Vector Autoregressive Model) model based on quarterly data. Two models, Model-I and Model-II, were created in order to interpret the effectiveness and reasons of the bank credit channel in a comprehensive way. In Model-I, the relationship between credit, money supply and growth has been determined and the functionality of the bank credit channel has been tried to be revealed. In Model-II, the relationship with inflation was tested to determine the factor that triggered loans. Findings from the results of the analysis revealed that the bank credit channel in Türkiye works in the opposite direction. It has been determined that the factor triggering credit is growth, not inflation.

Key Words: Monetary Policy, Monetary Transmission Mechanism Channels, Bank Credit Channel, Inflation,VAR Model.

ÖN SÖZ

Bu çalışmada, parasal aktarım mekanizmalarının para politikası uygulamalarını Türkiye özelinde nasıl etkilediği ortaya konulmaya çalışılmıştır. Türkiye'de gerçekleşen parasal değişimlerin ekonomik büyüme üzerinde yarattığı etkinin hangi yönde, nasıl ve ne kadar olduğu hakkında tespitlerde bulunularak önerilerde bulunulmuştur.

Doktora sürecim boyunca olumlu ve yönlendirici tavırlarıyla desteğini her zaman yanımda hissettiğim danışman Hocam Doç. Dr. Enver Erdinç DİNÇSOY'a teşekkürlerimi bir borç bilirim. Ayrıca bu çalışmanın planlanmasında ve oluşturulmasında birikimleri ile ışık tutarak yol gösteren Sayın Hocam Prof. Dr. İsmail Sadi UZUNOĞLU'na, tecrübelerini ve desteğini esirgemeyen değerli Hocam Prof. Dr. İsmail Orçun GÜNDÜZ'e, akademik yaşamımda fikirleri ve tecrübeleri ile yanımda olan tüm çalışma arkadaşlarıma da teşekkürlerimi sunarım.
Bu süreçte hep yanımda olan sevgili eşim Erhan DUĞRU'ya ve beni sabırla bekleyerek çoğu zaman motivasyon kaynağım olan biricik kızım Sahra DUĞRU'ya çok teşekkür ederim. Hayatımın her anında en büyük destekçilerim olan ve sevgilerini her daim hissettiğim canım annem Remziye VAİZ'e ve canım babam Fahrettin VAİZ'e de teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca beni en derinden hisseden ve ilgisini hiçbir zaman esirgemeyen kardeşim Mehtap VAİZ KÜTÜK'e en içten teşekkürlerimi sunarım. Son olarak, beni hiç yalnız bırakmayan arkadaşlarım Seda BAHÇELERDE'ye, Meltem KURALAY GÜNDÜZLER'e ve Ayşenur AYDIN'a, özellikle dostluklarından çok şey öğrendiğim Senil KETENCİLER'e ve Dr. Havva KOÇ'a da teşekkür ederim.

Hedef koymayı bir hayat felsefesi haline getirmenin bana çok şey kattığı yaşamımda, ulaşmayı hedeflediğim bir şeyi daha başarmanın mutluluğu ile bu çalışmayı asla vazgeçmeyen kadınlara ithaf ediyorum.

Temmuz 2023

Meltem DUĞRU

İÇİNDEKİLER

Sayfa:

ÖZET……..……i
ABSTRACT……..…..ii
ÖN SÖZ……...……...…iii
İÇİNDEKİLER……..iv
TABLO LİSTESİ……..……...….vii
ŞEKİL LİSTESİ……..…..……..x
GRAFİK LİSTESİ…….....…....xi
KISALTMALAR LİSTESİ……..…...xii
GİRİŞ……...……1

I. BÖLÜM 4
1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI ÜZERİNE GÖRÜŞLER 4
1.1. Klasik Okul 4
1.2. Keynesyen Görüş 9
1.3. Monetarist Görüş 15
1.4. Post Keynesyenler 19
1.4.1. Paranın İçsel ve Dışsal Olması Tartışması 21
1.4.2. Kredi Yaratma Mekanizmasının Sistemsel İşleyişi 26
1.4.2.1. Nakit ile Kaydi Para Yaratma 27
1.4.2.2. Reeskont Kredileri ile Kaydi Para Yaratma 29
1.4.2.3. Açık Piyasa İşlemleri ile Kaydi Para Yaratma 30

II. BÖLÜM 40
2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI 40
2.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı 41
2.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı 47
2.2.1. Döviz Kuru Kanalı 48

2.2.2. Hisse Senedi Kanalı 56
2.2.2.1. Tobin'in q Teorisi 56
2.2.2.2. Servet Etkisi Kanalı 59
2.2.2.3. Konut ve Arsa Fiyatları Kanalı 60
2.3. Kredi Kanalı 62
2.3.1. Kredi Kanalı Asimetrik Enformasyon 62
2.3.2. Banka Kredi Kanalı 64
2.3.3. Bilanço Kanalı 70
2.4. Beklentiler Kanalı 75

III. BÖLÜM 79

3. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI, KREDİ VE DÖVİZ GELİŞMELERİ 79

3.1. Türkiye'de 1980'li Yıllar Sonrası Uygulanan Para Politikaları 79
3.2. Türkiye'de Para Politikasının Tarihçesi 82
3.2.1. Merkez Bankası ve Para Politikası Uygulamaları 82
3.2.2. Uygulanan Politikalar Çerçevesinde Kredi ve Enflasyon İlişkisi 85
3.2.3. Uygulanan Politikalar Çerçevesinde Kredi ve Büyüme İlişkisi 88
3.3. Türkiye'nin Yaşadığı Kredi Şokları ve Konjonktür Dönemleri 99
3.3.1. 2010 Öncesi Dönem 99
3.3.2. 2010-2016 Yılları Arası Dönem 106
3.3.3. 2016-2021 Yılları Arası Dönem 109
3.4. Dövizdeki ve Kur Rejimlerindeki Değişimlerin Tarihsel Açıdan Değerlendirilmesi 112
3.4.1. Finansal Serbestleşme Yılları ve 1994 Krizi 112
3.4.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi 115
3.4.3. Rusya ile Yaşanan Uçak Krizi ve Dış Ticarete Yansımaları 119
3.4.4. Ağustos 2018 Krizi (Rahip Brunson Olayı) 123
3.4.5. Covid-19 Krizi ve Yeni Dünya Düzeni Tartışmaları 126

IV. BÖLÜM 143

4. BANKA KREDİ KANALININ PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINA ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ 143

4.1. Uygulamanın Amacı ve Önemi 144
4.2. Birim Kök Testleri 144
4.2.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi (Augmented Dickey-Fuller-ADF) 145
4.2.2. Philips Perron (PP) Birim Kök Testi 147
4.3. Vektör Otoregresif Modeller (VAR) 148
4.4. Etki-Tepki Analizi 149
4.5. Varyans Ayrıştırması Analizi 150
4.6. Granger Nedensellik Analizi 152
4.7. Banka Kredi Kanalı Uygulama Sonuçları-Model I 154
4.7.1. Banka Kredi Kanalına İlişkin Yabancı ve Yerli Literatür 154
4.7.2. Banka Kredi Kanalının İşleyişine İlişkin Ekonometrik Analiz 167
4.7.2.1. Analizin Metodolojisi 168
4.7.2.2. Veri Seti 168
4.7.2.3. Hipotezler 171
4.7.2.4. Analiz 173
4.8. Kredi ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Uygulama Sonuçları – Model II 183
4.8.2.1. Analizin Metodolojisi 184
4.8.2.2. Veri Seti 184
4.8.2.3. Hipotezler 185
4.8.2.4. Analiz 186

SONUÇ……193
KAYNAKÇA/BİBLİYOGRAFİ……..….199

Tablo Listesi

Sayfa:

Tablo 1: Paranın İçselliği/Dışsallığı Yaklaşımları ……22
Tablo 2: Orijinal Banka İlk Pozisyonu ……27
Tablo 3: Orijinal Banka Sonuç Tablosu ……...27
Tablo 4: İkinci Nesil Banka İlk Pozisyonu ……27
Tablo 5: İkinci Nesil Banka Sonuç Tablosu ……...28
Tablo 6: Bankacılık Sistemi Aracılığıyla Banka Mevduatlarının Çoklu Genişlemesi ……28
Tablo 7: Reeskont Kredileri Ticari Banka Kaydı ……..30
Tablo 8: Reeskont Kredileri Merkez Bankası Kaydı……30
Tablo 9: Açık Piyasa İşlemleri Ticari Banka Kaydı-1……30
Tablo 10: Açık Piyasa İşlemleri Ticari Banka Kaydı-2 ……31
Tablo 11: Açık Piyasa İşlemleri Ticari Banka Kaydı-3 ……31
Tablo 12: Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri ……33
Tablo 13: Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi (Milyon USD) ……35
Tablo 14: TCMB Bilançosu – Aktif/Pasif……35
Tablo 15: Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi- Döviz Varlıklarından Önceden Belirlenmiş Kısa Dönem Net Çıkışlar (Nominal Değer) ……...36
Tablo 16: Kredi Türlerinin Dağılımı (%) ……39
Tablo 17: Faiz Kanalı……..42
Tablo 18: Beklenen Fiyat-Enflasyon Faiz Kanalı ……...44
Tablo 19: Döviz Kuru Kanalı……50
Tablo 20: Döviz Kuru İşletme Net Değer ve Servet Düzey Etkisi Kanalı ……52
Tablo 21: Döviz Kuru-Banka Bilançosu Kanalı ……53
Tablo 22: Hisse Senedi Kanalı……...57
Tablo 23: Sermaye Maliyeti Kanalı ……..59
Tablo 24: Servet Etkisi Kanalı……...59
Tablo 25: Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı……...60
Tablo 26: Banka Kredi Kanalı ……...65
Tablo 27: Bilanço Kanalı……71
Tablo 28: Nakit Akışı Kanalı ……72

Tablo 29: Likidite Kanalı……74
Tablo 30: Beklenmeyen Fiyat Kanalı ……...74
Tablo 31: Beklenti Kanalı……...76
Tablo 32: Parasal Aktarım Mekanizmaları ……..78
Tablo 33: Para Politikası Yeni Uygulama……80
Tablo 34: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ve Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) Değişim Oranı (%), (1994-2021) ……..85
Tablo 35: Dünya, OECD Üyeleri, Euro Bölgesi, Çin, Almanya, ABD ve Türkiye Büyüme Rakamları (%) ……...92
Tablo 36: Seçilmiş Göstergeler (Kredi Faiz Gelirleri/Takipteki Kredi Tutarı/Sermaye Yeterlilik Oranı)……..102
Tablo 37: 2000-2010 Yılları Arası Toplam Kredi Hacmi (Bin TL)……...105
Tablo 38: Kredi Türü ve Kredi/Takipteki Kredi Hacmi (Milyar TL) ……107
Tablo 39: 2010-2021 Yılları Arası Toplam Kredi Hacmi (Bin TL)……...108
Tablo 40: 2015-2018 Yılları Arası Doğalgaz İthalat Miktarları (Milyon Sm3) …...122
Tablo 41: 2016-2018 Yılları Arasında Türkiye'nin İhracat ve İthalat Rakamları (Milyar dolar) ……..124
Tablo 42: 2020 Yılında Uygulanan Para ve Kur Politikaları ……..128
Tablo 43: 2021 Yılında Uygulanan Para ve Kur Politikaları ……..136
Tablo 44: Yabancı Literatür-Kredi Kanalı ……154
Tablo 45: Yerli Literatür-Kredi Kanalı……...160
Tablo 46: Model-I Veri Seti……169
Tablo 47: Model-I Durağanlık Test Sonuçları (PP ve ADF) ……..174
Tablo 48: Model-I AR Roots Değerleri……..176
Tablo 49: Model-I Otokorelasyon (Lagrange Çarpanları-LM) ve Değişen Varyans (White) Test Sonuçları……...176
Tablo 50: Model-I VAR-Granger Nedensellik Analizi Sonuçları (VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests)……..……...177
Tablo 51: Model-I VAR Modeli Varyans Ayrıştırması Sonuçları ……179
Tablo 52: Model-II Veri Seti……184

Tablo 53: Model-II Durağanlık Test Sonuçları (PP ve ADF) ……186

Tablo 54: Model-II AR Roots Değerleri ……188

Tablo 55: Model-II Otokorelasyon (Portmanteau) ve Değişen Varyans (White) Test Sonuçları ……..188

Tablo 56: Model-II VAR-Granger Nedensellik Analizi Sonuçları (VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests)……189

Tablo 57: Model-II VAR Modeli Varyans Ayrıştırması Sonuçları……190

Şekil Listesi

Şekil 1: IS-LM Modeli- Genişletici Para Politikası ……14
Şekil 2: Mundell-Fleming Modeli ……55
Şekil 3: Yoksullaştıran Büyüme……94
Şekil 4: Model-I AR Polinomlarının Ters Kökleri……175
Şekil 5: Model-II AR Polinomlarının Ters Kökleri.....188

Grafik Listesi

Grafik 1: Faiz Kanalı ……..43
Grafik 2: Döviz Kuru Kanalı ……50
Grafik 3: Kamu-Özel Bankaların İç Borçlanma Oranı (Milyon TL) ……...54
Grafik 4: Hisse Senedi Kanalı ……...58
Grafik 5: İnşaat Maliyetleri……61
Grafik 6: Banka Kredi Kanalı……66
Grafik 7: Kişi Başına Milli Gelir (Bin dolar) ……96
Grafik 8: Türk Parası ve Yabancı Para Krediler Değişim Oranı (%) ……...97
Grafik 9: Özel Sektörün Toplam Kredi Kullanımı/GSYİH (Yıllık %)……..100
Grafik 10: Bankalara Göre Kredi Hacmi (Milyon TL) ……...110
Grafik 11: Türkiye'nin 1998-2021 Yılları Arası Döviz Kuru Değişimleri (Dolar/TL)…….118
Grafik 12: Model-I Etki-Tepki Analiz Sonuçları……..182
Grafik 13: Model-II Etki-Tepki Analiz Sonuçları ……191

KISALTMALAR LİSTESİ

AB : Avrupa Birliği (European Union)

ABD : Amerika Birleşik Devletleri (USA)

ADF : Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller)

AIC : Akaike Bilgi Kriteri

APİ : Açık Piyasa İşlemleri

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BIS : Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)

BİST : Borsa İstanbul

Bkz. : Bakınız

BPP : Bankalararası Para Piyasası

CNY : Çin Yuanı

DİBS : Devlet İç Borçlanma Senedi

ECB : Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)

ERM : Avrupa Para Krizi (European Currency Crisis)

EVDS : TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

FED : Federal Rezerv Bankası (Federal Reserve Bank)

FMP : Federal Rezerv-MIT-Penn Modeli

FPE : Son Tahmin Hatası (Final Prediction Error)

GLP : Geç Likidite Penceresi

GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

HMVKŞ : T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi

IMF : Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

IS : Mal Piyasası

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KGF : Kredi Garanti Fonu

KOBİ **:** Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

KOSGEB **:** Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı

LM **:** Para Piyasası

MS **:** Markov Switching

NİV **:** Net İç Varlık

OECD **:** Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)

OPEC **:** Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries)

ROK **:** Rezerv Opsiyonu Katsayısı

ROM **:** Rezerv Opsiyonu Mekanizması

SDR **:** Özel Çekme Hakkı

SBC **:** Schwartz Bayesian Bilgi Kriteri

TBB **:** Türkiye Bankalar Birliği

TCMB **:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL **:** Türk Lirası

TÜİK **:** Türkiye İstatistik Kurumu

TÜFE **:** Tüketici Fiyat Endeksi

USD **:** Amerikan Doları

ÜFE **:** Üretici Fiyat Endeksi

VAR **:** Vektör Otoregresif (Vector Autoregressive)

vd. **:** ve diğerleri

VECM **:** Vektör Hata Düzeltme Modeli

VIX **:** Volatilite Endeksi (Volatility Index)

yy. **:** Yüzyıl

YP **:** Yabancı Para

GİRİŞ

Ülkeler, uyguladıkları para politikaları ile büyüme, istihdam ve fiyat istikrarı gibi konularda geleceğe dönük hedefler belirlemektedir. Bu hedeflere ulaşabilmek için ise birden fazla araç kullanmakta ve zaman zaman yöntem değişikliğine gidebilmektedir. Yapılan değişikliklerin aktarım mekanizmaları yoluyla GSYİH'yi etkilemesi nedeniyle ekonomi yönetimleri tarafından iyi anlaşılması önem taşımaktadır. Özellikle tasarruf ve yatırımların en etkin biçimde yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde alınan kararlar ve gerçekleştirilen para politikası uygulamalarının tarihi perspektifte ele alınmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

1980'li yıllar itibariyle değişen fikirler ve oluşan dünya düzeni ile sonraki yirmi yılda dışa açılma politikalarının ve piyasa ekonomilerinin ön planda olduğu bir döneme adım atılmıştır. Türkiye'de 24 Ocak 1980 Kararları alınarak uzun vadeli yapısal değişim ve dönüşümler hedeflenmiştir. Bu değişim ve dönüşümlerden bir tanesi 1980'li yıllara kadar uygulanan müdahaleci ve ithal ikameci politikaların terk edilerek piyasa ekonomisine ve ihracata dayalı sanayileşme modelinin tercih edilmesidir. Bu uygulamanın hayata geçirilmesi ile dış ticaret dengesinde oluşan baskının bertaraf edilebileceği ve cari dengenin sağlanmasına olumlu katkı sağlayacağı savunulmuştur. Diğer taraftan dünyadaki serbestleşme eğilimlerine paralel olarak finansal sistemin serbestleşmesine yönelik birtakım düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemeler ile bankaların yabancı para ile işlem yapabilmesi, sektöre hem yerli hem de yabancı bankaların önceki döneme kıyasla daha kolay bir şekilde girebilmesi ve bankaların yurt dışı piyasalarda fon bulabilmesi gibi bazı uygulamaların önü açılmıştır (TCMB, 2014a: 3-4). Anlaşılacağı üzere 1980'li yıllarda başlayan değişim özellikle finansal açıdan bir dönüşümü de beraberinde getirmiştir. Ekonomi yönetimlerinin izlediği para politikalarının önemi gittikçe artmış ve günümüzde de üzerinde araştırmaların devam ettiği parasal aktarım mekanizmaları merak konusu olmuştur. Bu nedenlerle Bernanke ve Blinder, Suzuki, Sims, Taylor, Mishkin gibi araştırmacıların parasal aktarım mekanizmaları üzerine yaptığı çalışmalar günümüzde de çalışmalara ışık tutmaya devam etmektedir.

Parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili geçmişte yapılan çalışmalar dönemin gerekleri itibariyle yaygın olarak faiz kanalı üzerinden gerçekleştirilmiştir. Ancak zamanla değişen şartlar sonucunda yalnızca faiz kanalına ait bir aktarım mekanizmasının incelenmesinden ziyade birçok kanalın varlığı da fark edilmiştir. Böylece ekonomiye etki eden döviz kuru kanalı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı, beklentiler kanalı, hisse senedi kanalı, likidite kanalı… gibi aktarım mekanizmaları da inceleme konusu olmuştur. Yapılan çalışmalar ile ülkelerin geçmişten bugüne kadar oluşan ekonomik yapıları hakkında bilgiler edinilmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgular ise geleceğin şekillendirilebilmesi için fayda yaratmıştır. Özellikle merkez bankalarının ve hükümetlerin para ve maliye politikaları uygulamaları için karar alma süreçlerinde hedeflerini belirleyebilmeleri açısından parasal aktarım mekanizmaları yönlendirici olmuştur. Bu çalışmada da Türkiye'de uygulanan para politikaları çerçevesinde krediler aracılığıyla (kredi kanalı) büyümenin gerçekleşip gerçekleşmediği araştırılmıştır.

Dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde parasal aktarım mekanizmaları üzerinde görüşlere değinilmiştir. Bu görüşler Klasikler, Keynesyenler, Monetaristler ve Post Keynesyenler olarak ele alınmıştır. Okulların düşünce ve bulgularına yer verildikten sonra çalışmanın ana konusunu oluşturan banka kredi kanalının yorumlanabilmesi amacıyla Post Keynesyenlerin paranın içsel ve dışsal olmasına dair tartışmaları incelenmiştir. Buna ek olarak kredi yaratma mekanizmasının sistemsel işleyişi detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

İkinci bölümde ise parasal aktarım mekanizmaları tek tek incelenmiş ve tablolar halinde ifade edilmiştir. Her aktarım mekanizması detaylı bir şekilde incelenerek tarihsel akış içerisinde yorumlanmıştır.

Üçüncü bölümde Türkiye'de uygulanan para politikaları, kredi ve döviz gelişmeleri ele alınmıştır. 1980 sonrası uygulanan para politikaları ile başlayan süreç Covid-19 salgını ile son bulmuştur. Bunlara ek olarak Merkez Bankası'nın para politikası uygulamaları çerçevesinde kredi ile enflasyon ve kredi ile büyüme arasındaki ilişkiye değinilmiştir. Ayrıca Türkiye'de yaşanan kredi şokları ve

konjonktür dönemleri yıl bazlı olarak değerlendirilmiştir. Aynı şekilde dövizde ve kur rejimlerindeki değişiklikler yine tarihsel sıralamaya uygun bir şekilde açıklanarak bölüm sonlandırılmıştır.

Dördüncü bölümde banka kredi kanalının ampirik analizi ele alınmıştır. Öncelikle birim kök testlerinin, Vektör Otoregresif (VAR) modellerin, varyans ayrıştırmasının ve etki-tepki analizinin teorik kısmına değinilmiştir. Ardından banka kredi kanalının literatürüne yer verilmiş ve analize geçilmiştir. Yapılan analiz Model-I ve Model-II olarak iki kısım halinde derlenmiştir. Model-I'de BÜYÜME ORANI, M2 para arzı, FAİZ, KREDİ ve paranın dolaşım hızı (V2) değişkenleri ile banka kredi kanalının etkinliği araştırılmıştır. Model-II'de ise yalnızca KREDİ ve enflasyon (TÜFE) arasındaki nedensellik ilişkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Model-II ile Model-I'deki bulguların desteklenmesi ve bir bütün halinde yorumlanabilmesi amaçlanmıştır.

Sonuç ve öneriler kısmında ise yapılan ekonometrik analizin sonuçları detaylı bir şekilde değerlendirilmiştir. Banka kredi kanalının Türkiye'deki etkinliği ortaya konulmaya çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlar çerçevesinde politika önerilerine yer verilmiştir.

I. BÖLÜM

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI ÜZERİNE GÖRÜŞLER

Parasal aktarım mekanizması aracılığıyla ekonominin farklı kanallar yoluyla etkilenmesi meselesi birçok okul ve düşünür tarafından yorumlanmıştır. Bunlardan bazıları ürettikleri düşünceleri teoriye dönüştürerek açıklamaya çalışmış, bazıları ise var olan görüşleri genişletme veya geliştirme çabasına girişmiştir. Bu nedenle iktisat okullarının tarihsel süreç içerisinde literatüre nasıl ve ne derecede katkıda bulunduklarının önem arz ettiği düşünülmektedir.

1.1. Klasik Okul

Parasal olgular, eski çağlardan günümüze kadar olan süreç içerisinde düşünürler ve devletler tarafından araştırılarak bazı temellere oturtulmaya çalışılmıştır. Bu anlamda para ile ilgili olarak bilenen en eski kuramlardan biri 'Miktar Kuramı'dır. Miktar kuramını oluşturup teorinin temellerini atan 1473-1543 yılları arasında yaşamış, Polonya asıllı bir deha olan Nicolaus Copernicus'dur. Copernicus'un para konuları ile ilgilenmesinin sebebi, yaşadığı ülkenin yani Polonya'nın o dönemdeki hükümdarı I. Sigmund'un, ülkesinde dolaşımda bulunan üç para biriminin karışıklık yaratması nedeniyle Kopernikus'dan yardım istemesidir. Bu talep üzerine hazırlanan ve dört yıl sonra yayınlanan çalışmada yer alan öneriler her ne kadar kabul edilmese de Nicole Oresme tarafından ortaya atılan 'Gresham Yasası'nı desteklemiştir. Ayrıca fiyatların, toplumdaki para arzı ile aynı yönde değiştiğini anlatan miktar teorisini, yeni dünyada enflasyonist bir akış meydana gelmeden 30 yıl önce açıkça ortaya koyan ilk kişi olmasına da neden olmuştur (Rothbard, 2010).

Nicolaus Copernicus'un içinde bulunduğu dönem ve şartlar neticesinde iktisat literatürü için önemli bir teoriyi ortaya koyması, Bodin'in ilgisini çekmiş ve bu teoriyi kendi tarzı ile ifade etmesi sonucunu doğurmuştur. Ona göre fiyatlar genel seviyesindeki artış, para stoku ile birlikte yani parasal amaçlar için kullanılan külçe miktarı ile birlikte gerçekleşmekteydi. 15. ve 16. yüzyılda Amerika'dan Avrupa'ya

doğru yapılan külçe sevkiyatının sonucunda ortaya çıkan 'Fiyat Devrimi'ne tanık olması, Bodin'in böyle bir sonuca varmasının en büyük nedeni olmuştur (Graff, 2008: 12). Ardından Klasik öncesi iktisatçıların da dahil olduğu bazı teorisyenler için bu kuram bir inceleme alanı haline gelmiştir. John Locke 'Faiz Oranlarını Düşürmenin ve Paranın Değerini Arttırmanın Sonuçları (1691)' ve 'Paranın Değerinin Arttırılmasına Dair Yeniden İncelemeler (1696)' adlı eserlerinde[1] faiz oranı, para arzı, ticari faaliyet hacmi ve paranın piyasa değerinin ne olduğu konularında incelemeler yapmıştır (Çiçek, 2011: 93). David Hume ise yayınladığı 'Siyasal Söylevler (1752)' eserinde[2] miktar teorisine temel oluşturacak bazı tespitlerde bulunmuştur.

Hume'a göre para, tam anlamıyla ticaretin konularından biri değil, yalnızca mal değişimlerine konu edilen bir araç niteliğindedir. Tek başına bir krallık ele alındığında, para miktarının az ya da çok olması önemli değildir. Çünkü mal fiyatları her zaman bol miktarda para ile orantılıdır (Hume, 1752: 41). David Hume'un öne sürdüğü düşünceye göre parasal bir değişimin yaratacağı etkinin, ekonominin bir sektöründen diğerine nasıl yayıldığı önemlidir. Aynı zamanda yayılma sürecinde oluşan göreli fiyat ve miktarların nasıl değiştiğine dair ilk dinamik sürecin analizinin sağlanması da oldukça önem taşımaktadır. Hume'un üzerinde durduğu bu durumun paranın miktar teorisine önemli ölçüde iyileştirme, detaylandırma ve genişletme sağladığı söylenebilmektedir (Totonchi, 2011: 459-462).

Para teorisinin çerçevesinin belirlenebilmesi ve yorumlama alanının genişletilmesi Fisher'in bu teoriyi bir mübadele denklemine dönüştürmesi ile devam etmiştir. Fisher ilk mübadele denklemini 1897 yılında ortaya koymuş, 1911 yılında yayınladığı eseri[3] 'Paranın Satın Alma Gücü' ile para arzı ve fiyatlar genel seviyesi

---

[1]Locke, J. (1696). Further Considerations Concerning Raising the Value of Money, The Second Edition, London,1-112. https://books.google.com.tr/books?id=CIdmAAAAcAAJ&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false; Locke J. (1691), Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interests and Raising the Value of Money, https://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368LockeSomeConsiderationsAlltable.pdf.

[2] Hume, D. (1752). *Political Discourses,* Second Edition, Printed by R. Fleming, For A. Kincaid and A. Donaldson, Edinburgh, Political Discourses - David Hume - Google Kitaplar.

[3] Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money, Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. The Macmillan Company, New York, 1-491.

arasındaki doğru yönlü ilişkiyi gösteren denklemi oluşturmuştur. Mübadele denklemi olarak anılan ve modern biçimi ile sunulan eşitlik (1.1) no'lu denklemde ifade edildiği şekilde gösterilmektedir.

$$M.V + M'.V' = P.T \quad (1.1)$$

Bu denklemde M, para arzını; V, paranın dolaşım hızını ifade ederken; M', çekle transfer edilebilecek toplam depozitoları; V' ise ortalama dolaşım hızını temsil etmektedir. Denklemin sağında yer alan P, fiyatlar genel seviyesini ve T reel işlem hacmini göstermektedir. Ve bu denkleme göre para arzı ile paranın dolaşım hızının çarpımı, fiyatlar genel seviyesi ile reel işlem hacminin çarpımına eşittir (Fisher, 1911: 27).

Fisher'e göre faiz oranları ve harcamalar, para arzında değişmeye neden olmaktadır. Piyasaya sürülen yani dolaşımda olan kâğıt ve madeni paralar ile bankalardaki vadeli mevduatlar sonucunda oluşan kaydi para, para miktarını oluşturmaktadır. Artan reel para talebi, tam istihdam seviyesinde olan bir ekonomik yapıda, harcama kanalı ile fiyatlar genel seviyesi üzerinde bir baskıya neden olarak enflasyonu doğuracaktır. Diğer yandan para arzındaki artışa paralel olarak düşen faizler yatırımlarda bir artışa neden olurken, tasarrufları azaltacaktır. Bunun sonucunda yaşanan talep artışı yine fiyatlar genel seviyesini yukarı yönde baskılayacaktır. Bu bağlamda enflasyon, para arzında meydana gelen artışın faiz oranlarını düşürmesi sonucunda bankalardaki vadeli mevduatın çekilip harcanması şeklinde de ortaya çıkabilmektedir (Yenisu, 2019: 45).

Fisher'in mübadele denkleminin gelir tipi olarak ifadesi ise (1.2) no'lu denklemde yer aldığı gibidir:

$$M.V = P.Q + P'.Q' + P''.Q'' + P'''.Q''' \quad (1.2)$$

Yukarıda yer alan denklemde M, para arzını; V, paranın dolaşım hızını göstermektedir. Denklemin sağ tarafına dönüldüğünde ise, takas edilen malların fiyatları ve takas edilen malların miktarları görülmektedir. İlgili yıl için belirli bir toplulukta satın alınan ekmek gibi belirli bir malın ortalama satış fiyatı P (fiyatlar genel seviyesi) ile temsil edilirken satın alınan toplam miktar, Q (miktar) ile

gösterilmiştir. Benzer şekilde, başka bir malın (mesela kömür) ortalama fiyatı P' ve onun takas edilen toplam miktarı Q' ile temsil edilmiştir. Üçüncü olarak bir malın (örneğin kumaş) ortalama fiyatının ve toplam miktarının sırasıyla P" ve Q" ile temsil edildiği formül bu şekilde uzayıp gitmektedir (Fisher, 1911: 25). Her iki denklem de göz önünde bulundurulduğunda alışların ve satışların daima birbirine eşit olduğu sonucuna erişilebilmektedir (Ertop, 2006: 40-45).

Aynı zamanda denklemin sağ tarafı nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)'yı göstermekte ve kısa vadede sabit kabul edilmektedir. Kısa vadede tam istihdam dengesinin bozulmadığı varsayıldığından para arzındaki değişim üretimde ve çıktıda ani değişiklikler yaratmamaktadır. Bu nedenle para arzında meydana gelen oynaklık yalnızca fiyatlar genel düzeyini doğrudan etkilemekte, paranın dolaşım hızı ve işlem hacmi sabit kalmaktadır. İlgili denklem (1.3)'de gösterildiği şekilde düzenlenmiştir:

$$M.\bar{V} = P.\bar{T} \tag{1.3}$$

Bu denkleme göre V ve T sabit oldukları için para arzında meydana gelen artışlar, fiyatlar genel seviyesini de arttırmaktadır. Genel kanı olarak para miktarında yaşanan kalıcı bir artış, fiyatlar genel düzeyinde de kalıcı bir artışa neden olmaktadır. Diğer bir deyişle, sabit bir parasal büyüme oranı, sabit bir enflasyon meydana getirmektedir. Bu görüş, paranın uzun dönem nötr yani yansız olması şeklinde ifade bulmaktadır (Bullard, 1994: 19). Böylece para miktarında meydana gelen değişimlerin reel kesimi değil de yalnızca fiyatlar genel seviyesini etkilemesi nedeniyle paranın yansızlığını ifade eden ve reel piyasalar ile para piyasalarının birbirinden bağımsız olduğunu açıklayan 'Klasik Dikotomi' görüşü ortaya konulmuştur.

Fisher'in miktar kuramına dair yaptığı çalışmalar Klasik ve Neo-klasik yaklaşımı savunan teorisyenlerin, enflasyonu açıklamak için aradıkları temeli oluşturmuştur. Oluşturulan denklem yardımıyla paranın arz miktarındaki artışların fiyatlar genel düzeyini arttıracağı ve dolayısıyla ekonomide enflasyon olgusunun ortaya çıkacağı belirtilmiştir. Bu görüş ile birlikte hem Klasikler hem de Klasik

öğretinin temellerine sadık kalmış ve Keynes'in makro politikalarına kulak vermiş olan Neo-klasikler enflasyonu parasal bir olgu olarak değerlendirmişlerdir.

Fisher ve Cambridge Okulu iktisatçılarından Arthur Cecil Pigou gibi aynı fikirde olan diğer Neo-klasik iktisatçılar parasal kontrolün, ancak rezerv bankacılığı rejiminde, dışsal olarak belirlenmiş güçlü bir para stoku yönetimi ile kısmi olarak sağlanabileceğini savunmuşlardır (Totonchi, 2011: 459-462). Pigou, Fisher ile kendisinin resmettikleri şeyin aynı olduğunu öne sürmüştür. Yani temelde aynı şeyi savunduklarını ancak her ikisinin de farklı planlama ile bunu gerçekleştirdiklerini ifade etmiştir (Pigou, 1917: 39). Bir diğer Cambridge iktisatçısı olan Marshall ise Pigou ile birlikte paranın, ekonomik nedenlerle elde tutulan para niteliğine büründürülmüş bir olgu olduğunu ileri sürerek değişim denklemini bir para talebi denklemi şeklinde türetmiştir. İlgili denklemde M olarak belirtilen para talebi M_d olarak yorumlanmış, (1.4) ve (1.5) no'lu denklemlerdeki modeller ile ifade edilmiştir (Snowdon ve Vane, 2017: 44-48).

$$M_s = M_d = k.P.Y \tag{1.4}$$

Pigou ve Marshall'a göre 'k', paranın dolaşım hızının tersine eşit olup 1/V ile ifade edilmektedir. Cambridge sabiti olarak da adlandırılan 'k', paranın elde tutulmak istenen miktarı olarak belirlenmiştir. Yani para talebi içerisinde, paranın elde tutulma oranını göstermektedir.

$$M_d = \bar{k}.P.\bar{Y} \tag{1.5}$$

(1.5) no'lu denklemde k ve Y sabit kabul edilmiş ancak bu kez fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen değişimlerin kişilerin elde tutmak istedikleri para miktarını etkilediği vurgulanmıştır.

Klasik okulun para ile ilgili görüşleri, Fisher'in kurduğu denklemde yer almaktadır. Bu görüşe göre para işlem amaçlı talep edilir ve takasa konu edilir. Aynı zamanda ekonomi her daim tam istihdamdadır. Bu durum ise, Say'ın 'Her arz kendi talebini yaratır.' görüşüyle açıklanmaktadır. Say Yasası, üretim artışı ile birlikte gerçekleşecek olan gelir artışının, talebi de arttıracağını savunmaktadır. Böylece yapılan üretim, talep ile karşılığını bulacaktır ve işsizlik sorunu olmayacaktır.

Klasik öğretinin temelini oluşturan görüşlere bakıldığında iki piyasanın birbirinden etkilenmemesi sonucunda parasal değişikliklerin reel sektöre aktarılması aşamasında bir kanalın varlığını ortaya koymadığı görülmektedir. Klasik dikotomi olarak adlandırılan bu olgu nedeniyle de herhangi bir aktarım mekanizmasından bahsedilememektedir.

1.2. Keynesyen Görüş

1929 yılında yaşanan ve etkileri tüm dünyada hissedilen Büyük Buhran sürecinde Keynes'in önerileri üzerine maliye politikalarının para politikalarına kıyasla daha etkin olduğu kabul görmüştür. 1970'li yıllara kadar başarılı bir şekilde sürdürülen bu süreç enflasyon ve işsizlik sorunlarını önleyebilmiştir (TCMB, 2013c: 2).

Keynesyen iktisatçıların (ilk Keynesyenler) para politikasının etkinsiz olmasına yönelik bazı sebepleri vardır. Bu sebepler şöyle sıralanmaktadır (Parasız, 2000: 484):

- Büyük Buhran döneminde Amerikan ekonomisinde bono faizlerinin çok düşük seviyelere indiği görülmüştür. Hazine'nin çıkarttığı üç ay vadeli bonoların faizlerinin yüzde 1 seviyelerine gelmesi Keynesgil iktisatçılar tarafından, genişletici para politikası izlendiği düşüncesi ile para arzının arttığı inancına neden olmuştur. Ancak kriz döneminde faizlerin düşüşü ile yatırımların artmaması hatta düşmesi yatırımların yalnızca faizden etkilenmediği sonucunu ortaya koymuştur. Buna ek olarak toplam hasılada meydana gelen düşüş ile artan işsizlik rakamları, para politikasının yaşanan ekonomik krizi açıklayamadığı görüşüne neden olmuştur. Yani yatırımlar beklentilerden etkilenirken kriz dönemlerinde para arzında meydana gelen değişimler çıktıda etki yaratmamaktadır ve para bu nedenlerle önemli değildir.

- Nominal faiz oranları ve yatırımlar arasında güçsüz bir bağ olması ya da bir bağ olmaması sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla para arzında meydana gelen değişmeler toplam üretimi etkilememektedir.

- Son olarak iş adamları arasında yapılan bir araştırmada, sabit sermaye yatırımları ile faiz oranları arasında bir ilişki bulunmadığı ve dolayısıyla paranın önemsiz olduğu vurgusu bir kez daha yapılmıştır.

Keynesyen teoride ekonomi iki sektörün bileşiminden oluşmaktadır. Bu sektörlerden biri, tasarruflar ile özel veya kamu harcamalarından oluşan yatırım ve tüketim harcamaları bileşimi olan reel sektördür. Diğeri ise finansal varlıklar ve akımlardan oluşan finans sektörüdür. Uygulanacak olan para politikaları reel sektöre dolaylı olarak etki etmekte ve finans sektörü reel sektörü domine etmektedir (Crotty, 1990: 525; Keynes, 1936: 141-142). Para politikası uygulamalarının bu etkileri yaratabilmek için elindeki en önemli araç faizdir. Faiz kanalı ile gerçekleşen aktarım mekanizması sonucunda toplam çıktı değişmektedir (TCMB, 2013c: 2).

Keynesyen iktisatçılar para politikası aktarım mekanizmasını, ekonomik birimlerin davranışları altında ekonominin işleyişini açıklayan yapısal bir model altında incelemişlerdir. Aşağıda yer alan (1.6) no'lu denklemde para arzında meydana gelen değişmelerin (M) faiz oranlarını (i) etkilediği ve faiz oranlarındaki değişimin yatırım harcamaları (I) yoluyla toplam çıktıyı (Y) etkilediği öne sürülmüştür (Mishkin, 2011: 584).

$$M \rightarrow i \rightarrow I \rightarrow Y \qquad (1.6)$$

Keynesyen teorinin temeli Klasik miktar teorisine yapılan eleştiri ve itirazlardır. Klasik teoride yer alan para talebinin işlem amacı ile yapılması ve faiz oranlarına duyarlı olmaması ile para arzı ve talebinin paranın satın alma gücü tarafından belirlenmesi konuları kabul edilmemiştir. Keynesyen teoride ise paranın bir aktif olarak kabul edilmesi ve fiyatının faiz oranı ile belirlenmesi Likidite Tercihi Teorisi'ni ortaya çıkarmıştır. Bu teoriye göre bireyler, birbirini tam olarak ikame eden para ya da tahvilden sadece birini tercih etmektedir. Bu tercihi yaparken faiz oranlarında meydana gelen değişiklikleri dikkate almaktadır. Bu nedenle ekonomik birimler işlem amaçlı, ihtiyat amaçlı ve spekülatif amaçlı olmak üzere üç amaç için ellerinde para tutarlar. Keynes'e göre reel olan para talebi 'L' ile gösterildiğinde

(1.7), (1.8) ve (1.9) no'lu denklemler elde edilmektedir (Keynes, 1936: 172, 173; Parasız, 2000: 385);

$$L_{işlem} = f(Y)^{(+)} \text{ işlem amaçlı para talebi} \quad (1.7)$$

$$L_{ihtiyat} = f(Y)^{(+)} \text{ ihtiyat amaçlı para talebi} \quad (1.8)$$

$$L_1 = f(Y)^{(+)} \quad (1.9)$$

Keynes, günlük işlemler için elde tutulan para ($L_{işl.}$) ile beklenmedik durumlar ($L_{iht.}$) için elde tutulan para talebinin toplamına 'Aktif Para Talebi' adını vermiştir. Bu iki durumun da kişinin geliri ile doğru bir orantı içerisinde olduğunu öne sürmüştür.

Gelir artışının ne kadarlık kısmının aktif para talebine gideceğinin ise 'k' ile ölçüleceği kabul edildiğinde, Y ile gösterilen milli gelir ile çarpımı aktif para talebini göstermekte ve (1.10) no'lu denklem yardımıyla sunulmaktadır.

$$L_1 = k.Y \quad (1.10)$$

Bu noktaya kadar biraz daha detaylı olarak incelenmiş olan para talebi konusu aslında miktar teorisi ile aynı formdadır. Ancak Keynes'in spekülasyon güdüsünü para talebi teorisine eklemesi literatüre yeni bir katkı sağlamıştır. Paranın talep edilmesinin bir diğer amacı olan spekülasyon güdüsü (1.11) ve (1.12) no'lu denklemler yardımıyla ifade edilmektedir;

$$L_{spekülasyon} = f(i)^{(-)} \text{ spekülasyon amaçlı para talebi} \quad (1.11)$$

$$L_2 = f(i)^{(-)} \quad (1.12)$$

Keynes, L_2'yi 'Atıl Ankes' olarak nitelendirmiş ve parayı finansal bir aktif haline dönüştürmüştür. Para dışındaki diğer finansal aktiflerin değerlerinde belirsizlik olması nedeniyle ekonomik birimlerin spekülatif amaçlı para talebinde bulunacaklarını öne sürmüştür (Keynes, 1936: 175-177). Bu belirsizliklerden kazanç sağlamak amacıyla spekülasyon güdüsünün devreye gireceği para talebinin faize duyarlılığı (1.13) no'lu denklem ile ifade edilmiştir.

$$L_2 = -h.i \tag{1.13}$$

Para talebinin faize duyarlılığı 'h' ile gösterilmiş ve nominal faiz oranı ile çarpımı sonucunda spekülasyon amaçlı para talebi elde edilmiştir. Çünkü bu amaçla elde tutulan para piyasa faizine bağımlı olarak hareket etmektedir. Böylece dolaşım hızı (V) ve elde tutulmak istenen paranın gelire oranı (k) ile parasal gelir arasında istikrarlı bir ilişki söz konusu olmayacaktır. Yani paranın dolaşım hızı Klasikler'de olduğu gibi sabit değildir (Ünsal, 2007: 488). Böylece Keynes'in para talebi fonksiyonu (1.14) no'lu denklemde olduğu şekliyle ifade edilmektedir:

$$\underset{+}{M} = f\left(\underset{+}{P}, \underset{+}{Y}, \underset{-}{i}\right) \tag{1.14}$$

Yukarıda yer alan denkleme göre P ve Y artıp, i azaldıkça para talebi artmaktadır.

$$\frac{M}{P} = f(Y, i) \tag{1.15}$$

(1.15) no'lu denklemden de anlaşılacağı üzere reel para talebi, reel gelirin ve faiz oranının bir fonksiyonu şeklinde ifade edilmektedir. Öyleyse para talebi denklemi (1.16)'da olduğu gibi düzenlenmektedir (Keynes, 1936: 175);

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(i) \tag{1.16}$$

M_1, işlem ve ihtiyat amaçlı para talebini ifade ederken, M_2 ise spekülasyon amaçlı para talebini göstermektedir. $L_1(Y)$ şeklinde tanımlanan likidite fonksiyonu gelire bağlı bir likiditeyi temsil ederken, $L_2(i)$ ise cari faiz oranı ile beklentiler arasındaki ilişkiye ait olan likiditeyi ifade etmektedir.

Keynes'e göre paranın tek ikamesi tahvildir. Yatırımcılar mevduat ve tahvil olmak üzere karşılarına çıkan iki seçeneğe karar verirken faiz oranlarına dair beklentileri önem taşımaktadır. Faizlerde düşüş meydana geldiğinde artan para talebi, tam tersi durumda düşecektir ve ekonomik birimleri tahvil alımına yönlendirecektir. Bu nedenle faizler arttığında tahvil talebi de artacağından spekülasyon amaçlı para

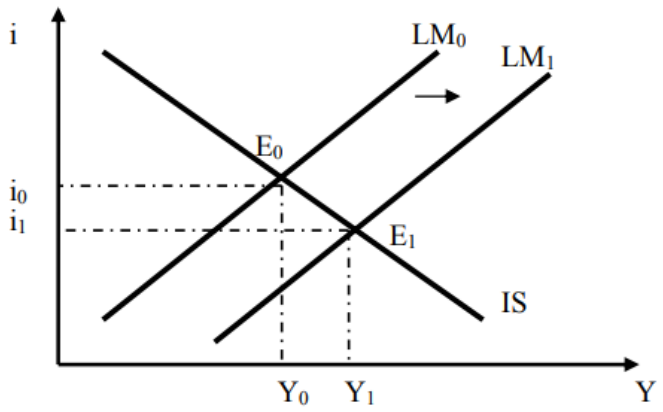
talebi düşmektedir. Para arzı ise merkez bankası eliyle kontrol altında tutulduğundan, sabit olduğu varsayımı altında faiz ile bir ilişkisi yoktur (Keynes, 1936: 151).

Hicks 1937 yılında yapmış olduğu çalışmasında hem Keynes ve Klasikler arasındaki ilişkiyi aydınlatmak hem de var olan modeli geliştirmek amacıyla eksik olduğunu düşündüğü ve aynı zamanda yatırımların (I) tek bağımlı olduğu değişken olan faizin (i) birlikte ele alınması gerektiğini öne sürmüştür. Gelir kavramından yola çıkarak tasarruf ve tüketim arasındaki ilişkide faiz oranları ve yatırım ilişkisini kurmaya çalışmıştır (Hicks, 1937: 156). Var olan düşüncelerin Neo-klasik fikirlerle ifade edilmesi IS/LM modeli yardımıyla yapılmıştır.

IS/LM modelinde; IS, mal piyasası ve LM, para piyasası olarak ele alınmıştır. Kapalı bir ekonomi varsayımı altında bu iki piyasanın dengede olduğu bir yapı söz konusudur. Bu model içerisindeki para talebi; işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsü ile yapılırken, para arzı para otoriteleri tarafından belirlenen dışsal bir olgudur.

IS/LM modelinde para arzında meydana gelen değişimler toplam çıktıyı faiz oranları yolu ile etkilemektedir. Klasiklere göre yatırımlar tasarruflara eşit olduğundan denge faiz oranı mal piyasasında (IS) belirlenir. IS eğrisinin dike yakın bir konumda olması yatırımların faiz oranlarına olan duyarlılığının oldukça düşük olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda para arzında değişiklik yapılarak toplam çıktı miktarı etkilenebilmektedir. Yani yüksek bir faiz oranı, yatırımları ve toplam tüketimi düşüreceğinden aralarında negatif bir ilişki söz konusudur. Keynesyenlere göre ise denge faiz oranı para piyasasında belirlenmektedir. Ekonomide para talebi gelirin artması sonucu artarken, faizin artması ile azalmaktadır. Para arzının sabit olduğu varsayımı altında ise gelirdeki artış para talebini arttırarak faizlerde yükselişe neden olmaktadır. Bu nedenle faiz oranı ve toplam çıktı arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Bu ilişkiyi gösteren LM eğrisi para talebinin faize duyarlılığının (esnekliğinin) yüksek olması ve gelire duyarlılığının düşük olması sonucunda yatıklaşacaktır. Bu yatıklaşma ile likidite tuzağı ortaya çıkacak ve para politikası etkisiz olurken, bu tuzaktan çıkmanın tek yolu maliye politikası olacaktır (Romer, 2000: 150-151).

Şekil 1. IS-LM Modeli- Genişletici Para Politikası



Kaynak: (Bernanke, 1988: 9)

Şekil 1'den de görüldüğü üzere IS ve LM_0 eğrilerinin kesiştiği noktada (E_0) ekonomi dengeye gelmiştir. Bu noktada denge faiz oranı i_0 ve milli hasıla düzeyi Y_0'dır. Genişletici bir para politikasının uygulandığı durumda LM eğrisi sağa kayacak ve LM_1 olacaktır. Bu kayma sonucunda faiz oranı düşerken (i_1), tahvil fiyatlarında ve yatırım harcamalarında artış meydana gelecektir. Sermayenin marjinal etkinliği veri iken faiz oranlarının düşmesi ile yatırım harcamalarında meydana gelen artış ise çarpan etkisi sonucunda milli hasılayı Y_1 noktasına taşıyacak ve yeni denge E_1'de oluşacaktır. Sonuç olarak uygulanan politikanın etkin olduğu söylenebilecektir.

Keynesyen model bazı eleştirilere maruz kalmıştır. Bu eleştiriler şunlardır (Brunner ve Meltzer, 1988: 446; Meltzer, 1995: 52):

- Para, finansal varlıklar ve gerçek varlıklar arasındaki etkileşimi incelemek için, ikinci bir varlık piyasasını açıkça içeren daha kapsamlı bir analize ihtiyaç olduğu görüşü altında IS/LM modelinde yalnızca para ve tahvil olarak iki değişken dikkate alınmıştır.
- Modelde bahsedilen faiz oranının rolü konusudur. Belirtilen faizin kısa vadeli bir faiz oranı olup olmadığı, para talebini etkileyip etkilemediği,

yatırım ve sermaye birikimi açısından değerlendirilecek olursa uzun vadeli bir faiz oranı olup olmadığı konuları açık değildir.

- Finansal aracılara bir rol verilmemiştir.
- Paranın yalnızca tahvilleri mi etkilediği yoksa tahvillerle birlikte gerçek sermayeyi içeren tüm varlıkları ikame edip etmediği konusu belirsizdir.
- Kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişikliklerin çoğu, harcama kararlarını etkilemeyen ve geçici olduğu düşünülen değişikliklerdir. Ancak IS-LM modelinde, bu geçici olduğu düşünülen değişiklikler, kalıcı değişikliklerden soyutlanmamaktadır.

1.3. Monetarist Görüş

Milton Friedman öncülüğündeki bir grup iktisatçı 1950-1960'lı yılların başında Keynesgil iktisatçıların görüşlerine karşı çıkarak, para talebinin belirlenmesinde paranın önemli olduğunu savunmuşlardır. Friedman ve Schwartz'ın 1965 yılında yapmış oldukları çalışmada[4], kriz dönemindeki banka iflaslarının nedenlerinin uygulanan sıkı para politikası neticesinde para arzında yaşanan gerileme olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca yüz yıla yakın bir periyodu incelediklerinde para arzı büyümesinde meydana gelen düşüşlerin üretim seviyesindeki düşüşlerden önce olduğu tespit edilmiştir (Parasız, 2000: 485-486). Para otoritesi bir para politikası uyguladığında, ekonomi üzerinde bu politikanın etkisi altı ay ila iki yıl arasında görülmektedir. Çünkü politikanın uygulanması ve sonuçlarının alınması için belli bir sürenin geçmesi gerekmektedir. Bu süre geçtikten sonra ise sonuçların etki edeceği zaman diliminde, uygulanan politika doğru politika olma özelliğini kaybedebilmekte ve ekonomi resesyona girebilmektedir. Merkez bankası resesyonun önüne geçmek için para arzını arttırdığında gecikmeli etkiler ortaya çıkacağından aslında gelecek yılın koşulları dikkate alınarak karar verilmelidir. Bu nedenle parasal genişleme, ortalama reel büyüme hızı oranında yani ulusal gelir ölçüsünde yapılmalıdır. Buna 'Parasal Kural' denilmektedir (Ertop, 2006: 158).

[4] Friedman M. & Schwartz, A. J. (1965), Money and Business Cycles, *The State of Monetary Economics,* National Bureau of Economic Research (NBER), 1965, 32-78.

Monetaristlere göre toplam harcamalardaki değişimler ve portföyde bulunan diğer varlıkların bileşimi para arzı tarafından belirlenmektedir. Mieselman ve Friedman'ın istatistiksel kanıt niteliğinde olan çalışmaları da para ve milli gelir arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Onlara göre toplam harcamalar konusunda Monetaristlerin yapmış oldukları analiz Keynesyenlere göre daha iyi olsa da bazı eleştirilere maruz kalmıştır (Parasız, 2000: 486, 487). Monetaristlere göre para politikalarının toplam talep üzerindeki etkilerini açıklamak için yalnızca faiz oranı ve yatırım ilişkisine bakılmamalıdır. Çünkü bu ilişki, etkilerden yalnızca birini oluşturmaktadır (Palley, 1997: 109). Onlara göre yatırımlar ile nominal faiz oranları[5] arasında zayıf bir ilişki söz konusudur. Ancak bu zayıf ilişkinin varlığı reel faiz oranları[6] ile yatırımlar arasında da olduğu anlamına gelmemektedir. Reel faiz oranları borçlanma üzerinde daha gerçekçi sonuçlar verdiğinden borçlanma ve yatırım kararları için önemli olmaktadır (Mishkin, 2011: 590).

Irving Fisher'in ardından parasalcılar, nominal faiz oranının gerçek bir bileşen ve beklenen enflasyon için bir prim içerdiğinin farkına varmışlardır. Böylece uzun vadeli faiz oranlarının enflasyon primini[7] yansıttığı düşüncesi ile para politikasının reel ekonomiye aktarımı konusunda uzun vadeli faiz oranlarının daha az rol oynadığını öne sürmüşlerdir (Goodfriend ve King, 1997: 238-239).

İndirgenmiş model, para arzındaki değişmelerin toplam harcamalarda yaratacağı değişmelerden ziyade paranın ekonomik faaliyetler üzerinde nasıl ve ne derece etkili olduğunu incelemektedir. Yani para arzı ile milli hasıla arasındaki ilişkinin korelasyonunun yüksek olup olmadığı konusunda bir sonuç elde etmeye yöneliktir. Parasalcılar bu ikisi arasında bağlantı kurmak için kara bir kutu olarak ifade ettiği ekonomiyi (1.17) no'lu denklemde olduğu gibi ifade etmektedir (Mishkin, 2011: 584):

$$M \rightarrow ? \rightarrow \mathrm{Y} \qquad (1.17)$$

[5] Nominal Faiz Oranı: Fiyat değişimlerinden arındırılmamış halde piyasa tarafından sunulan faiz oranıdır.

[6] Reel Faiz Oranı: Fiyat değişimlerinden arındırılmış, satın alma gücünün hesabında kullanılan faiz oranıdır.

[7] Enflasyon Primi: Enflasyon oranlarının beklenenden daha yüksek olması durumunda ortaya çıkacak olan kaybın giderilmesi amacıyla reel faize eklenen risk pirimi anlamına gelmektedir.

Monetaristler, Klasik görüşün bazı önermelerine katılmasalar da yine de bu temel üzerine modern anlamda yeni bir miktar kuramı geliştirmişlerdir. Para arzında meydana gelecek olan bir artış, Klasiklerin aksine eksik istihdamın da olabileceği varsayımı altında yalnızca fiyatları değil geçici bir süreliğine de olsa üretim miktarını etkileyebilecektir.

Diğer taraftan devletin müdahalesini gereksiz bularak ekonomiye zarar verdiğini öne sürmüşlerdir. Ekonominin eksik istihdama yöneldiği zamanlarda devletin ekonomik faaliyetleri canlandırmak için istihdamı arttırma çabaları ve teknoloji ile sermaye harcamaları yapması yalnızca enflasyonla sonuçlanacaktır. Klasiklerin savunduğu gibi ekonomi tam istihdam dengesine geleceğinden devletin herhangi bir şey yapmasına gerek bulunmamaktadır (Akçay, 1997: 9-10).

Friedman, çalışmalarında Fisher ve miktar teorisini temel olarak almış olsa da aslında Keynes ve Cambridge iktisatçıları gibi paranın neden elde tutulmak istendiği konusunda benzer analizler yapmıştır. Keynes'in fikrini destekleyerek ekonomik birimlerin ellerinde belli oranlarda reel para bulunduracaklarını ve bu reel para talebinin belirlenmesinde hem mali varlıkların kendi getirilerinin hem de alternatif varlıkların getirilerinin rol oynayacağını öne sürmüştür (Mishkin, 2000: 180-181). Bu durumu ise üç nedene bağlamıştır: Birincisi, servet sınırlamasıdır. Bireyler ellerinde tutacakları para miktarının üst sınırını belirlemektedirler. İkincisi, servetin para veya parasal olmayan varlıklarda tutularak getiri maksimizasyonu sağlama düşüncesidir. Son neden ise kişilerin zevk ve tercihleri doğrultusunda servetlerini yalnızca para ve tahvil değil aynı zamanda hisse senedi ve mal alımı şeklinde de kullanabilmeleridir (Snowdon ve Vane, 2017: 147). Böylece para talebi olarak sunulan denklemi (1.18) no'lu denklemde görüldüğü üzere oldukça genişletmiştir (Mishkin, 2000: 180, 181):

$$\frac{M^d}{P} = f\left(\underbrace{Y_p}_{+}, \underbrace{r_b - r_m}_{-}, \underbrace{r_e - r_m}_{-}, \underbrace{\pi^e - r_m}_{-}, u\right) \qquad (1.18)$$

M^d/P = Reel paranın talep edilen miktarını,

Y_p = Sürekli geliri[8] ifade eden refah düzeyini,

r_m = Paranın beklenen getirisini,

r_b = Tahvilin beklenen getirisini,

r_e = Hisse senedinin beklenen getirisini,

π^e = Beklenen enflasyon oranını göstermektedir.

Eşitliğin sağ tarafında yer alan $(r_b - r_m)$ paraya göre tahvilin getirisini, $(r_e - r_m)$ paraya göre hisse senedinin getirisini, $(\pi^e - r_m)$ ise elde tutulan malın bir sermaye niteliğinde olması nedeniyle beklenen enflasyondaki yükselişin fiyatları yükseltmesi sonucunda sermaye kazancı sağlanması ile paraya göre mallardan sağlanan getiri oranını göstermektedir. Son olarak Y_p her yıl elde edilmesi beklenen ortalama gelir şeklinde ifade edilen sürekli gelirdir (Ünsal, 2007: 499, 500). Ceteris paribus[9] varsayımı altında sürekli gelir arttıkça yani servet düzeyi yükseldikçe, para dışındaki varlıkların getirisi azaldıkça ve beklenen enflasyon oranı arttıkça reel para talebi artmaktadır. Bu dağıtım ve ayarlama faaliyetleri ise monetarist görüşün aktarım mekanizmasını oluşturmaktadır (Snowdon ve Vane, 2017: 148). Bu aktarım mekanizması (1.19) no'lu denklemde gösterilmektedir.

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow (I \uparrow C \uparrow) \rightarrow AD \uparrow Y \uparrow P \uparrow \qquad (1.19)$$

Para otoritesinin açık piyasa işlemleri ile piyasaya müdahale ederek para arzını arttırması ekonomik birimlerin ellerinde tuttukları para miktarını arttırarak, paranın marjinal getirisinde düşüşe neden olmaktadır. Düşen faiz oranları ile birlikte paranın getiri oranının düşmesi alternatif finansal varlıkları daha cazip hale getirmektedir. Para ve finansal varlıkların ikamesi kuvvetli olduğundan para talebinin faize olan duyarlılığı düşüktür. Bu nedenle para arzı ve talebi arasındaki dengesizliğin giderilebilmesi yani aşırı para balanslarının eritilebilmesi için finansal ve reel varlıklara talebin artması olumlu bir gelişmedir. Çünkü talep artışı ile birlikte finansal varlıkların fiyatlarının ve reel varlıkların üretiminin artması milli geliri de

[8] Sürekli gelir, gelecekte elde edilmesi beklenen ortalama geliri ifade etmektedir.
[9] Diğer tüm durumlar sabitken anlamına gelen bir kalıptır.

arttırmaktadır (Meltzer, 1995: 55). Monetarist görüşe göre para arzı artışı kısa dönemde faizleri düşüreceğinden, fiyatlara veya çıktı miktarına yansımaktadır. Uzun dönemde fiyat artışına neden olmakta ve enflasyon beklentilerini arttırmaktadır.

Bu nedenle para politikalarının kısa vadeli istikrarın sağlanması için uygulanmasının anlamlı olmayacağını savunmaktadırlar (Meyer, 2001: 2).

Aktarım mekanizmasına göre bireyler portföy oluşumlarına karar verirken para ve diğer varlıklar arasında bir denge kurmaya çalışmaktadırlar. Bu dengeyi kurmak için yapacakları seçimleri hem daha iyi getiri bekledikleri hem de likit özelliği bulunan varlıklardan oluşturmaktadırlar. Dolayısıyla para arzında meydana gelen artış ve yapılan seçimler neticesinde fiyatlar ve toplam talep değişime uğramaktadır.

1.4. Post Keynesyenler

Parasal olgular, eski çağlardan günümüze kadar olan süreç içerisinde düşünürler ve devletler tarafından araştırılarak bazı temellere oturtulmaya çalışılmıştır. Bu temeller zamanla teorilere dönüştürülmüş ve bazı olgular ile alakası araştırılmaya başlanmıştır. Faiz, enflasyon, varlık fiyatları, toplam talep, yatırım ve tasarruflar açısından para arzının etkileri üzerinde durulmuştur. Bu anlamda farklı görüşler ortaya çıkmakla birlikte 1980'li yıllardan itibaren paranın içsel olduğunu savunan Post Keynesyenlerin düşünceleri önemsenmiştir. Bu düşünceye göre stok halinde olan para arzı, merkez bankası tarafından değil mevduat akışına neden olan bankaların vermiş olduğu krediler ile sağlanmaktadır. Bu nedenle parasal büyüme tabanı kredi sistemi ile oluşturulurken, bankaların talep edilen krediyi karşılayabilmek için rezerv bulma çabaları değerlidir. Bankaların kredi taleplerini karşılayarak para arzı yaratmaları ve ihtiyaç olması durumunda merkez bankasının belirlediği faiz oranı üzerinden bu rezervleri bulması para arzının içselleşmesi fikrini desteklemektedir. Tüm bu açıklamaları temel alarak bankaların finansal aracılık faaliyetlerinin yanı sıra kredi yaratan kurumlar olduğu söylenebilmektedir.

Post Keynesyen iktisat, içerisinde geniş ve farklı görüşleri barındırmaktadır. Bu görüşü tanımlayan üç unsur bulunmaktadır (Chick, 1995: 20):

1- Keynes, Kalecki ve onların görüşlerini savunanların öngörülerine destek olmak,
2- Bu görüşlerin Keynes'in Genel Teorisi'nde belirlediği sınırların ötesine geçmesini sağlayarak genişletmek,
3- Keynesyen devrimin tamamlanmasını sağlamaktır.

Post Keynesyen teorinin John Maynard Keynes, Sir Roy Harrod ve Michael Kalecki'nin fikirlerinden oluştuğu iddia edilmekle birlikte bu temelleri baz alarak ortaya yeni bir görüş çıkarma çabası Joan Robinson'a aittir. Ayrıca Sydney Weintraub, Paul Davidson, G. L.S. Shakle, D. Vickers ve Hyman Minsky de bu okula ait görüş bildiren diğer düşünürlerdir (Cin, 2012: 5; Snowdon ve Vane, 2017: 401-402).

Temelde Keynesyen görüşe dayalı olan bu okulun amacı Keynes'in teorik altyapısını geliştirerek, bir bütün haline getirmektir. Bu teori geliştirilirken para arzının dışsal bir değişken değil de içsel bir değişken olduğu savunulmuştur. İçsel değişken olarak tanımlanması ise para arzının, fon talebinde ve arzında bulunanların meydana getirdiği denge sonucunda bankacılık veya finans sektörünün aracılık ettiği bir sistem vasıtasıyla oluştuğu varsayımından ileri gelmektedir. Bu varsayıma göre paranın yaratılması yalnızca rezervleri arttırma yolu ile olmamaktadır. Aslında rezervlerin oluşması paranın yaratılması sayesinde olmaktadır. Bankalardan kredi talep edilmesi ile birlikte bir değerlendirme süreci başlamaktadır. Banka eğer başvuruyu olumlu buluyorsa, fon talebini karşılamak üzere rezerv arayışına girmektedir. Bu şekilde rezerv temin etme yoluna gitmesi ise para arzının belirlenmesi konusunda belirleyici olmaktadır.

Post Keynesyenlerin paranın içselliği ile ilgili görüşlerine değinmeden önce paranın içselliğine vurgu yapan ve İngiltere'nin para politikası ile ilgili önemli tespitlerin bulunduğu Radcliffe Raporu[10] incelenmiştir. Bu rapora göre Keynes'in savunduğu gibi paranın dolaşım hızı maksimum değildir. Nedeni ise para arzının yalnızca merkez bankası tarafından gerçekleştirilmemesidir. Bunlardan dolayı para

[10] Samuel I. K. (2009). Parasal Sistemin Çalışmasına İlişkin Komite Raporu (Radcliffe Raporu). Board of Governors of the Federal Reserve System Division of International Finance, (Radcliffe Raporu), *Review of Foreign Developments, 334,* 1-18.

arzının içsel veya dışsal olması konusu bazı düşünürler ve iktisat okulları tarafından zaman zaman tartışma konusu olmuştur.

1.4.1. Paranın İçsel ve Dışsal Olması Tartışması

1960 ve 70'li yıllarda Milton Friedman'ın öncülüğünde yükselen monetarizm ile para arzı dışsal olarak kabul edilmiştir. Bu dışsallık paradan fiyata doğru bir yön çizerken ortaya çıkan enflasyonist etkinin merkez bankasının elinde bulundurduğu güç ile kontrol edilebildiği fikrini doğurmuştur. Merkez bankasının açık piyasa işlemleri yaparak banka rezervlerini etkilemesi sonucunda nominal para stokuna ve ardından toplam harcama yoluyla fiyatlara uzanan bir mekanizmadan bahsedilmektedir. Buna karşılık olarak Kaldor para arzının içselliği sürecini savunarak merkez bankasının parasal tabanı kontrol etme yeteneğini reddetmektedir. Ona göre ücretler fiyatları belirlerken fiyatlar kredi taleplerini belirlemektedir. Böylece para stokunu kredi talepleri belirlemekte ve merkez bankası pasif bir rol üstlenerek rezerv sağlamaktadırlar. Bu görüşünü de Keynes'in bakış açısını genişletmek olarak ifade etmektedir (Humphrey, 1988: 3). Kaldor ile birlikte Weintraub ve Moore da üretimin finansmanı aşamasında likidite tercihini önemsemeden bankaların tüm kredi taleplerini karşıladıkları 'uyumcu (intibakçı) görüşü' savunmakta ve Keynes'in likidite tercihi teorisini kabul etmemektedirler. Üretim sürecinin başında ve üretime başladıktan sonra işletmenin ortaya çıkan ihtiyaçlarının banka kredileri ile karşılanması sonucunda kredilerin tampon görevi gördüğü öne sürülmektedir. Krediler vasıtasıyla mevduat yaratılır ve para arzı bu şekilde genişlemektedir. Buna ek olarak banka kredilerindeki değişiklikler, işletme sermayesindeki talep ve parasal ücretlerdeki değişiklikler ile açıklanmaktadır. Nominal ücret artışları hem enflasyon oranını hem de kredi para büyümesindeki oranı yönetmektedir. Bunun nedeni emek talebinde artış olduğunda ücretlerin yükselmesi ile girdi maliyetlerinin artması ve dolayısıyla kredi talebinin artmasıdır. Özetle, bankalar kredi arz süreçleri ile mevduat yaratmaktadırlar. Merkez bankaları ise finansal sistemin likidite dengesini sağlayabilmek amacıyla bankaların rezerv ihtiyaçlarına uygun bir şekilde cevap vermeye çalışıp sisteme uyum sağlamaktadırlar (Arestis vd., 1999: 539; Moore, 1989: 81). Minsky, Davidson ve Rousseas ise merkez bankasının uyguladığı politikaların kısıtlayıcı olabileceği ancak bankaların

bu kısıtları aşmakta zorlanmayacağını öne sürmektedirler. Bankaların daha fazla kâr elde etmek amacıyla yeni uygulamalar geliştirerek hem faiz oranını hem de para arzını içsel bir şekilde belirlediği 'yapısal yaklaşım görüşü'nü savunmaktadırlar. Bu görüşü savunanlara göre bankalar rezerv ihtiyaçlarını yalnızca reeskont kredileri ile karşılamazlar. Bazı yenilikler sayesinde de rezerv kaynakları yaratabilmektedirler. Bunlar geleneksel kaynakların yanı sıra interbank piyasaları olabileceği gibi eurodolar hesapları ve mevduat sertifikaları şeklinde de olabilmektedir. Bu nedenle merkez bankaları rezerv miktarını, yeni uygulamalar karşısında etkileyebilmektedir. Ancak faiz belirleme konusundaki ağırlığını tartışmaya açık hale getirmektedir (Pollin, 1991: 368).

Tablo 1. Paranın İçselliği/Dışsallığı Yaklaşımları

Uyumcu yaklaşım (Moore, 1989b)	$L_{credit} \rightarrow LM3, L_h$ $L_{mi} \leftrightarrow LM3$
Yapısalcı yaklaşım (Palley, 1994)	$L_{credit} \leftrightarrow L_m L_h$ $L_{mi} \leftrightarrow LM3$
Likidite tercihi yaklaşımı (Howells ve Hussein, 1998)	$L_{credit} \leftrightarrow LM3$

Kaynak: (Nell, 2000: 314).

Tablo 1'den de görüleceği üzere paranın içselliği ve dışsallığı konusundaki görüşler her bir görüşte farklı olarak ifade edilmiştir. Uyumcu yaklaşım için yapılan çalışma sonucunda toplam banka kredisinden parasal tabanın (yani ticari bankaların tuttukları para ve rezerv kaynakları) logaritmik düzeyine ve M3 para arzının günlük hacmine doğru tek yönlü, nominal GSYİH ile M3 günlük para arzı hacmi arasında çift yönlü bir ilişkinin varlığı vurgulanmıştır. Yapısalcı görüş için toplam banka kredisinin günlük hacmi ile M3 para arzının logaritmik düzeyi ve parasal tabanın logaritmik düzeyi arasında çift taraflı bir nedensellik tespit edilmiştir. Buna ek olarak nominal GSYİH ile M3 para arzının günlük hacmi arasında da yine çift taraflı bir nedensellik bulunmuştur. Likidite tercihi yaklaşımında ise toplam banka kredisinin günlük hacmi ile M3 para arzının logaritmik düzeyi arasında çift taraflı bir nedensellik tespit edilmiştir.

Keynes,'A Treatise on Money' (Para Üzerine İncelemeler) adlı eserinde[11] para arzının içselliğini savunarak kredi arz ve talebi ile oluşan para arzı üzerinde durmaktadır. Ancak 'The General Theory of Employment, Interest and Money' (İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi) adlı eserinde[12] farklı bir bakış açısı ortaya koyarak paranın dışsallığı konusunu vurgulamaktadır. Aslında 1936 yılından önceki dönemde para arzı konusuna içsel olduğu yönünde bir yorum getirirken 1936 yılında yayınlamış olduğu Genel Teori adlı eseri ile merkez bankasının para arzı üzerinde etkili olduğu düşüncesi sonucunda para miktarını dışsal bir politika değişkeni olarak ele almaktadır. Bu ikilem ise Post Keynesyenlerin kendi içlerinde fikir ayrılığına düşmelerine neden olsa da paranın içselliği konusunda ısrarcı olmalarına ve bu konuyu spesifik hale getirmelerine neden olmuştur (Skaggs, 1999: 362).

Aslında bu konunun temelini külçeciler ve külçe karşıtları olarak ortaya çıkan gruplar oluşturmaktadır. İngiltere Merkez Bankası'nın 1821 yılında banknotların altına konvertibilitesini yeniden düzenlemesinin ardındaki otuz yıl içinde altın rezervlerinin güvence altına alınması ve aşırı para ihracı ile nasıl baş edileceği konuları tartışılmaya başlanmıştır. Böylece külçeciler ve külçe karşıtları arasında görüş ayrılıkları ortaya çıkmıştır. Samuel Jones Loyd (Lord Overstone), George Warde Norman ve Robert Torrens gibi isimler külçeciler olarak tabir edilen grubu oluşturan nakit okulu temsilcileri olup enflasyonun artışında merkez bankasının kâğıt para basımında aşırıya kaçması şeklindeki açıklamaları ile para arzının dışsal olarak belirlendiğini ileri sürmüşlerdir. Bu durumda kâğıt paranın aşırı basılması ile bollaşması, harcamaları arttırarak fiyatlara yukarı yönlü ivme kazandırmaktadır. Dönemin ekonomik yapısında kâğıt paranın altına konvertibilitesinin olmaması bu mekanizmanın oluşumunda temel varsayım olarak kabul edilmektedir (Humphrey, 1988: 6). Bu düşüncelere istinaden (1.20) no'lu denklemde yer alan nedensellik zincirini kurmuşlardır (Officer, 2000: 197-209):

$$BN \rightarrow MS \rightarrow PL \rightarrow ER \qquad (1.20)$$

Bu formülde;

[11] Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money*, Volume V, Cambridge University Press, 3-377.
[12] Keynes, J. M. (1936). *Genel Teori İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi* (U. S. Akalın, Ed.), Gözden Geçirilmiş 2. Baskı,Kalkedon Yayınları, İstanbul, 11-325.

BN, İngiltere Bankası'nın dolaşımdaki banknotlarını,

MS, M1 para arzını,

PL, fiyat seviyesini,

ER, döviz kurunu ifade etmektedir.

Denklemden de görüldüğü üzere İngiltere Bankası'nın dolaşıma çıkarttığı banknotlar M1 para arzında artışa neden olmaktadır. Para arzındaki artış ise fiyatlar genel seviyesini arttırarak döviz kurunda etki yaratmaktadır. Nakit okulu, fazla para basılmasının enflasyonu tetiklediği görüşünden yola çıkarak bankaların banknot ihraçlarının tek bir bankanın elinde toplanması gerektiğini savunmuştur. Buna ek olarak İngiltere Bankası'nın almış olduğu önlemlerin yetersiz kalması ve gecikmesi enflasyonu körükleyen bir başka nedeni oluşturmuştur. Böylece bankanın hem ihraç işlemini yapacak bir birim hem de bankacılık işlemlerini gerçekleştirecek bir bölüm şeklinde düzenlenmesi gerektiği öne sürülmüştür (Officer, 2000: 199).

Para arzının içselliği teorisinin kökeni olarak varsayılan külçecilik karşıtı görüş ise para arzının kontrol mekanizmasını ve bu mekanizma içerisinde kredi yaratma sürecinin nasıl geliştiğini incelemiştir. 1950'li yıllardan itibaren paranın dışsal olduğu görüşünü kabul eden ana akım iktisat görüşünün aksine merkez bankasının para arzı konusundaki rolünün kısıtlandığına dair yeni bir görüş olarak ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda nakit okulu görüşünün mevduat sistemini dikkate almaması yani M1 para arzının içerisine mevduatları dahil etmemesi Bankacılık Okulu taraftarları tarafından da eleştiri konusu olmuştur. Nakit okulu tarafından savunulan ihraç yetkisinin tek bir bankaya verilmesi görüşüne katılmayarak aksine para arzının içsel olarak yaratıldığı savunulmuştur (Humphrey, 1988: 6-7). Bu görüş ile merkez bankasının gereğinden fazla banknot ihraç etmesinin veya uyguladığı para politikalarının, döviz kurunun değer kaybetmesi veya altın fiyatlarının artması ile ilgisi olmadığını savunarak bu tür enflasyonist belirtilerin parasal değil gerçek nedenlerinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Di Martino, 2004: 4-5).

Nedenlerden birincisi, arz şoku veya maliyet itişli enflasyon teorisidir. Mahsul almaktaki başarısızlıkların ve savaş zamanı dış ticaretteki sorunların, işçi

bütçelerinin ana bileşenini oluşturan buğday ve diğer temel gıda maddelerinin fiyatlarını arttırdığı savunulmuştur. Bu fiyat artışlarının daha sonra parasal ücretlere aktarılması ise emek tarafından üretilen tüm malların fiyatını yükseltmiştir. Ancak Ricardo, bu açıklama ile göreli fiyatlar ve mutlak fiyatların karıştığını ikna edici bir şekilde yorumlamıştır. Aşırı para büyümesi olmadan, işçilerin daha fazla harcama yapmasını gerektiren buğdayın nispi fiyatındaki bir artış, fiyatları buna bağlı olarak düşecek olan diğer mallara harcanacak olan bütçeyi azaltacaktır. Bu durumda, buğday fiyatındaki artış, genel fiyatları değiştirmeden diğer göreli fiyatlardaki düşüşleri telafi ederek dengelenecektir. İkincisi, külçe karşıtları, talep tarafından belirlenen bir para stoku fikrini yani içsel bir kavramı dile getirmişlerdir. Bu kavram gerçek bono doktrini biçiminde ifade edilmiştir. Yani fiyatlar üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmak için sürekli gelişen fazla para arzının emtia piyasasına yayılması imkansızdır. Reel bono doktrini, üretim ve dağıtım sürecinde gerçek malları finanse etmek için düzenlenen sağlam, kısa vadeli ticari bonoların iskonto edilmesi durumunda paranın asla aşırı olamayacağını belirtmektedir. Benzer şekilde geri akış yasası, banknotların madeni paraya dönüştürülmesi veya kredilerin geri ödenmesi için anında bankalara iade edilmesi sonucunda fazla banknot ihracının imkânsız olduğunu ileri sürmektedir. Bu yasaya göre para arzı aşırı ölçülerde olmayacaktır. Çünkü piyasada fazla olan para arzı hem altına dönüştürülecek hem de kredi borçlarının ödemesinde kullanıldığından bankacılık sistemine geri dönecektir. Her iki doktrin de pasif talebe bağlı para arzı ve ekonomik faaliyet ve fiyatlardan paraya doğru giden ters nedensellik kavramlarını somutlaştırmaktadır. Ters nedensellik hipotezine göre fiyatlar ve üretim düzeyindeki değişiklikler, banka kredi talebini karşılamak için gerçekleştirdikleri bono ihracına göre şekillenmektedir. Fiyatlar bu yolla para stokunun senet bileşenini belirlemeye yardımcı olurken enflasyonun sebebi olmamaktadır. Bu düşünce enflasyonun oluşmaması için para yaratmayı gerçek çıktıyla eşleştirmeyi iddia etmektedir (Humphrey, 1988: 3-7). Belirtilen görüşler altında nedensellik ilişkisi (1.21) no'lu denklemdeki gibi tanımlanmaktadır (Officer, 2000: 199-200).

$$HR \rightarrow PW \rightarrow PL \rightarrow BN \tag{1.21}$$

Bu formülde;

HR, Hasat durumunu,
PW, Buğday fiyatlarını,
PL, Fiyat seviyesini,
BN, Merkez bankasının dolaşımdaki banknotlarını göstermektedir.

Denklemden de anlaşılacağı üzere hasat durumuna göre buğday fiyatları belirlenecek ve fiyat seviyesi oluşacaktır. Geliştirilen teoriye göre yalnızca parasal olmayan güçler gerçek gelirin ve fiyat seviyesinin artmasına neden olarak daha yüksek işlem hacminin finansmanı için iskonto talebinin temelini oluşturacaktır.

Paranın içselliği tartışmasında kredi yaratma mekanizması olarak görev alan bankalar, süreç içerisindeki faaliyetleri nedeniyle oldukça önem arz etmektedir. Bu nedenle 1.4.2 no'lu bölümde kredi yaratma mekanizmasının sistemsel işleyişi üzerinde durulmaktadır.

1.4.2. Kredi Yaratma Mekanizmasının Sistemsel İşleyişi

Bankalar içerisinde yer aldıkları ekonomik sistem çerçevesinde mali aracılık faaliyetlerinde bulunmaktadır. Genel faaliyet döngüleri dikkate alındığında ise fon arz edenler ile fon talep edenleri buluşturdukları söylenebilmektedir. Ancak bu sistemde para arzını etkileyerek aktif yaratabilme kapasitesi yalnızca bankalardadır. Bankaların rezervlerinin bir bölümünü borç vermeleri karşılığında borçlu kesime hareket alanı sağlamaları para arzında artışa neden olmaktadır. Gerçekleşen bu artış bir zenginleşme şeklinde değerlendirilmemektedir. Çünkü borçlular aldıkları ödünçleri vadelerine göre geri vermektedir. Böylece para arzı likidite eskisine göre artmış olsa da direkt olarak zenginleşmeye neden olmamaktadır (Mankiw, 2007: 576).

Yukarıda bahsedilen sistem içerisinde kaydi para olarak adlandırılan banka parası, bankalar ve yetkili finansal kuruluşlarca üzerine çek yazılabilen ve bankadan bankaya vadesiz mevduat şeklinde el değiştiren bakiyeler olarak tanımlanmaktadır.

1.4.2.1. Nakit ile Kaydi Para Yaratma

Bankacılık sistemi ve halk kendi aralarında, dolaşımdan çekilen ve bankalarda bırakılan her bir birim paradan daha fazla mevduat yaratmaktadır. Bir bankaya 1000 Amerikan doları (USD) nakit para getirildiği varsayıldığında bu işlemin ve devamının muhasebesel olarak gösterimi Tablo 2, Tablo 3, Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6'de örneklendirilerek açıklanmaktadır (Samuelson, 1948: 324-328).

Tablo 2. Orijinal Banka İlk Pozisyonu

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Nakit	+ $1,000	Mevduatlar	+ $1,000
Toplam	+ $1,000	Toplam	+ $1,000

Tablo 2'den de görüldüğü üzere banka, müşterisinden almış olduğu nakdi yine müşterinin mevduat hesabına yatırmaktadır. Böylece toplamda varlıkları ve yükümlülükleri aynı oranda artarak bilanço eşitliği bozulmamaktadır. Sistemsel olarak bankaların bu bakiyenin yüzde 20'si oranında karşılık ayırdığı ve geri kalan kısmının ise kredi talep edenlere verildiği varsayıldığında Tablo 3 ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3. Orijinal Banka Sonuç Tablosu

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Nakit	+ $ 200	Mevduatlar	+ $1,000
Krediler ve yatırımlar	+ 800		
Toplam	+ $1,000	Toplam	+ $1,000

Tablo 3'ten de görüldüğü üzere karşılık ayrıldıktan sonra kalan kısım banka tarafından kredi olarak verilmektedir. Ancak sistemsel işleyiş burada son bulmamaktadır. Bunun nedeni tahvilleri satın alan veya bankadan borç alan kişilerin elde ettikleri bakiyeleri başka bir bankaya yatırmalarıdır. Bu işleyiş Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 4. İkinci Nesil Banka İlk Pozisyonu

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Nakit	+ $ 800	Mevduatlar	+ $ 800
Toplam	+ $ 800	Toplam	+ $ 800

Tablo 4'ten görüldüğü üzere diğer bankadan 800 USD kredi alan müşteri, ülkenin birçok yerinde bulunan ikinci nesil olarak adlandırılan bankalardan birindeki mevduat hesabına bu parayı yatırmaktadır. Paranın yattığı banka da diğer bankanın tabi olduğu karşılık ayırma şartlarını yerine getirmekte ve işleyiş Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5. İkinci Nesil Banka Sonuç Tablosu

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Nakit	+ $ 160	Mevduatlar	+ $ 800
Krediler ve yatırımlar	+ $ 640		
Toplam	+ $ 800	Toplam	+ $ 800

Tablo 5'ten görüldüğü üzere müşterinin hesabına yatırmış olduğu 800 USD'nin yüzde 20'lik zorunlu karşılık kısmı ayrıldıktan sonra kalan kısım yatırım veya kredi verilmesi amacı ile kullanılabilmektedir.

Bankaların tam rezerv bankacılığı ile mevduatına eşit miktarda rezerv tutarak kredi vermemesine karşın kısmi rezerv bankacılığı olarak tanımlanan yani borç vermesinden sonra para arzının artmış olduğu kabul edildiğinde para yaratan kurumlar olduğu söylenebilmektedir (Mankiw, 2007: 574). Süreç bu şekilde devam ederken yaratılan kaydi para sonucunda nakit paranın kendisinin beş katı büyüklüğünde bir mevduat hacmi yaratmış olduğu görülmektedir. Özet bir tablo ile ifade edilecek olursa;

Tablo 6. Bankacılık Sistemi Aracılığıyla Banka Mevduatlarının Çoklu Genişlemesi

	Nakit	**Kredi ve yatırımlar**	**Nakit (Karşılık)**
Orijinal banka	1000 $	800 $	200 $
İkinci nesil banka	800 $	640 $	160 $
Üçüncü nesil banka	640 $	512$	128 $
Dördüncü nesil banka	512 $	409.60 $	102.40 $
Beşinci nesil banka	409.60 $	327.68 $	81.92 $
Altıncı nesil banka	327.68 $	262.14 $	65.54 $

Yedinci nesil banka	262.14 $	209.72 $	52.42 $
Sekizinci nesil banka	209.72 $	167.77 $	41.95 $
Dokuzuncu nesil banka	167.77 $	134.22 $	33.55 $
Onuncu nesil banka	134.22 $	107.37 $	26.85 $
İlk 10 nesil bankaların toplamı	4463.13 $	3570.50 $	892.63 $
Diğer bankalar	536.87 $	429.50 $	107.37 $
Bankacılık sistemi toplamı	5000 $	4000 $	1000 $

Tablo 6'dan da görüldüğü üzere 1000 USD nakit ile başlayan işlemden yüzde 20 karşılık ayrıldıktan sonra ilerleyen süreç bir bütün halinde gösterilmiştir. Bu şekilde mevduatın çoklu genişlemesini kimin yarattığı konusunda dört tarafın varlığından bahsedilebilmektedir. Bu taraflardan ilki parasını her zaman mevduatta tutan halk, ikincisi mevduatların sadece bir kısmını nakit olarak tutan bankalar, üçüncüsü bankaların fazla nakitleri ile satın alacakları kazançlı varlıkları bulmasını sağlayan kamu ve özel borçlular ile son olarak faaliyetleri sonucunda bankacılık sistemine yeni rezervler gelmesini sağlayan merkez bankasıdır (Samuelson, 1948: 329).

Kaydi para yaratmanın bir diğer yolu ise merkez bankasının reeskont kredisi veya açık piyasa işlemleri yoluyla bankalara rezerv sağlamasıdır.

1.4.2.2. Reeskont Kredileri ile Kaydi Para Yaratma

Merkez bankası herhangi bir bankaya kredi vermesi sayesinde parasal tabanı etkileyebilmektedir. Örneğin merkez bankası bir bankaya 100$ değerinde bir reeskont kredisi açtığında ilgili banka bu rakamı rezerv hesaplarına alacak olarak kaydetmektedir. Böylece krediyi alan bankanın rezervlerinde 100$'lık bir artış meydana gelirken diğer taraftan merkez bankasına 100$ borcu oluşmaktadır. X Bank için bilanço kayıtları Tablo 7 ve Tablo 8'de gösterilmiştir (Mishkin, 2011: 340).

Tablo 7. Reeskont Kredileri Ticari Banka Kaydı

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Rezervler	+ $ 100	Reeskont kredileri	+ $ 100

Tablo 7'de gösterilen muhasebe kaydının merkez bankası bilançosunda gösterimi ise Tablo 8'de sunulmaktadır.

Tablo 8. Reeskont Kredileri Merkez Bankası Kaydı

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Reeskont kredileri	+ $ 100	Rezervler	+ $ 100

Tablo 8'den de görüldüğü üzere bir taraf borç alan ve diğer taraf borç veren konumunda olduğundan aktif ve pasifte yer alan kalemler değişiklik göstermektedir.

1.4.2.3. Açık Piyasa İşlemleri ile Kaydi Para Yaratma

Merkez bankası açık piyasa işlemlerini iki şekilde gerçekleştirmektedir. Bunlardan birincisi tahvil satın alma yoluna giderek açık piyasa alımı yapması, ikincisi ise tahvil satması yoluyla açık piyasa satışı yapmasıdır. Bu alış ve satışları gerçekleştirmesindeki amaç ise parasal tabanda yapacağı sıkılaştırma veya genişlemedir. Bu işlemler bir örnek yardımıyla açıklanacak olursa merkez bankasının bir bankadan 100$ değerinde menkul kıymet aldığı varsayıldığında banka rezervlerinin 100$ arttığı görülmektedir.

Tablo 9. Açık Piyasa İşlemleri Ticari Banka Kaydı-1

Varlıklar		**Yükümlülükler**
Menkul kıymetler	- $ 100	
Rezervler	+ $ 100	

Kaynak: (Mishkin, 2011: 341-342).

Bankanın mevduatlarında bir artış olmadığından ve bu şekilde faiz kazancı da elde edemediğinden serbest rezervlerinde 100$'lık bir artış söz konusu olmaktadır. Bankaların da serbest rezervlerini ellerinde tutmak istemedikleri ve kredi

şeklinde değerlendirmek istedikleri varsayıldığında kredinin ödemesi için açılan mevduat hesabına geçen kredi bakiyesi ile süreç başlamaktadır.

Tablo 10. Açık Piyasa İşlemleri Ticari Banka Kaydı-2

Varlıklar		**Yükümlülükler**	
Menkul kıymetler	- $ 100	Vadesiz mevduat	+ 100 $
Rezervler	+ $ 100		
Krediler	+ $ 100		

Kaynak: (Mishkin, 2011: 342).

Tablo 10'dan da görüldüğü üzere banka 100 $'lık kredi vermiş ve kredi bakiyesi vadesiz mevduata yatırılmıştır. Krediyi alan borçlu ise hesabına geçen bakiyeyi mal veya hizmet alımı yaptığı kurum veya kişilere dağıtmıştır. Bu çıkışı gösteren muhasebe kaydı Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11. Açık Piyasa İşlemleri Ticari Banka Kaydı-3

Varlıklar		**Yükümlülükler**
Menkul kıymetler	- $ 100	
Krediler	+ $ 100	

Kaynak: (Mishkin, 2011: 342).

Tablo 11'den de görüldüğü üzere diğer bankalara da aktarılan meblağ ile sistem mevduat ve kredi yaratmaya devam etmektedir. Yine yasal karşılık oranı ayrıldıktan sonra kalan miktar bankalar tarafından kredi olarak dağıtılacak ve yaratılan para başlangıcından çok daha yüksek miktarlara ulaşmış olacaktır.

Tablolar yardımıyla açıklanan kaydi para ve rezerv arasındaki ilişkinin formüle indirgenmiş hali (1.22) no'lu denklemde ifade edildiği gibidir (Mishkin, 2011: 345-346):

$$RR = R \tag{1.22}$$

Denklem (1.22)'den görüldüğü üzere serbest rezervler kredi olarak tüketildiğinden yalnızca zorunlu rezervler toplam rezervlere eşit olmaktadır.

Zorunlu rezerv toplamı ise (1.23) no'lu denklemde görüldüğü gibi zorunlu rezerv oranının mevduatlarla çarpımı kadardır.

$$RR = r\ x\ D \tag{1.23}$$

Gerekli düzenlemeler yapıldığında ise (1.24) ve (1.25) numaralı denklemlere ulaşılmaktadır.

$$r\ x\ D = R'den \tag{1.24}$$

$$D = \frac{1}{r} x\ R\ elde\ edilmektedir. \tag{1.25}$$

Bu formülde eşitliğin iki tarafında bulunan mevduat ve rezervlerin değişimleri ifade edilecek olursa (1.26) numaralı denkleme ulaşılmaktadır.

$$\Delta D = \frac{1}{r} x\ \Delta R \tag{1.26}$$

Formülde yer alan değişkenlere ait açıklamalar aşağıda yer almaktadır:

RR; Bankacılık sisteminin zorunlu rezervleri (serbest rezerv bulundurmadıkları için)

R; Toplam rezervler

r; Zorunlu rezerv oranı

D; Mevduat miktarı

Bu sistem Türkiye açısından değerlendirildiğinde zaman zaman değişen oranlarda karşılık oranları ayrılmaktadır. 2010 yılında ise ROM-ROK mekanizması[13] ile zorunlu karşılık rakamının bir kısmının döviz olarak ayrılması uygulaması devreye girmiştir. Bu şekilde ayrılan karşılıklar asıl olarak emanet olsalar da Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) dahil diğer kurum ve kuruluşların sisteme göz yumduğu görülmektedir.

[13] ROM (Rezerv Opsiyonu Mekanizması)-ROK (Rezerv Opsiyonu Katsayısı): Bankaların, merkez bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılıklarının bir kısmının döviz veya altın olarak tutulabilmesine imkân sağlayan sistem Rezerv Opsiyonu Mekanizmasıdır. Döviz ve altın karşılığını belirleyen katsayı ise Döviz Opsiyonu Katsayısıdır (TCMB, 2012a: 2).

Bu sistem ülke ekonomilerinin parasal aktarım mekanizması etkinliklerini arttırabilmek için zaman zaman değişen oranlarda uygulanabilmektedir. 2021 yılı temmuz ayı itibariyle Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının döviz olarak tesisi için oranlar yüzde 20'den en fazla yüzde 10 olacak şekilde düşürülerek döviz mevduatları veya döviz cinsinden katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarında 200 baz puan artışa gidilmiştir. Hatta 1 Ekim tarihinde bu oran sıfırlanarak aynı tarih itibariyle döviz mevduatları veya döviz cinsinden katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarında 200 baz puan artışa gidilmesinin finansal istikrara katkı sağlayacağı kararlaştırılmıştır. Tüm bunların sonucunda TL zorunlu karşılıklarının 13,9 milyar TL ve döviz ve altın cinsinden zorunlu karşılık rakamlarının 3,4 milyar USD şeklinde artış göstermesi hedeflenmiştir (TCMB, 2021m).

Merkez Bankası'nın ekonomik olarak gerekli olması muhtemel olan ihtiyaçları giderebilmek ve var olan düzeni tekrar sağlayabilmek için bilançosunda altın ve döviz olarak tuttuğu uluslararası rezervlerinin gösterimi basitçe Tablo 12'de sunulmuştur.

Tablo 12. Merkez Bankası Uluslararası Rezervleri

Varlıklar	**Yükümlülükler**
Altın -----	Zorunlu karşılıklar, eurobond ihracı, hazineye olan borç -----
Döviz -----	

Uluslararası rezervler, para otoritesi olarak kabul edilen Merkez Bankası tarafından yönetilen, saklanılan, her zaman kullanılma imkânı bulunan, birbirlerine kolayca çevrilebilen uluslararası ödeme aracı olarak kabul edilmektedir. Bu araçlar; birbirine kolayca dönüştürülebilen dövizler, uluslararası standartlara uygun altın, özel çekme hakkı olarak tanımlanan SDR ve uluslararası para fonu rezerv pozisyonudur (TCMB, 2021i). Tablo 12'den de görüldüğü üzere Merkez Bankası uluslararası rezervleri, döviz ve altından oluşmaktadır yani TL yoktur. Burada yer alan döviz ve altınlar ise Merkez Bankası'nın kendi altın ve dövizi değildir.

Döviz ve altın rezervleri Türkiye ekonomisi açısından oldukça büyük öneme sahiptir. Bu nedenle gelişim dönemlerinin tarihsel açıdan incelenmesi önemlidir.

Türkiye'de 1980'li yıllar öncesinde uygulanan sabit kur rejimi ile döviz dolaşımı sıkı bir şekilde takip edilmiş ve ekonominin kısa vadeli gereksinimleri önemsenmiştir. Ancak 1980'lerden sonra başlayan serbestleşme hareketleri sonrasında esnetilen kambiyo kontrolleri ile hem kuruluşların hem de kişilerin döviz bulundurmalarına ilişkin yasaklar kaldırılmıştır. Bu serbestleşmenin getirdiği bolluk, döviz rezervlerine pozitif yönde katkı sunmuş ve piyasaların merkez bankasına olan güvenini sağlamıştır. 2001 yılına dek uygulanan enflasyon hedefine yönelik sabit kur sistemi ile döviz rezervlerinin likit varlıklarda değerlendirilmesine yönelik bir hedef belirlenmiştir. 2001 yılı sonrasında uygulamaya konulan dalgalı kur rejimi ile merkez bankası piyasalara olan müdahalelerini azaltmış ve günlük döviz alım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Bu yöntem ile hem gerektiği durumlarda ekonomiye müdahale etmenin hem de aşırı oynaklık ve dengesizlik ortaya çıktığında ihale yoluyla dengenin sağlanmasının yolu açılmıştır. Döviz rezervlerine katkıda bulunan ve Türkiye'ye mahsus bir durum gibi düşünülen işçi dövizleri ise dalgalı kur sistemi ile birlikte eski önemini yitirmiş, 2004 yılından itibaren faiz oranlarında düşüş başlayarak 2014 yılından sonra uygulamaya son verilmiştir. Ardından ROM mekanizması ile döviz rezervleri içerisinde zorunlu karşılıkların payı yükselmiş ve küresel kriz sonrası finansal istikrar desteklenmiştir (TCMB, 2018a: 5).

2011 yılı itibariyle uygulamaya alınan ROM mekanizması bankalara TL cinsinden karşılıklarını yabancı para olarak ayırabilmelerine imkânı tanırken altın olarak da karşılık ayırmaları mümkün hale gelmiştir (Tabak vd., 2020: 3).

Bir ülkenin uluslararası rezervlerini oluşturan altın ve döviz miktarı, o ülkenin ekonomik istikrarına ilişkin oldukça önemli bir göstergedir. Merkez bankasının aktifindeki döviz varlıkları – uluslararası rezerv miktarı = kısa vadeli döviz borcunu vermektedir. Bir ülkeye yatırım yapacak olan yabancılar da ülkenin rezervlerine bakmakta ve kısa vadeli borcunun ne kadarını bu rezervlerle çevireceğine dair fikir edinip yatırım yapma ve yapmama kararı vermektedir. Swaplar hariç tutulan net rezervlerin hesaplanabilmesi için ilk olarak brüt rezervler olarak adlandırılan resmi rezerv varlıklar Tablo 13 yardımıyla gösterilmektedir.

Tablo 13. Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi (Milyon USD)

	19.11.2021
A. Resmi rezerv varlıkları	128.544
(1) Döviz varlıkları (Merkez Bankası tarafından alım satıma konu olan dövizler)	80.282
(a) Menkul kıymetler	8.218
Bilgi için: merkezi Türkiye'de olan, yurt dışında yerleşik olan ihraççılar	0
(b) Toplam nakit ve mevduatlar:	72.064
(i) Diğer merkez bankaları, BIS (Bank for International Settlements) ve IMF	68.779
(ii) Merkezi Türkiye'de olan bankalar	1
Bilgi için: yurt dışında yerleşik	1
(iii) Merkezi Türkiye dışında bulunan bankalar	3.284
Bilgi için: Türkiye'de yerleşik	0
(2) IMF rezerv pozisyonu	158
(3) SDR'ler	7.621
(4) Altın (altın mevduatlarını ve eğer uygunsa altın swaplarını içeren)	40.483
--- *(saf) milyon troy ons*	*21,759*

Kaynak: (TCMB, 2021l)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 19.11.2021 tarihli resmi rezerv varlıklarının hesap edilebilmesi için döviz varlıkları, altın, IMF pozisyonu ve SDR'ler toplanması gerekmektedir. Böylece tablonun en üstünde yer alan resmi rezerv varlıklarına ait miktar teyit edilmektedir. Bunun devamında net rezervlerin bulunabilmesi için TCMB analitik bilançosunda yer alan dış varlıkların ve döviz yükümlülüklerinin o günkü USD alış kuruna bölünmesi ve TL ile yapılan gösterimin USD'ye dönüştürülmesi gerekmektedir. İlgili TCMB analitik bilançosu Tablo 14'te gösterilmektedir.

Tablo 14. TCMB Bilançosu – Aktif/Pasif

	19-11-2021
A. AKTİF (Bin TL)	1.512.480.806,00
A.1-DIŞ VARLIKLAR (Bin TL)	**1.393.415.936,00**
A.2-İÇ VARLIKLAR (Bin TL)	250.766.345,00

P. PASİF (Bin TL)	1.512.480.806,00
P.1-TOPLAM DÖVİZ YÜKÜMLÜLÜKLERİ (Bin TL)	**1.247.143.542,00**
P.1a-Dış Yükümlülükler (Bin TL)	138.744.954,00
P.1b-İç Yükümlülükler (Bin TL)	1.108.398.588,00
P.1ba-Kamu ve Diğer Döviz Mevduatı (Bin TL)	140.357.606,00
P.1bb-Bankalar Döviz Mevduatı (Bin TL)	968.040.982,00

Kaynak: (TCMB, 2021h)

Tablo 14'ten görüldüğü üzere bilançonun aktifinde yer alan dış varlıklardan, bilançonun pasifinde yer alan toplam döviz yükümlülükleri çıkartıldığında net rezervlere ulaşılmaktadır. Yani 1.393.415.936,00 – 1.247.143.542,00 = 146.272.394,00 TL elde edilmektedir. Bu rakam döviz cinsinden ifade edilecek olursa, o günkü döviz kuruna (1 TL=11.0266 USD) bölündüğünde 13.265.412,18 USD olmaktadır.

Bu toplamın içerisinde Merkez Bankası'nın yükümlülükleri kapsamında swaplar da olduğundan elde edilen rakamdan swapların çıkartılması gerekmektedir. Yani swap hariç net rezervlerin bulunabilmesi için net rezerv miktarından swap rakamı düşülmelidir. Swap bakiyesini gösteren Tablo 15 aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 15. Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi- Döviz Varlıklarından Önceden Belirlenmiş Kısa Dönem Net Çıkışlar (Nominal Değer)

			Vade dağılımı (kalan vade)		
		Toplam	1 aya kadar	2-3 ay arası	4 ay-1 yıl arası
1. Döviz kredileri, menkul kıymetler ve mevduatlar		-25.569	-2.297	-4.306	-18.966
- Çıkışlar (-)	Anapara	-19.906	-1.926	-3.675	-14.305
	Faiz	-5.663	-371	-631	-4.661
- Girişler (+)	Anapara	0	0	0	0
	Faiz	0	0	0	0
2. Yurt içi para karşılığında döviz forward ve future'ların toplam açık ve fazla pozisyon büyüklükleri (para swaplarının gelecekteki bacağını da kapsar)		**-63.181**	**-23.741**	**-17.500**	**-21.940**

(a) Açık pozisyonlar (-)	-61.181	-23.741	-17.500	-21.940
(b) Fazla pozisyonlar (+)	0	0	0	0
3. Diğer	**-5.148**	**-2.817**	**-2.331**	**0**

Kaynak: (TCMB, 2021l)

Tablo 15'te yer alan yurtiçi para karşılığında döviz forward ve futurelerin toplam açık ve fazla pozisyon büyüklükleri ile diğer satırında yer alan ve altın swaplarını da içeren miktarın eklenmesi sonucunda toplam swaplar bulunmaktadır.

Swap hariç net rezervlere ulaşabilmek için ise Tablo 15'te hesaplanan net rezerv toplamından swapların çıkartılması gerekmektedir. Böylece 19.11.2021 tarihli brüt resmi rezerv varlıkları 128.544 milyar USD, net rezerv varlıkları 13.265 milyar USD, swaplar- 68.329 milyar USD ve swap hariç net rezervler – 55.064 milyar USD olarak hesaplanmaktadır. Yukarıda yapılmış olan tüm bu açıklamalar göz önüne alındığında swapların bir emanet sistemi içerisinde yer aldığı söylenebilmektedir.

Bir ülkenin cari dengesinde oluşan bir açık söz konusu ise bu açık çeşitli kalemlerden oluşan finansman araçları ile telafi edilebilmektedir. Ancak bazen bu finansman araçları da açığın kapanmasında eksik kalabilme ve merkez bankası rezervlerine başvurulmaktadır. Tam tersi durum söz konusu olduğunda yani cari dengenin fazla verdiği varsayıldığında, meydana gelen fazlalık merkez bankası rezervlerine eklenmektedir (Eğilmez, 2017).

2017-2020 tarihleri arası dönemde sürekli olarak aktif rasyosu ile kredi arzının sağlanması bankaların özkaynaklarının en fazla yüzde 20'si ile long veya short pozisyon alabilme limitlerini aşmalarına neden olmuştur. 2017 yılında yaşanan yüksek kredi patlaması ile artan döviz talebi ise kur seviyesinde yükselişe neden olmuş (1 USD=3,77 TL) ve bu dönemde cari açık rakamı 92,4 milyar $ olarak gerçekleşmiştir. Yani diğer ülkeler ile yapmış olduğumuz dış ticaret işlemleri dönem sonunda zarar ile sonuçlanmıştır. Bu arada ülkeye giren döviz (dış borç + portföy yatırımları + doğrudan yabancı sermaye yatırımları) 51,9 milyar $ olmuş ve sonuç olarak ilgili dönemde 92,4 – 51,9 = 40,5 milyar $ açık verilmiştir. Bilançodaki net hata ve noksan kaleminden ise 3,6 milyar $ çıkış ile birlikte toplamda yaklaşık 44 milyar $ (40,5 + 3,6 = 44) gibi bir rakama ulaşılmıştır. Bu rakamların Merkez

Bankası'nın uluslararası rezervlerinden karşılanması gerekmektedir. Ancak tüm döviz borcu ödense bile yaratılan TL'nin karşılığının finansal anlamda zayıf olduğu ve net döviz pozisyonunun iyileştirilmesi gerektiği bilançodan okunabilmektedir.

2021 yılı haziran ayına gelindiğinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Çin Halk Cumhuriyeti ile yapmış olduğu ikili para takası olarak da adlandırılan swap anlaşmasının temel hedefinin yerel nitelikteki para birimleri ile gerçekleştirilen ticarete yardımcı olmak ve her iki ülkenin de finansal istikrar hedefine kavuşmasında destek olmak olduğu belirtilmiştir (TCMB, 2021j). Ardından ağustos ayında Güney Kore ile yapılan swap anlaşmasında yine her iki ülkenin kalkınmasına yönelik olacak şekilde mali iş birliği mesajları yer almıştır (TCMB, 2021k). Diğer ülkelerle yapılan swap anlaşmaları her ne kadar Merkez Bankası'nın toplam rezervlerine pozitif katkı sunmuş ve rezervlerde oluşan kayıpları telafi etmeye çalışmış olsa da bankanın kendi rezervlerindeki yönünü değiştirmemiştir. Bu nedenlerle döviz rezervlerinin hem dış borç ödeme kolaylığı sağlaması açısından hem de gerekli durumlarda başvurulacak kaynak olması ve tampon olarak kullanılabilmesi bakımından önemi vurgulanmıştır. Merkez bankalarının müdahale imkânını azaltan bu durum ise yönetici kadroları için ekonomik sorunlarla baş edebilmeyi zorlaştırmış ve ülke ekonomisi için yeni sorunları beraberinde getirmiştir.

Görüldüğü üzere kredi mekanizmasının arka planında sistem oldukça karmaşık ve detaylı bir şekilde işlemektedir. Bu mekanizmanın sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için hem iç hem de dış dengenin kontrollü olarak yönetiliyor olması oldukça önemlidir. Ekonomi yönetimi tarafından zaman zaman sıkı veya genişletici para politikaları uygulanarak krediler ile müdahalelerde bulunulmaktadır. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun yayınlamış olduğu son yıllardaki kredi verilerine bakıldığında diğer kredi türlerine kıyasla büyük oranda kurumsal kredilerin kullandırıldığı göze çarpmaktadır.

Tablo 16. Kredi Türlerinin Dağılımı (%)

Yıllar	**2016**	**2020**	**2021/6**
Ticari ve kurumsal nitelikli krediler	52	53	55
Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) nitelikli krediler	24	24	23
Tüketici kredileri	24	23	22

Kaynak: (BDDK, 2021b: 11)[14]

Tablo 16'da ticari ve kurumsal kredilerin diğer kredi türlerine kıyasla daha yoğun bir şekilde kullanıldığı ve bu oranların 2021 yılında da değişmediği görülmektedir. Güncel payı yüzde 22 seviyelerinde olan tüketici kredilerinin vadelerinin de 24 aya kadar çekilmesi ile hem enflasyon hem de cari açığın kontrol altında tutulması hedeflenmektedir. Ancak Türkiye özelinde enflasyon konusu değerlendirildiğinde maliyetler talebe kıyasla daha ağır basmaktadır. Diğer taraftan üretim yapmak için ithalat yapmak zorunda kalınması yine maliyetlere yansıyan bir durumu işaret etmektedir. Bu nedenlerle piyasadaki likidite sıkıntısının büyük hacimli kredilerin ön planda olması ve paranın tabana yayılmaması şeklinde bir tekelleşmeye yol açması sonucunda finansal sistem etkilenebilmektedir (Uzunoğlu, 2021).

[14] Tablo, BDDK Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Haziran 2021 Raporu'ndan yararlanılarak elde edilmiştir.

II. BÖLÜM

2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

Literatür incelendiğinde parasal aktarım mekanizmasının işlevini ve önemini ortaya koyabilmek amacıyla yapılan birçok tanımlama bulunmaktadır. Bunun nedeni uygulanacak olan para politikası için kullanılacak olan araçların ülke ekonomisinde meydana getireceği etki ve değişimlerin sonuçlarındaki farklılıkların ortaya konulabilmesidir. Merkez bankaları içinde bulundukları ekonomik koşulları dikkate alarak uygulayabileceği en etkin politikayı seçer ve gelecek için koyduğu hedeflere ulaşmaya çalışır. Uygulayacağı politikalardan elde etmeyi beklediği sonuca ulaşabilmek için ise parasal aktarım mekanizmalarının varlığından da yararlanır.

Alınan para politikası kararları ile enflasyon beklentilerinin, enflasyon oranının ve toplam talebin etkilendiği süreç genel olarak para politikası aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır (Pétursson, 2001: 62). 1980'li yıllardan sonra uygulamaya konulan para politikalarının ekonomiye olan etkisinin ölçümlenebilmesi ve bu politikalara dair değerlendirmelerin kamuoyuna şeffaf bir şekilde duyurulabilmesi amacıyla çıktı açığı[15], enflasyon ve toplam talep üzerinde yarattığı etkiler ile bu etkilerin hangi kanalla gerçekleştiği üzerinde dikkatle durulmaya başlanmıştır (TCMB, 2013c: 2).

Merkez bankası, bankaların bankasıdır. Bu nedenle bankaların likidite fonlama maliyetlerini etkilemesinin yanı sıra müşterilerine borç verdikleri maliyetler üzerinde de etkili olmaktadır. Bu yönlendirmeleri yaparken genellikle faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz oranlarında yaptığı yukarı veya aşağı yönlü bir değişim, kısa vade içerisinde mevduat ve kredilerin faiz oranlarına da yansımaktadır. Ancak uzun dönem faizlerine olan etkisi dolaylı olmaktadır. Bunun nedeni beklentilerle ilgilidir. Gelecekte beklenen politika faiz oranı için önemli derecede bir değişiklik olmazsa uzun vadedeki faiz oranlarında da muhtemelen değişiklik olmayacaktır (ECB, 2004: 44-45).

[15] Bir ülke ekonomisinin çıktı seviyesinin o ülkenin tam kapasite ve verimlilikte elde edeceği çıktı seviyesi (potansiyel çıktı) ile karşılaştırılması durumunda ortaya çıkacak olan farktır. Cari bir dönem içerisinde talebin enflasyonist baskı yaratma derecesinin belirlenmesi adına takip edilmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının oluşum aşamaları aşağıdaki gibidir (TCMB, 2013c: 2):

1. Aşama: Uygulamaya alınan para politikası sonucunda meydana gelen değişimlerin varlık fiyatlarında, faiz oranlarında, döviz kurunda ve beklentiler üzerinde meydana getireceği aktarım,
2. Aşama: Faiz oranları, beklentiler, varlık fiyatları ve döviz kuru değişkenlerinin hem yurt içerisindeki mallara hem de ithal mallara olan talep üzerindeki etkisi,
3. Aşama: Toplam talep sonucunda yapılan ölçümleme ile yurt içi fiyatların hangi seviyede oluştuğu belirlenmesi sonucunda, yurt içi fiyatların ve ithal edilen malların fiyatlarının enflasyonu şekillendiren bir süreç olmasıdır. Bu durumda faiz oranlarında ortaya çıkan değişiklik enflasyon üzerinde etki yaratırken döviz kurlarında ortaya çıkan değişiklikler ise ithal mala olan talebin yanı sıra ithal edilecek olan ürünlerin fiyatları üzerinde de etkili olacaktır.

2.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

Faiz kanalı, bilinen en eski ve geleneksel parasal aktarım mekanizmasıdır. Keynes, Hicks ve Modigliani merkez bankasının para arzını etkileyerek böylece harcamaları etkileyebileceği görüşü ile IS/LM analizleri çerçevesinde bu aktarım mekanizmasını değerlendirmiştir (Bernanke, 1993: 55). Faiz kanalı, Keynesyen etki veya para kanalı olarak da adlandırılmaktadır. Para politikası uygulamalarından elde edilen sonuçların faiz mekanizmasıyla aktarılmasına ilişkin süreç oldukça uzun olmasına rağmen iktisat literatüründeki varlığını hala korumaktadır. Keynesyen görüş ile ifade edilen sıkı para politikası uygulaması sonucunda reel sektörün nasıl etkilendiğine dair mekanizma IS/LM modeli çerçevesinde Tablo 17'de özetlenmektedir (Mishkin, 1995: 4):

Tablo 17. Faiz Kanalı

Para Arzı (M)	Faiz (i_r)	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
↓	↑	↓	↓

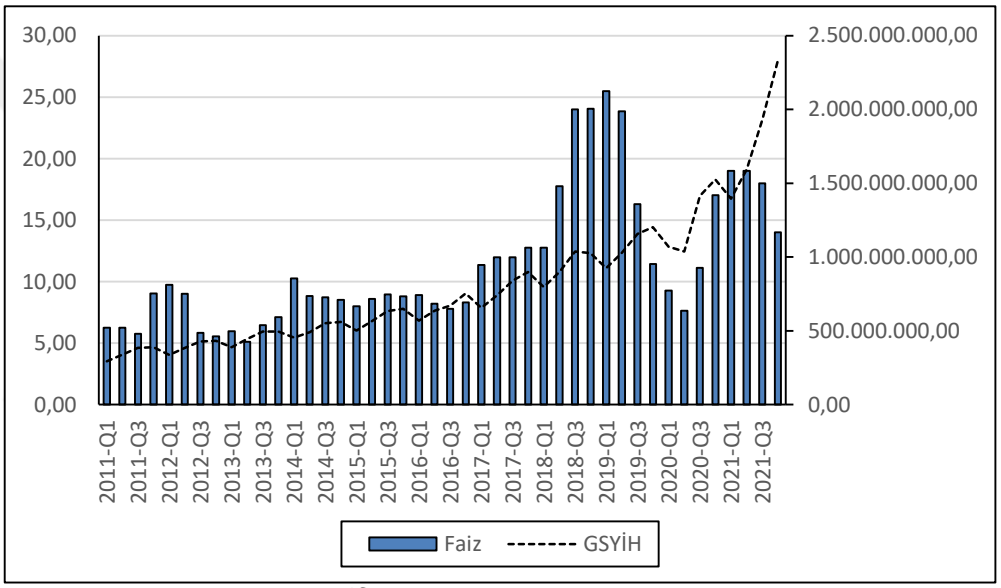
Tablo 17'den de görüldüğü üzere sıkı bir para politikası uygulaması (M) ile reel faiz oranlarında (i_r) meydana gelen artış, işletmelerin maliyetlerini arttıracağından stokları ve yatırımları (I) azaltacaktır. Yatırımların azalması sonucunda düşen toplam talep ile toplam üretimde (Y) de düşüş meydana gelecektir.

Tam tersi durumda yani genişletici bir para politikası izlenmesi sonucunda ise faiz oranları düşecek ve böylece yatırımlar artamaya başlayacaktır. Bunun sonucunda toplam talep ve üretim ile toplam hasıla pozitif yönde etkilenecektir. Ancak faiz oranlarının düşüş eğilimi tasarruflarda azalmaya neden olabileceğinden enflasyonu baskılayıcı etki yaratabilecektir (TCMB, 2013c: 5). Keynes'in ilk tespitleri, faiz kanalının, reel sektörün yatırım harcamaları için verecekleri kararlar ile işlediğini ortaya koymuştur. Ancak daha sonraki dönemlerde yapılan bazı çalışmalarda faizlerin yalnızca işletmelerin yatırım kararları üzerinde değil aynı zamanda tüketicilerin de dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarının üzerinde etkisi olduğunu göstermiştir. Bu nedenle Tablo 17'de (I) ile ifade edilen yatırımlar aynı zamanda konut (ikamet için) ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını da içermektedir (Mishkin, 1995: 4).

Grafik 1'den de anlaşıldığı üzere normal dönemlerde faiz oranlarında artış yaşanırken GSYİH azalış eğilimindedir. Tam tersi durumda ise GSYİH'de artış meydana gelmektedir. Türkiye'nin Brunson krizi ile 2018 yılında yaşadığı kur şoku ve tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 salgını birçok ülke gibi Türkiye'yi de olumsuz yönde etkilemiş ve bu dönemlerde iki gösterge zaman zaman birlikte hareket etmiştir. Covid-19 salgını, 2020 yılında küresel ekonomiyi yüzde 4,3 oranında küçültmüş ve aniden ortaya çıkışı yeni bir dünya düzeni meydana getirmiştir. Bu salgın ile tüm bilinenler unutularak yeni arayışlar başlamıştır. Salgının devam ettiği dönemde ülkeler genellikle para arzı artışları ile faizleri düşürerek yatırımları arttırmaya ve canlandırılmaya çalışmıştır. Türkiye de 2020

yılının ikinci çeyrek döneminden sonra kademeli bir şekilde faiz indirimlerine giderek kredi genişlemesini amaçlamıştır. Ancak düşük faizler sonucunda talep edilen kredilerin, amaçlandığı gibi yatırımlara değil de belirsizlikten korunmak amacı ile alternatif araçlara yöneldiği görülmüştür. Bu durum yabancı paranın yerli para karşısında değerlenmesi süreci ile son bulmuştur. Sonuç olarak ekonomik ve siyasi anlamda yaşanan belirsizlik, yatırımları beklenen seviyeye getirmemiş ve dolayısıyla milli hasılada istenilen etki yaratılamamıştır.

Grafik 1. Faiz Kanalı



Kaynak: (TCMB, 2023b)[16]

Merkez bankaları, kısa vadeli nominal faiz oranlarını değiştirdiklerinde bu değişiklik kısa ve uzun vadeli reel faiz oranları üzerinde de etkili olmaktadır. Fiyatların yapışkan olduğu varsayıldığında uzun vadeli faiz oranları, beklenen kısa vadeli faiz oranı ortalaması ile risk priminin toplamından oluşarak kısa vadeli faiz oranlarına paralel sonuçlar doğurmaktadır. Risk primi, kamu borcunun fazla olduğu ülkeler açısından değerlendirildiğinde faiz oranlarının arttırılması sonucunda sürdürülebilir olup olmaması konusu endişeleri de beraberinde getirmektedir. Bu kapsamda işleyen bekleyişler teorisi çerçevesinde yaşanan tüm bu gelişmeler enflasyonu ve reel sektörü etkilemektedir (TCMB, 2013c: 5-6). Bunun nedeni kısa vadeli nominal faiz oranlarındaki değişmenin uzun dönemli reel faiz oranlarını aynı

[16] Tablo, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

yönde etkilemesidir. Diğer taraftan yatırım kararları da uzun dönemli faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilenerek toplam çıktıya yön vermektedir.

Harcamalar üzerinde gerçekleşen etkinin nominal faiz oranlarından daha çok reel faiz oranlarından ileri gelmesi, deflasyonist bir ekonomik ortamda nominal faiz oranları minimum seviyelere gelmiş olsa bile uygulanan para politikasının nasıl ve ne yönde etkiler yarattığını ortaya koymaktadır. Sıfırlanmış bir nominal faiz oranı uygulaması söz konusu iken para arzında yapılan genişleme, beklenen fiyatlarda ve beklenen enflasyonda da artış yaratabilmektedir. Bunların sonucunda nominal faiz oranı sıfır tabanında olsa bile reel faiz oranlarında bir düşüş yaşanacak ve yatırımlar ile birlikte milli gelir de artacaktır. Tüm bu süreç Tablo 18'de sunulmaktadır (Mishkin, 1996: 3).

Tablo 18. Beklenen Fiyat-Enflasyon Faiz Kanalı

Para Arzı (M)	Beklenen Fiyat (P^e)	Beklenen Enflasyon (π^e)	Faiz (i_r)	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬆	⬇	⬆	⬆

Tablo 18'den de anlaşılacağı üzere para arzında yapılan bir genişleme sonucunda beklenen fiyatlar ve beklenen enflasyon yukarı yönlü hareket etmektedir. Nominal faiz oranının sıfır olduğu düşünüldüğünde reel faizlerde hala gerçekleşen düşüş sonucunda ise yatırımlar ve milli gelir artmaktadır.

Faiz kanalı, yüksek enflasyon yaşanan bir ekonomik ortamda faiz oranlarında meydana gelen oynaklıklar nedeniyle güç kaybetmektedir. Eğer bu oynaklık ve değişkenlik, beklenen enflasyonun üzerinde gerçekleşmiş ise reel faiz oranının üzerine eklenmektedir. Ancak bu uygulama sıkı para politikası uygulamasına geçildiği anlamına gelmemektedir. Bu durumun aksine enflasyonun çok düşük oranlarda olduğu ve oynaklığın da düşük olduğu ekonomilerde daha fazla parasal kısıtlamaya neden olmaktadır. Enflasyonun düşük seyrettiği ve az volatil olan ekonomilerde faiz kanalı güç kazanmaktadır (Lopes, 1998: 67).

Faiz ve enflasyon arasındaki ilişki Türkiye'de uzun zamandır tartışılan ve üzerine görüşler belirtilen bir konudur. Bir görüş bu ilişkiyi Fisher'in teorisine dayandırmış ve nominal faiz oranının, reel faiz oranı ve beklenen enflasyondan oluştuğunu açıklamıştır. Yani nominal faiz oranında meydana gelen artış, reel faiz oranlarının uzun vadede aynı kaldığı varsayımı çerçevesinde beklenen enflasyonda artışa neden olmaktadır. Bu varsayıma göre enflasyon ve faiz oranları arasında uzun dönemli ve pozitif bir ilişki mevcuttur (Ertem, 2018). Bir diğer görüş ise politika faizinin düşürülmesi sonucunda enflasyonun düşürülemeyeceğini ve enflasyon oranları düşmediğinde piyasa faizinin düşmeyeceğini savunmaktadır. Piyasa faizi düşmediğinde yatırımların da artmayacağı ve milli gelire pozitif katkı sunmayacağı belirtilmektedir. Bu görüş risk priminin ve enflasyon beklentilerinin piyasa faizleri üzerinde etkili olan ve yönlendiren en önemli faktörler olduğunu savunmaktadır. Böylece enflasyon oranının düşürülmeden faizin düşürülmesinin daha yüksek borçlanma maliyeti ile son bulacağı bir süreci ifade etmektedir. 2008 Küresel Finans Krizi sonrası dönemde enflasyonun giderek düşmesine karşı çare bulamayan Federal Rezerv Bankası (FED)'nın faizlerde indirime gitmesi süreci enflasyon beklentilerini düşürmüş ve Neo-Fisherian görüşün ortaya atılmasına neden olmuştur. Ancak Türkiye'deki sorun düşük enflasyon değil yüksek enflasyondur. Bu nedenle faiz artışı yönünde alınan kararlar sonucunda enflasyon beklentilerinin daha da artması öngörülmektedir (Demiralp, 2021).

Faiz ve enflasyon arasındaki ilişki incelenirken Türkiye ekonomisine olan etkisi nedeniyle dövizin de dikkate alınması gerekmektedir. İthal girdi bağımlılığı yüksek olan ülkelerde döviz kurlarında herhangi bir sebeple meydana gelen yükselişler fiyatları üzerinde de artış yönünde baskı yaratmaktadır. Artan fiyatlar döviz kuru düşse de aynı kalmakta ve yapışkan hale gelmektedir. Bu nedenle Türkiye gibi döviz kurunun önem arz ettiği ülkelerde faizler yükseltilerek sıcak para girişi sağlanması döviz kurunu düşürebilmektedir. Piyasada döviz miktarının bollaşması ise döviz kuruna endeksli fiyatların da sakinleşmesine neden olmaktadır. Bu duruma karşın daha önce uygun maliyetlerle ve döviz borcu ile yapılan yatırımlar kârlı hale gelmekte ve yatırım harcamalarında artışa neden olmaktadır. Ayrıca dövize endekslenmiş olan taksitli satışlarda da artış görülmektedir. Dolayısıyla toplam talep

artarken milli hasıla da genişlemektedir. Ancak zamanla meydana gelecek olan döviz açığındaki bu durum sürdürülemez bir cari açığa neden olurken ardından dış borçları arttırıcı etki yaratmaktadır (Cansen, 2006). Sonuç olarak yüksek enflasyon yaşayan Türkiye için faiz kanalı ile kısa vadede bazı problemler çözülmeye çalışılsa da ana hedefin enflasyon olarak belirlenmesi ve uzun vadeli projeksiyonlar üretilerek fiyat istikrarına bağlı kalınması gerekmektedir (Worldbank, 2021: 6).

Para görüşü, para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki etkilerini analiz etmek açısından dört temel varsayıma dayanmaktadır (Hubbard, 1994: 4):

i. Merkez bankasının kamu otoritesi olarak para arzını belirlediği ve bu sebeple para arzının makroekonomik değişkenlerden bağımsız olduğu görüşü yani 'dışsal' kabul edildiği bir durumu, aktif davranarak kontrol etmesi,
ii. Kısa dönemde fiyat ve ücret yapışkanlığı söz konusu olduğundan merkez bankasının nominal ve reel faiz oranlarını etkileyebildiği,
iii. Para politikası ile kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin uzun vadede işletmeler ve hane halklarının yatırım kararlarını belirlemelerinde etkili olması,
iv. Bir para politikası yeniliğine cevap olarak faize duyarlı harcamalardaki değişikliklerin sonucunda gözlemlenen çıktı ile uyumlu olması yani faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin üretime yansıması şeklindedir.

Sermaye piyasası ile ilgili varsayımlardan biri para ve tahvil gibi iki tür finansal varlığın olmasıdır. Yani ekonomik birimler para talebini para ve tahvil arasında seçim yaparak gerçekleştirmektedirler. Tahvil ile kastedilen ise para dışındaki diğer finansal varlıklardır. Bu varsayıma göre para dışında kalan ticari senet, banka kredisi, hisse senedi, devlet tahvili, tüketici kredisi, gibi diğer finansal varlıklar tahvil olarak adlandırılmaktadır. Bu nedenle varlık sahipleri portföylerini oluştururken para ve para dışında kalan finansal varlıkların birleşimi karşısında duyarlı davranmaktadır. Ancak bu bileşimi yaparken para dışındaki varlıklar arasında

kayıtsız kalmaktadır. Dolayısıyla parasal ve parasal olmayan varlıkların bileşimi ekonomiyi etkilerken, parasal olmayan varlıkların ve kredinin ekonomi üzerinde hiçbir etkisi bulunmamaktadır (Bernanke, 1993: 55).

Modigliani ve Miller tam istihdam seviyesinde bulunan bir sermaye piyasasında firmaların sermaye yapılarının alacakları kararlardan bağımsız olduğunu öne sürmektedir. Tam rekabetçi piyasalarda neyin üretileceği veya nasıl üretileceğine dair alınan ekonomik kararlar yalnızca tüketiciye, var olan teknolojiye ve girdiye göre şekillenmektedir (Bernanke, 1993: 52; Modigliani ve Miller, 1958).

Bu kanal için IS/LM modeline getirilen bazı eleştiriler olmuştur. Bunlar (Meltzer, 1995: 52):

1- Model, sermaye stokuna yapılan yatırım artışlarını toplam varlık stoklarının da artışı şeklinde güncellememektedir.
2- Faiz oranının para talebini etkileyen kısa vadeli bir oran olup olmadığı ya da yatırım ve sermaye birikimini sağlayan uzun vadeli bir oran olup olmadığı konusu net değildir.
3- Modelde finansal aracıların rolünden bahsedilmemiştir. Yalnızca para ve parasal taban ile birbirlerine oranı dikkate alınmıştır.
4- Paranın yalnızca tahvillerle mi yoksa hem tahviller hem de gerçek sermaye ile ifade edilen tüm varlıklar ile ikame olup olmadığı da net olarak belirtilmemiştir.
5- Kısa vadede faiz oranlarında gerçekleşen değişmelerin çoğunluğu harcama kararlarını etkilemeyecek seviyededir. IS/LM modeli geçici nitelikteki bu hareketleri nominal ve reel getirilerdeki geçici ve kalıcı değişikliklerden ayırmamaktadır.

2.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Meltzler'e göre aktarım süreci varlık piyasasında başlar. Birçok varlık için bilgi ve işlem maliyetleri, üretimi değiştirmekten, tüketimi ayarlamaktan veya dayanıklı tüketim mallarına yatırım yapmaktan daha düşüktür. Özellikle uyarıların geçici mi yoksa kalıcı mı olduğu konusunda belirsizlik olduğunda, varlık piyasaları

buna daha hızlı yanıt vermektedir. Merkez bankasının yapmış olduğu açık piyasa işlemleri ile para tabanında ve menkul kıymet stoklarında eş zamanlı ancak zıt yönde bir değişiklik meydana gelmektedir. Yani alım yönünde yapılan bir açık piyasa işlemi parasal tabanı arttırırken bankaların veya kamunun borç stokunu azaltmaktadır. Tam tersine satış yönünde yapılan bir açık piyasa işlemi ise halkın borç stokunu arttırmaktadır (Meltzer, 1995: 54).

Daha açık bir şekilde ifade edilecek olursa, ekonomik birimlerin ellerinde hisse senedi, bono, gayrimenkul ve döviz gibi varlıklar bulunmaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının uygulayacağı para politikası ile faizlerde meydana gelen değişim bu varlıkların fiyatlarını da etkilemektedir. Faiz oranlarının düşürülmesi sonucunda diğer varlık fiyatlarının artması hem gelirlerde hem de teminat tarafında artışa neden olmaktadır. Böylece servetteki artışın neden olduğu tüketim harcamaları toplam talebi arttırarak üretimdeki artışı tetiklemektedir. Buna ek olarak yatırımların artması ekonomiyi canlandırırken bir taraftan enflasyonu tırmanışa geçirmektedir. Bunun aksine faizlerin yükseltilmesi ile varlık fiyatlarının düşmesi, hane halkı gelirlerini ve firma teminatlarını azaltıcı yönde etki yapmaktadır. Dolayısıyla gelirlerine oranla borç stoklarında artış meydana gelmektedir (Taş vd., 2012: 58).

Para politikası uygulamalarının ekonominin üzerindeki etkilerini analiz etmek için kullanılan IS/LM modeline monetaristler tarafından itirazlar yükselmiştir. Çünkü var olan model birçok varlık fiyatı yerine yalnızca bir varlığın faiz oranına odaklanmaktadır. Monetaristlere göre diğer varlıkların fiyatları ve reel servet de bu aktarım mekanizmasına dahil edilmelidir. Çünkü bu aktarım mekanizmasının da ekonomi üzerinde etkileri bulunmaktadır. Bunun için hisse senetleri ve döviz kuru kanalının varlığı da incelenmelidir (Mishkin, 1996: 4-5).

2.2.1. Döviz Kuru Kanalı

1971 yılında Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve 1980'li yıllardan sonra artan liberalleşme süreci ile birlikte arz yanlı iktisadın ortaya çıkışı, hem sabit döviz kuru sistemlerinin yerini esnek kur rejimlerinin almasına hem de mal ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesine neden olmuştur. Uluslararası sermaye hareketlerinin

artışı ve ülkelerin dış ticaret yapılarındaki değişiklikler dövize olan bakış açısının değişmesi ile döviz kuru kanalının önemini bir kez daha vurgulamıştır. Dışa açık ülke ekonomilerinin net ihracat rakamları üzerinde oluşan değişimler, döviz kurlarının diğer değişkenler ile olan ilişkisini de ortaya koymuştur.

Döviz kuru kanalı toplam talebi etkilemesinin yanında toplam arzı da etkilemektedir. İlk olarak toplam talep açısından değerlendirilecek olursa, uygulanan para politikalarının faizlere etki ederek yerli paranın döviz karşısındaki değerine göre ihracat ve ithalat üzerinde etkili olması söz konusudur. Genişletici bir para politikası ile faizlerin düşmesi yabancı varlıklara olan talebi arttıracaktır. Böylece değeri düşen yerli para net ihracatın ve toplam talebin artmasına neden olacaktır (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 75). Ucuzlayan yerli paranın uluslararası alanda yabancı ülke mallarına kıyasla değersizleşmesi net ihracatta ve toplam talepte artışa neden olurken, ekonomik gelişme ve milli gelir artışı yaşanacaktır. Diğer taraftan yabancı sermaye (portföy yatırımcısı) o ülkeyi yatırım yapmak için tercih etmeyecek veya yatırımlarını başka ülkelerde değerlendirecektir (Horváth ve Maino, 2006: 4; TCMB, 2013c: 7). Mishkin de Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ekonomisinin uluslararası alanda gösterdiği faaliyetler ve esnek kur uygulaması sonucunda net ihracata olan etkisi nedeniyle para politikalarının önemini vurgulayarak bu kanalın aynı zamanda faiz oranlarından etkilendiğini öne sürmüştür (Mishkin, 1995: 5).

Arz açısından değerlendirilecek olursa, yerli paranın değer kaybetmesi ithal malını pahalılaştıracağından, ithal girdi maliyetlerinde artışlar yaşanmasına neden olacaktır. Bu nedenle toplam arzda ve reel üretimde düşüş meydana gelirken, maliyetlerin fiyatlar genel seviyesine yansıması sonucunda maliyet enflasyonu ortaya çıkacaktır. Tüm bu mekanizma sonucunda ülkelerin dışa açıklık seviyeleri ile döviz kuru kanalının sıkı bir ilişki içerisinde olduğu söylenebilmektedir (Horváth ve Maino, 2006: 4; TCMB, 2013c: 7). Söz konusu mekanizmaya dair süreç, aşağıdaki Tablo 19 yardımıyla gösterilmektedir:

Tablo 19. Döviz Kuru Kanalı

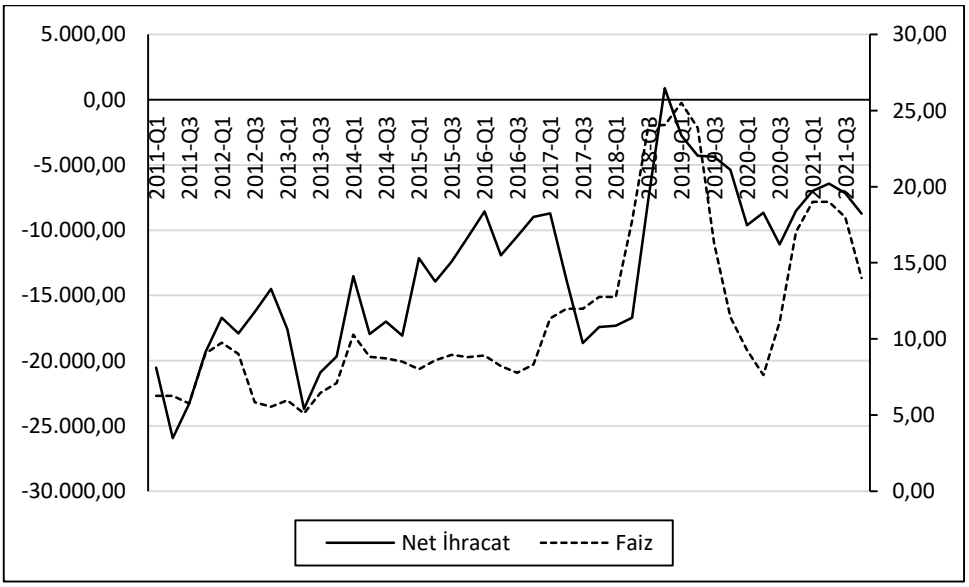
Para Arzı (M)	Faiz (i_r)	Yerli Para (E)	Net İhracat (NX)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬇	⬇	⬆	⬆

Kaynak: (Mishkin, 1995: 5)

Tablo 19'dan da görüldüğü üzere genişleyici bir para politikası uygulaması sonucunda yurtiçi reel faiz oranlarında (i_r) düşüş meydana gelmesi yabancı mevduatları yerli mevduatlara kıyasla daha cazip hale getirmektedir. Sermaye çıkışlarını da hızlandıracak olan bu düşüş yerli paranın (E) değerinin düşmesine neden olmaktadır. Bu durum yerli mallarını yabancı mallar karşısında ucuz hale getireceğinden net ihracat (NX) artışı yaşanmaktadır. Böylece toplam hasıla (Y) yukarı yönlü ivme kazanmaktadır.

Grafik 2'den de görüldüğü üzere genel olarak ters yönlü hareket eden faiz ve net ihracat, 2018 yılı ortalarından itibaren aynı yönlü olarak gelişme göstermiştir.

Grafik 2. Döviz Kuru Kanalı



Kaynak: (TCMB, 2023c)[17]

[17] Tablo, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Nominal faiz oranındaki artış reel faiz oranında nasıl artışa neden oluyorsa, nominal döviz kurundaki artışlar da genellikle kısa vadede reel döviz kurunu arttırmaktadır. Bu durum, mal fiyatlarının ve ücretlerin yapışkan olması nedeniyle yavaş ayarlanma sürecine girmiş olmasından ileri gelmektedir. Uzun dönemde fiyatlar genel seviyesinde ve nominal döviz kurlarında gerçekleşen düzeltmeler, reel döviz kurunu denge kuruna doğru getirmektedir (Taylor, 1995: 14).

Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı döviz kuru kanalının ekonomi üzerindeki etkinliği oldukça yüksektir. Özellikle küçük ve açık ekonomilerde döviz kurlarının faiz oranlarının yönünden etkilenmesi daha fazla hissedilmektedir (Boivin vd., 2010: 15). Pandemi dönemi için değerlendirmelerde bulunan Prof. Dr. Hakan Kara'ya göre dolar kuru yükseldiğinde Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde dış finansman ihtiyacı artmakta ve rezerv hacminin düşük olmasından dolayı yerli para ciddi şekilde etkilenmektedir. Yani hem küresel ürün fiyatlarının artışı hem de TL'de meydana gelen değer kaybı ile ithal ürünlerin satın alınması Türkiye için maliyet enflasyonu bileşenleridir. Bunun için Merkez Bankası'nın kredibilitesinin güçlendirilmesi gerekmektedir (Kara, 2021; Worldbank, 2021).

Enflasyonun dinamikleri Covid-19 salgını boyunca tartışılan önemli bir konu olmuştur. Salgın döneminde dönemlik olarak değişen açılmaların neredeyse tüm dünyada uygulanmaya başlanmasının, ertelenmiş taleplerin ortaya çıkmasına ve enflasyonun hızlanmasına neden olduğu görülmüştür. Buna ek olarak özellikle Çinli firmaların emtia stoku yapmalarının dönemlik toparlanma süreçlerini engelleyerek enflasyonu körükleyeceği beklenmiştir. Çin Hükümeti'nin ise bu stokçuluğu önlemek için firmaları tespit etmesi ve uyarılarda bulunması ile enflasyonda yaşanabilecek artış engellenmeye çalışılmıştır. Diğer taraftan petrol fiyatlarının, petrol üretemeyen ülkeler aleyhine artması ise birçok Avrupa ülkesi ve Türkiye için maliyet unsuru niteliğinde olduğundan enflasyonu tetikleyen bir başka neden olarak ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla maliyet enflasyonu salgın döneminde farklı kanallar vasıtasıyla fiyatlara etki etmiştir.

Döviz kurunda meydana gelen değişiklikler bilançolarda da etkiler yaratabilmektedir. Günümüzde birçok ülkede yaşayan hane halklarının ve

işletmelerin yabancı para cinsinden borcu bulunmaktadır. Döviz kurunun değer kazanması sonucunda yabancı para cinsinden borcu olan yerli ekonomik birimlerin borçlarını döviz varlıkları ile dengeleyememeleri bilançolarında maddi bir yük oluşacağı anlamına gelmektedir (Kamin vd., 1998: 12-13). Bu durum ekonomik krizde parasının değerinde yüzde 75 kayıp yaşayan ve yabancı para cinsinden borçların dört kat arttığı Endonezya'da şiddetli bir şekilde yaşanmıştır. Bilançosunda sorun yaşamayan ve verimli yatırımlar yapabilecek olan firmaları olmasına rağmen yüklü miktarda yabancı para borçları olan bu firmalara kredi verilmemiştir. Açıklanan aktarım süreci Tablo 20 yardımıyla özetlenmektedir (Mishkin, 2001: 8-9):

Tablo 20. Döviz Kuru İşletme Net Değer ve Servet Düzey Etkisi Kanalı

Para Arzı (M)	Faiz (i_r)	Döviz Kuru	İşletme Net Değerliliği	Net Servet Düzeyi (NW)	Kredi Talebi (L)	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬇	⬆	⬇	⬇	⬇	⬇	⬇

Tablo 20'den görüldüğü üzere para arzı genişlemesi ile birlikte faiz oranlarında meydana gelen düşüş, sermaye kaçışı sonucunda döviz kurunu değerli hale getirmektedir. Değeri artan döviz kuru, döviz borcu olan hane halkı veya firmaların borç yükünü öncekine göre yükselerek, firmaların ve hane halklarının ulusal para cinsinden net değerlilikleri ile net servet düzeylerini düşürmektedir. Bu noktada ortaya çıkan ahlaki tehlike ve ters seçim sorunları, kredi talepleri sonucunda yatırımlarda ve milli gelirde düşüşe neden olmaktadır.

Meksika ve Doğu Asya ülkeleri örneklerinde olduğu gibi firmalara ve hane halklarına verilen ödünçlerin geri dönüşlerinde başlayan sıkıntılar diğer taraftan finansal aracıların bilançolarını bozabilmektedir. Aynı zamanda kısa vadeli döviz pozisyon açığı bulunan bu kuruluşların aktif–pasif dengelerinin bozulması likidite sorunu yaşamalarına neden olabilmektedir. Ağırlaşan bilançolar ile birlikte bankaların sermaye yapılarının zayıflaması kredi arzının kısılması ile sonuçlanmaktadır. Aracı kuruluşların kur dalgalanmaları neticesinde yaşadıkları bu sorunlar zamanla yatırım ve üretim kanallarında azalışa neden olmaktadır. Özellikle

yabancı para cinsinden borçlanması olan ülkeler için oldukça önem taşıyan bu mekanizma Tablo 21'de gösterilmiştir (Kamin vd., 1998: 12-13; Mishkin, 2001: 8):

Tablo 21. Döviz Kuru-Banka Bilançosu Kanalı

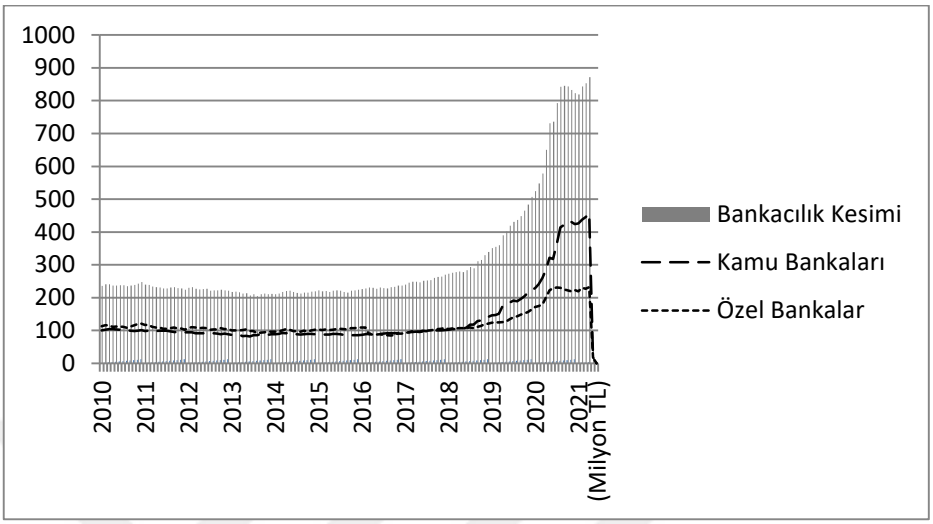
Para Arzı (M)	Faiz (i_r)	Döviz Kuru	Banka Bilançosu	Kredi Miktarı (L)	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬇	⬆	⬇	⬇	⬇	⬇

Kaynak: (Mishkin, 2001: 8-9).

Tablo 21'den de görüldüğü üzere parasal bir genişleme sonucunda düşen faizler, yerli paranın değerini düşürürken döviz kurunu arttırmaktadır. Yabancı para cinsinden borcu olanların bilançolarındaki kötüleşme ile ödeme sorunu yaşamaları üzerine bankalar da likidite sıkıntısı yaşamaktadır. Aynı zamanda açık döviz pozisyonları bulunan bankaların borç ve alacak vadelerinde meydana gelen uyuşmazlık nedeniyle kredi miktarları azalmaktadır. Dolayısıyla yatırımlar ve milli hasıla düşmektedir.

Salgın döneminde uygulanan politikalar ile ekonomide muhtemel hızlı daralmanın gerçekleşmesi önlenmiştir. Hatta kredi genişlemesi sonucunda reel sektör desteklenerek milli hasılada artışlar gerçekleşmiştir. Her ne kadar sermaye yeterlilik oranları yaklaşık yüzde 18 seviyelerinde ve Avrupa Birliği (AB) ortalamasına uygun bir şekilde güçlü görünse de bu dönem bankaları zorlayan bir dönem olmaya devam etmiştir. Bu süreçte özel bankaların kamu bankalarına kıyasla daha tedbirli davrandığı görülmüştür. Özel bankalar kredi kayıp karşılıklarını potansiyel şoklara karşı tampon olarak kaydederken kamu bankaları düşük faizlerle uzun vadeli kredi imkânları sağlamışlardır. Bu nedenle kısa vadeli yükümlülükler ve uzun vadeli alacakların vade uyumsuzluğu banka bilançolarında boşluklar oluşmasına ve bilanço yönetiminin zorlaşmasına neden olma ihtimalini ortaya çıkarmıştır. Uzun vadeli kredilerin geri ödemelerinde sorun yaşanması halinde ise aktif kalitesinde bozulmalar yaşanabileceği öngörülmüştür. Kamu bankalarının iç borçlanmadaki payı Grafik 3 yardımıyla gösterilmiştir.

Grafik 3. Kamu-Özel Bankaların İç Borçlanma Oranı (Milyon TL)



Kaynak: (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2021)[18]

Grafik 3'ten de görüldüğü üzere 2020 yılının ikinci çeyreği itibariyle kamu bankalarının iç borçlanmadaki payı keskin bir şekilde yükselmektedir. Toplam bankacılık kesimi iç borçlanma hacmine bakıldığında bu hacmin yarısının kamu bankaları tarafından gerçekleştirildiği anlaşılmaktadır. Özel bankaların ise hafif bir yükseliş ile uyum sağladığı gözlemlenmektedir.

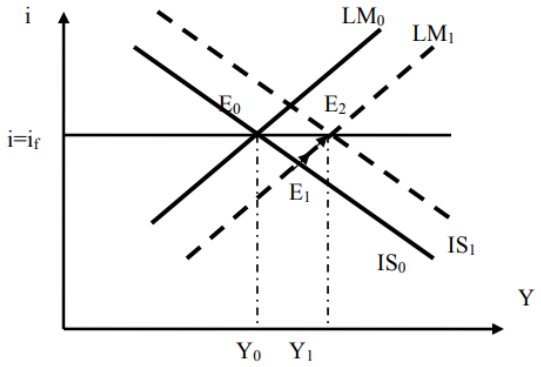
Türkiye Bankalar Birliği (TBB)'nin 64. Genel Kurul Toplantısı'nda Mart 2020-2021 dönemlerini kapsayan bilanço büyüklüklerinin yüzde 33 oranla artarak milli gelire oranının yüzde 122 seviyelerine ulaştığı belirtilmiştir. Kamu ve özel sektöre kullandırılan kredilerin bilançoda yüzde 75 civarına geldiği ve en yüksek payı ticari kredilerin aldığı vurgulanmıştır. Bilançonun yüzde 56 oranında mevduatla finanse edildiği dönemde tahsili gecikmiş alacaklar için takip sürelerinin uzatılması veya yapılandırma kolaylıklarının banka bilançolarına destek verdiği açıklanmıştır (TBB, 2021: 2). TCMB 32. Finansal İstikrar Raporu'nda ise benzer yorumlarla birlikte reel sektör firmalarının kısa vadeli yabancı para borç karşılama oranındaki güçlü ivme ve yabancı para pozisyonlarının olumlu yöne dönmesi, firmaların bilançolarının kur şoklarına karşı dayanıklılık sağladığı belirtilmiştir (TCMB, 2021e:

[18] Tablo, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın veri tabanı sisteminden yararlanılarak oluşturulmuştur.

1). Türkiye'nin de gelişmekte olan dışa açık bir ekonomi olması banka bilançolarının döviz kurundan fazlasıyla etkilenmesi nedeniyle önemsenmesi gereken bir konudur.

Teorik olarak yalnızca faiz kanalı ile açıklanmaya çalışılan açık ekonomilere döviz kuru değişkeni de eklenerek sermaye hareketlerindeki serbesti bir temele oturulmaya çalışılmıştır. Bu görüşü savunan Mundell-Fleming modeli aşağıdaki şekil yardımıyla gösterilmiştir.

Şekil 2. Mundell-Fleming Modeli



Kaynak: (Mundell, 1963: 483)

Şekil 2'den de görüldüğü üzere mal ve para piyasalarının dengede olduğu (E noktası) bir modele döviz kuru da dahil edilerek reel ekonomik çıktı yorumlanmaya çalışılmıştır. Esnek kur sistemi varsayımı altında tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomide uygulanan bir genişletici para politikasının sonuçları üzerinde durulmuştur. Yurtiçi faiz oranlarının dünya faiz oranlarına eşit olduğu açık bir ekonomide genişletici bir para politikası uygulandığında LM eğrisi sağa doğru kaymakta ve LM_1 halini almaktadır. Böylece faiz oranları dünya faiz oranlarının altında bir seviyeye inmekte ve sermayenin serbest olması nedeniyle sermaye kaçışı başlamaktadır. Sermaye çıkışının ardından ise döviz arzı azalmaktadır. Buna ek olarak yerli yatırımcının da yabancı varlıkları tercih etmesi ile birlikte dövize olan talep artarken yerli para değer kaybetmektedir. Yerli malların yabancı mallara göre daha ucuz bir hale gelmesi ise ihracatı arttırıp ithalatı azalttığından, net ihracatta artışa neden olmaktadır. Merkez bankası müdahalesinin olmadığı esnek bir kur sistemi olması sonucunda faizlerde meydana gelen düşüş sonrasında toplam talep

artışı IS eğrisini IS_1'e kaydırarak E_2 noktasında tekrar dengeye gelmesini sağlamaktadır. Toplam sonuca bakıldığında ise milli gelirde Y_0-Y_2 kadar artış görülmektedir.

Tüm bunlardan anlaşılacağı üzere döviz kuru kanalı, para politikalarının doğru olarak belirlenmesi ve uygulanması açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Özellikle enflasyonun etkili bir makro değişken olduğu gelişmekte olan ekonomiler için güçlü bir yönlendirici niteliği taşımaktadır. Bu nedenle para politikası hedeflemesi içerisinde gelişmemiş varlık piyasalarında, iç fiyatlar ve dolaylı olarak reel sektör üzerinde etkili olabilmektedir.

2.2.2. Hisse Senedi Kanalı

2.2.2.1. Tobin'in q Teorisi

Tobin, para politikalarında meydana gelen değişikliklerin hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olacağına yönelik bir teori geliştirmiştir. Bu teori genel olarak para politikası ve yatırımlar arasındaki bağlantıyı hisse senetleri aracılığıyla açıklamaktadır. Özellikle 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran'dan sonra hisse senedi fiyatlarının aşırı düşmesi ile yatırım harcamalarının azalmasını açıklamaktadır (Parasız, 2000: 489).

Tobin'in q-teorisi, hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin ekonomiyi nasıl etkileyebileceği konusunda önemli bir argüman geliştirmiştir. Q ile belirtilen değer, firmaların piyasa değerinin sermayenin ikame (yenileme) maliyetine bölünmesi olarak tanımlanmaktadır. Eğer q yüksekse, firmaların piyasa fiyatı sermayenin yenileme maliyetine göre yüksek anlamına gelmektedir. Yani yeni tesis ve ekipman sermayesi, firmaların piyasa değerine göre ucuz olduğundan yatırım yapılabilecek seviyededir. Şirketler daha sonra hisse senedi çıkartabilmekte ve bu yolla satın aldıkları tesislerin ve ekipmanın maliyetine göre sonrasında daha yüksek bir fiyat elde etmektedirler. Böylece firmaların artık yalnızca küçük bir hisse senedi ihracı ile çok sayıda yeni yatırım malı satın alabilmeleri yatırım harcamalarında artış meydana getirmektedir (Mishkin, 2001: 1-2).

Q'ya bakmanın bir diğer yolu, bir yandan sermayenin marjinal etkinliği ile emtia piyasalarında maliyeti üzerinden yatırımın iç getiri oranı iken diğer yandan sermayenin finansal maliyeti ile hangi yatırımcıların bu tür bir yatırımın gelecekteki getirilerini düşüreceği konularının karşılaştırılmasıdır. Yani yatırım kararları veren firmalar belirli yatırımlar için q ile ilgilenmektedirler. İlgili karşılaştırma şudur: Emtia piyasalarında bir milyon dolara mâl olan bir yatırım dikkate alınır. Menkul kıymetler piyasası tarafından olası kazançlar değerlendirildiğinde, firma değerine en az bir milyon dolar katacak mıdır? Eğer öyleyse mevcut hissedarın öz sermayesinde meydana gelecek muhtemel artış ile menkul kıymetler ve birikmiş kazançlar eksilmeksizin bunların kombinasyonu şeklinde bir yatırım finanse edilebilecektir (Tobin, 1978: 424-425).

Tobin çalışmasında ekonomik birimlere, ekonomik sektörlere ve bir bütün olarak ekonominin sermaye hesaplarına odaklanmaktadır. Bu yaklaşımda parasal varlıklar, varlıklar menüsünün bir kısmını oluşturmaktadır. Çizdiği muhasebe çerçevesine göre her bir varlığa bir getiri oranı atayarak, her sektörü hayal ederek parasal analiz için bir sonuç elde etmeye çalışmıştır (Tobin, 1969: 15-18).

Para politikası ile olan ilişkisi ise hisse senedi fiyatları ile aşırı büyüme harcamaları arasında bir bağlantı bulunmasından ileri gelmektedir. Genişletici bir para politikası uygulanması faiz oranlarında düşüş meydana getirirken diğer taraftan tahvilleri, hisse senetlerine göre daha az çekici hale getirecek ve hisse senetlerine olan talebi arttıracaktır. Bunu, daha yüksek hisse senedi fiyatlarının daha yüksek yatırım harcamalarına yol açacağı gerçeğiyle birleştirmek, aşağıda yer alan parasal aktarım mekanizmasına yol açmaktadır (Mishkin, 2001: 2):

Tablo 22. Hisse Senedi Kanalı

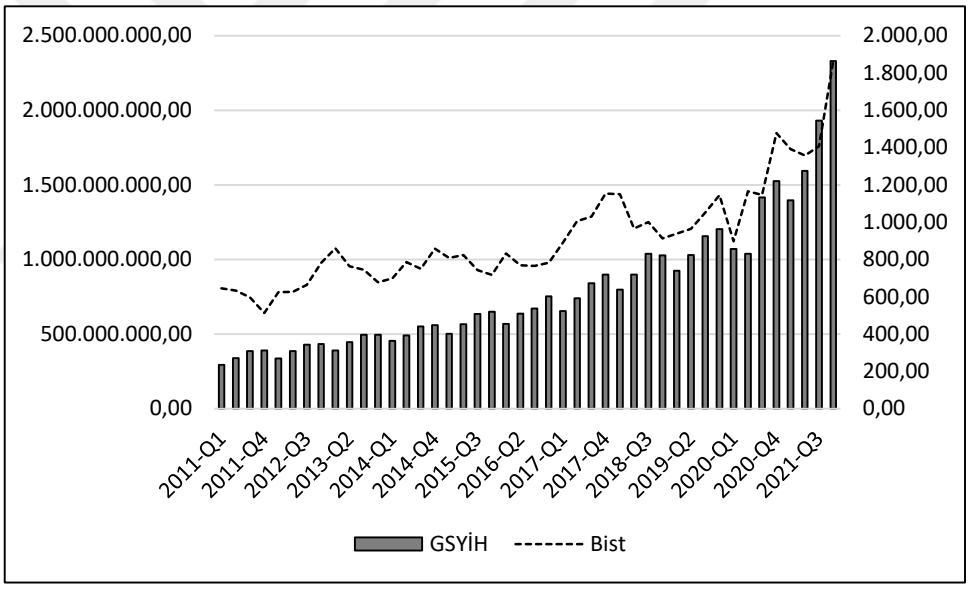
Para Arzı (M)	Hisse Senedi Fiyatı (P_H)	q	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬆	⬆	⬆

Kaynak: (Mishkin, 1995: 6).

Tablo 22'den de görüldüğü üzere para arzında (M) meydana gelen artış faiz oranlarını düşürmekte ve hisse senetlerine olan talebi arttırmaktadır. Artan talep ise

hisse senetlerinin fiyatlarında (P_H) artış meydana getirmektedir. Böylece yatırımların (I) artması milli gelirde (Y) de artışa neden olmaktadır. Monetaristler, para arzının artması ile ekonomik birimlerin ellerinde bulunan para miktarının artması sonucunda hisse senetleri de satın alacaklarını savunarak, aktarım mekanizmasını bu yolla kurmuşlardır. Keynes ise para politikası ile faiz oranlarında meydana gelecek değişmenin yönüne göre yatırımların artacağı veya azalacağı şeklinde bir mekanizmayı öne sürmüştür. Grafik 4'ten de görüldüğü üzere 2001-2021 yılları arası dönemde Türkiye'deki hisse senetleri fiyatları ile GSYİH aynı yönde değişim göstermiştir.

Grafik 4. Hisse Senedi Kanalı



Kaynak: (TCMB, 2021g)[19]

Hisse senetlerinin fiyatlarında meydana gelen artış ile firmaların yatırımlarını bu yolla finanse etme yoluna gitmeleri daha ucuz bir yöntemdir. Firmaların bu şekilde daha ucuz kaynak sağlamaları, yatırım harcamalarında artışa neden olmaktadır. Böylece genişletici bir para politikasının uygulanması ile hisse fiyatlarının yükselmesi sermaye maliyetlerini düşürmekte ve üretim artışına neden olmaktadır. Bu mekanizma Tablo 23 yardımıyla gösterilmektedir (Mishkin, 2001: 2):

[19] Tablo, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 23. Sermaye Maliyeti Kanalı

Para Arzı (M)	Hisse Senedi Fiyatı (P_H)	Sermaye Maliyeti (C)	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬇	⬆	⬆

Kaynak: (Mishkin, 2001: 2)

2.2.2.2. Servet Etkisi Kanalı

Tüketim üzerindeki servet etkisi, öz kaynak şeklindeki zenginlik olarak ifade edilmekte ve hisse senetlerinin bir tasarruf aracı olduğu varsayılmaktadır. Nüfusun küçük bir kısmının önemli miktarda hisse senedi sahibi olduğu düşünüldüğünde, bunun tüketim üzerindeki etkisinin ne ölçüde olacağı araştırma konusu olmuştur. Eğer uygulanan para politikaları ile hisse senetlerinin fiyatları etkilenebiliyorsa, bu durumun tüketim üzerinde doğrudan etkisi olduğu öne sürülmüştür. Varsayılan görüş temelde tüketim ve tasarrufların yaşam boyu gelir hipotezi 'ne dayandırılarak Federal Rezerv-MIT-Penn Modeli (FMP) modeli çerçevesinde açıklanmaya çalışılmıştır (Modigliani, 1971: 16, 89). Bu nedenlerle tüketim harcamaları hem beşerî sermaye hem gerçek sermaye hem de finansal zenginlikten oluşarak, tüketicilerin yaşam boyu elde ettikleri kaynaklar tarafından belirlenmektedir. Burada bahsedilen finansal zenginliğin en önemli bileşeni ise hisse senetleridir. Para politikalarında yapılan değişiklikler hisse senetlerinin fiyatlarını da değiştirerek, finansal servetin değerinde ve tüketicilerin yaşam boyu gelir kaynaklarında da değişimlere neden olabilmektedir. Hisse senetlerinin fiyatlarından kaynaklanan bir gelir artışı tüketime yukarı yönlü ivme kazandırmaktadır. Bu ifade Tablo 24 yardımıyla sunulmaktadır (Mishkin, 1996: 5).

Tablo 24. Servet Etkisi Kanalı

Para Arzı (M)	Hisse Senetleri Fiyatları (P_e)	Servet (W)	Tüketim (C)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬆	⬆	⬆

Kaynak: (Mishkin, 1995: 6).

Tablo 24'ten de görüldüğü üzere parasal bir genişleme söz konusu olduğunda faiz oranlarının düşmesi sonucu hisse senetleri daha cazip hale gelecektir. Hisse senetlerine olan talebin artması fiyatlarını yükseltecek ve böylece elinde hisse senedi bulunduranların finansal servetlerinde artış meydana gelecektir. Serveti artan ekonomik birimler harcamalarını arttıracak ve sonucunda milli gelir artacaktır.

2.2.2.3. Konut ve Arsa Fiyatları Kanalı

Konut ve arsalar, zenginliğin önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle parasal aktarım mekanizması çerçevesinde değerlendirilerek toplam talebi ve refahı etkilediği öngörülmektedir. İlgili parasal aktarım mekanizması, konutun öz sermaye olarak kabul edildiği konut piyasasında Tobin'in q teorisine uyarlanarak elde edilen q değerine göre yorumlanmaktadır. Buna göre yenileme maliyetine kıyasla fiyatları artan konutlar için q değerinde bir artışa neden olduğu ve üretimi yani konut inşasını da arttırdığı öngörülmektedir. Bu mekanizma Tablo 25 yardımıyla gösterilmiştir (Mishkin, 1996: 8):

Tablo 25. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı

Para Arzı (M)	Arazi ve Konut Fiyatları (P_e)	Servet (W)	Tüketim (C)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬆	⬆	⬆

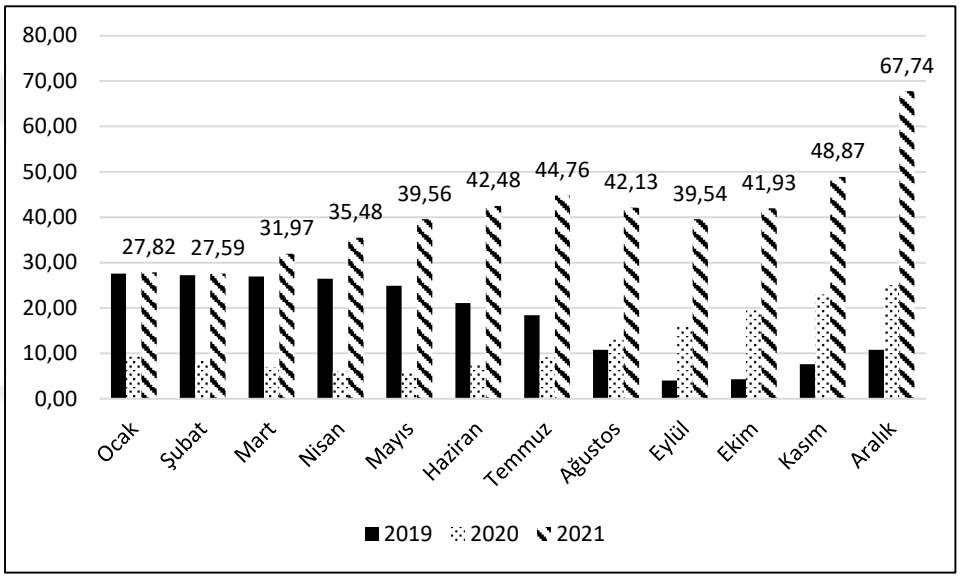
Kaynak: (Mishkin, 2001: 5).

Tablo 25'ten de görüldüğü üzere genişlemeci bir para politikası uygulandığında arazi ve konut fiyatlarında artış meydana gelmektedir. Arazi ve konutlar servetin bir göstergesi olarak kabul edildiğinden buna bağlı olarak servette de artış meydana gelmektedir. Serveti artan ekonomik birimlerin daha fazla tüketim yapması sonucunda ise milli gelirde artış yaşanmaktadır.

Günümüz salgın koşulları dikkate alındığında birçok ülkenin para arzını arttırması sonucunda enflasyonda yükseliş bekleyen tüketiciler bugünden konut veya arazi alımı yapmayı tercih edilebilmektedirler. İnşaat maliyetlerinin yüzde 50'ler üzerinde artış göstermesi ve evleri yerine koyma maliyetinin artması tüketici tercihlerinin değişmesindeki en büyük etkenler olarak ortaya çıkmaktadır. Mevduat

oranlarındaki artışa kıyasla konut veya otomobil fiyatlarında da ciddi fiyat artışı yaşanması yine bu yönde yapılacak seçimleri daha cazip hale getirebilmektedir. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)'nun 2021 yılı aralık ayına ait inşaat maliyet endeksine dair yayınlamış olduğu rapordan da anlaşılacağı üzere inşaat maliyet endeksinde bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 67,74 oranında bir artış görülmektedir. 2019-2021 yıllarına ait maliyet dağılımları Grafik 5 yardımıyla sunulmaktadır.

Grafik 5. İnşaat Maliyetleri



Kaynak: (TÜİK, 2022b)[20]

Tobin'e göre yeni konut üretim maliyeti, eski evlerin yeniden inşa edilme maliyetleri ile kıyaslanmaktadır. Yeniler eskisinin kopyası olmayacak ancak yakın işlevsel ikameleri olacaktır. Keynes'in de önerdiği gibi evlerin değerlenmesi; beklenen kira ve ipotek oranına bağlıdır. Bunlarla birlikte vergi, emlâk fiyatlarında beklenen enflasyon, ipotek kredisi de dikkate alınmaktadır (Tobin, 1978: 425).

1980 ve 1990 yılları arasında Japonya'da döviz piyasalarına müdahale edilmiş ve dolar-yen paritesinin dar bir bant içerisinde sabitlenmesi yönünde kararlar alınmıştır. 1971 ve 1986 yılları arasında yen, dolar karşısında yüzde 50'den de fazla değer kazanmıştır. Bu nedenle ABD cari açığının artması karşısında Japon Merkez

[20] Tablo, TÜİK'in İstatistik Veri Portalı sisteminden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Bankası'nın dolar satın almakta ve parasal büyümesini arttırmakta zorlanacağı ihtimallerine yönelik olarak nominal döviz kurunu sabitlemeye yönelik bir anlaşmaya varılmıştır. 1982-85 yılları arasında yüzde 3,5'ten 1985-88 yılları arasında yüzde 8,1'e yükselen para arzı (M1), beklenen enflasyonu tetikleyerek konut ve arazi alımlarını teşvik etmiştir. Bu artış özellikle yeni konut ve sermaye malları üretimini canlandırmış ve yatırımlarda patlama yaşanmasına neden olmuştur. Bir taraftan artan hisse fiyatları diğer taraftan düşen sermayenin maliyeti bu süreci tetikleyen unsurlar olmuştur. Böylece parasal genişleme ile konut sektöründe yaşanan etkileşim ekonomiyi etkilemiştir (Meltzer, 1995: 60-61).

2.3. Kredi Kanalı

Kredi kanalı, fon arz edenler açısından var olan bilgiye ulaşma ve bu bilgileri değerlendirme süreçlerinde sorumluluk alanları oluşturmaktadır. Bu sorumluluk ise asimetrik enformasyonun sonucunda gelişen ters seçim problemine ve aynı zamanda ahlaki tehlikeye yol açan piyasa aksaklıklarını ön plana çıkarmaktadır. Finansal aracıların faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmeleri için seçimlerini doğru yapmaları ve dikkatli karar vermeleri gerekmektedir. Çünkü politika uygulayıcıları finansal aracılar vasıtasıyla piyasalara müdahalede bulunabilmektedir. Faiz oranlarında belirlenen aşağı veya yukarı yönlü hareketler, kredi arz ve talebinin etkilenmesi ile toplam çıktı veya toplam talep değişkenliğe neden olabilmektedir.

Kredi kanalının, geleneksel parasal aktarım mekanizması olan faiz kanalından bağımsız bir alternatif kanal olarak değil bunun aksine bu kanalı güçlendiren ve etkisini attıran bir faktör olduğu vurgulanmıştır. Böylece kredi kanalı mekanizmasının aslında bir geliştirme ya da yayma mekanizması olduğu vurgulanmıştır (Bernanke ve Gertler, 1995: 28-29).

2.3.1. Kredi Kanalı Asimetrik Enformasyon

Finans piyasalarında fon arz edenler ve fon talep edenlerin sağlıklı işleyen bir mekanizma içerisinde işlem yapmaları ancak tam ve doğru bilgiye erişmeleri ile mümkündür. Ancak bilgiye erişmenin maliyetli bir iş olmasının yanında bir tarafın diğer tarafa göre daha fazla bilgiye sahip olduğu rekabetin aksayarak ilerlediği

piyasalar da mevcuttur. İşte tam bu noktada finansal aracılar devreye girmektedir. Hem borç alan hem borç verenler için bilgi eksikliği nedeniyle oluşan boşluk bu aracılar tarafından doldurulmaktadır.

Akerlof, asimetrik bilgi kavramını 1970 yılında yapmış olduğu çalışmasında Amerika'da limon olarak adlandırılan araba piyasasına uyarlamıştır. Bireylerin satın aldıkları araçların iyi araçlar mı olduğu yoksa kötü araçlar mı yani limon mu olduğunu bilmediklerini varsaymıştır. Kişilerin belli bir araca sahip olduktan sonra ancak fikir sahibi olabileceklerini, buna rağmen satıcıların ise başından beri bu bilgiye sahip olduğunu belirtmiştir. Bu nedenle aralarındaki bilgi seviyesinde asimetrik bir durumun varlığı söz konusudur. Bu pazardaki iyi arabalar da kötü arabalar da aynı fiyata satılmakta olduğundan aracı iyi durumda olan satıcı için dezavantajlı bir durum yaratmaktadır. Ancak aracı kötü durumda olmasına rağmen iyi fiyata satan için ise avantaj oluşturmaktadır. Bunun nedeni aracını değerinden daha yukarıda bir fiyattan satması ve burada 'ahlaki tehlike' sorununun ortaya çıkmasıdır. Böylece bir süre sonra iyi durumdaki otomobillerin piyasadan çekilmesi ve limon otomobillerin kalması söz konusu olmaktadır. Sonuç olarak ters seçim yapılmış olacak ve piyasa zamanla gerçek işlerliğini yitirecektir (Akerlof, 1970: 489).

Asimetrik bilgi problemi finans piyasası açısından değerlendirilecek olursa işlem gerçekleştirilmeden önce ters seçim problemine, işlem gerçekleştikten ve sözleşme imzalandıktan sonra ise kredinin ne amaçla kullanıldığının takip edilememesi sonucu ahlaki tehlikeye neden olmaktadır. Kredi taleplerinin değerlendirilmesi sırasında çeşitli nedenlerle yanlış bir karar ile yüksek riskli kişilerin seçilerek kredilendirilmesi ters seçim problemini ortaya çıkarmaktadır. Finansal aracılar bu problemin varlığı veya olasılığı devam ettiği sürece riski az olan potansiyel borç alıcılarına da kredi arzında bulunmayabileceklerdir. Süreç sonunda ise borç alanın temerrüde düşmesi veya borcunu ödemek istememesi ahlaki tehlike sorununu ortaya çıkaracaktır. Ödünç olarak verdiği fonu geri alamayan finansal aracılar bu nedenden dolayı da kredi arzlarını kısabileceklerdir (Mishkin, 2011: 37-38).

Ters seçim problemi ve ahlaki tehlike, kredi tayınlamasına neden olmaktadır. Kredi tayınlaması, bankaların kredi arzlarını kredi taleplerine kıyasla kısmaları anlamına gelmektedir. Bankalar gerek piyasa koşulları gereği zayıflayan firma mali yapılarından dolayı gerekse kendi bilançolarının aktif-pasif dengesini yönetebilmek adına bu yönteme başvurmaktadırlar.

Stiglitz ve Weiss tarafından yapılan bir çalışmada dürüst davranan ve dürüst davranmayan iki kredi borçlusu müşteri grubu dikkate alınmıştır. Dürüst borçlunun geri ödeme planını geciktirmeden ve sorunsuz bir şekilde öderken, dürüst olmayan borçlunun ise temerrüde düştüğü kabul edilmiştir. Borçluların temerrüde düşme olasılığı hakkındaki bilgisi borç verenlere göre daha fazladır ve asimetrik bilginin varlığı söz konusudur. Bu noktada faizler ile kredi riski ilişkilendirilerek bu ilişki iki grup için de geri ödeme olasılıklarına bağlanmıştır. Öyleyse borç verenler kredi verebilecekleri en iyi müşteri grubunu seçmelidirler. Bunun için faiz oranlarının da aralarında olduğu birçok araç kullanılabilmektedir. Yüksek faiz ödemeye razı olanlar muhtemelen daha riskli müşteriler olduğundan ve kredi geri ödemelerinde sorun yaşama ihtimalleri olduğundan artan riskin banka kârlılıklarını düşürmesi olası bir durumdur. Bu nedenlerle finansal kuruluşlar dürüst müşterilere bile yüksek faiz ile kredi ödemekten çekinebilmekte ve kredi tayınlamasına başvurabilmektedirler (Stiglitz ve Weiss, 1981: 393-394).

Kredi kanalı genel olarak iki ayrıma tabi tutulmaktadır. Bunlardan birincisi banka kredi kanalı, diğer ise bilanço kanalıdır.

2.3.2. Banka Kredi Kanalı

Banka kredi kanalı bankaların kredi piyasalarındaki işlem maliyetleri, asimetrik bilgi sorunları gibi piyasa aksaklıklarını çözmek için özel bir rol oynadıklarını ifade etmektedir. Bu nedenle bankaların finansal sistem içerisinde yer alması hem eksik bilgilendirmeyi çözebilmeleri hem de kredi talebinde bulunan bazı ekonomik birimlerin bu isteklerini karşılamaları adına oldukça önem taşımaktadır. Aksi takdirde ödünç talebinde bulunanlar bu istekleri için uygun bir finansal aracı bulamayacak ve kredi piyasasına erişemeyeceklerdir. Bankaların bilançolarının

aktifinde yer alan kalemlerden krediler ve menkul kıymetlerin tam ikame olmadığı varsayımı altında bu iki durum arasında seçim yapılacak olması parasal aktarım mekanizmasının banka kredisi kanalı ile sağlıklı bir biçimde işlemesinin önünü açmaktadır (Mishkin, 1996: 9). Bernanke ve Blinder (1988) yapmış oldukları çalışmalarında IS/LM modelinden yola çıkarak para ve tahvil gibi iki varlıklı bir dünyaya kredileri de eklemişlerdir. Kredileri tahviller için mükemmel bir ikame olarak öngörerek hem borçluların hem de borç verenlerin faiz oranlarına göre bu ikisi arasında seçim yapacaklarını öne sürmüşlerdir (Bernanke ve Blinder, 1988: 435).

Kredi talep edenlerin farklılığı dikkate alındığında uygulanan para politikaları farklı etkileşimler yaratmaktadır. Çünkü büyük ölçekli firmalar, bankalardan kredi alma yoluna gitmeden hisse senedi ve tahvil ihraç ederek fon kaynağı yaratabilmektedirler. Ancak küçük ölçekli firmaların para ve sermaye piyasalarından sağlayacakları fonlarla veya bankalardan sürekli kredi almak durumunda olmaları banka mevduatlarını ve rezervlerini daraltıcı yönde uygulanan para politikalarından zarar görebilmelerine neden olabilmektedir. Bir parasal daralma sonucunda banka kredi kanalı mekanizması aşağıda gibi işlemektedir (Mishkin, 1995: 7):

Tablo 26. Banka Kredi Kanalı

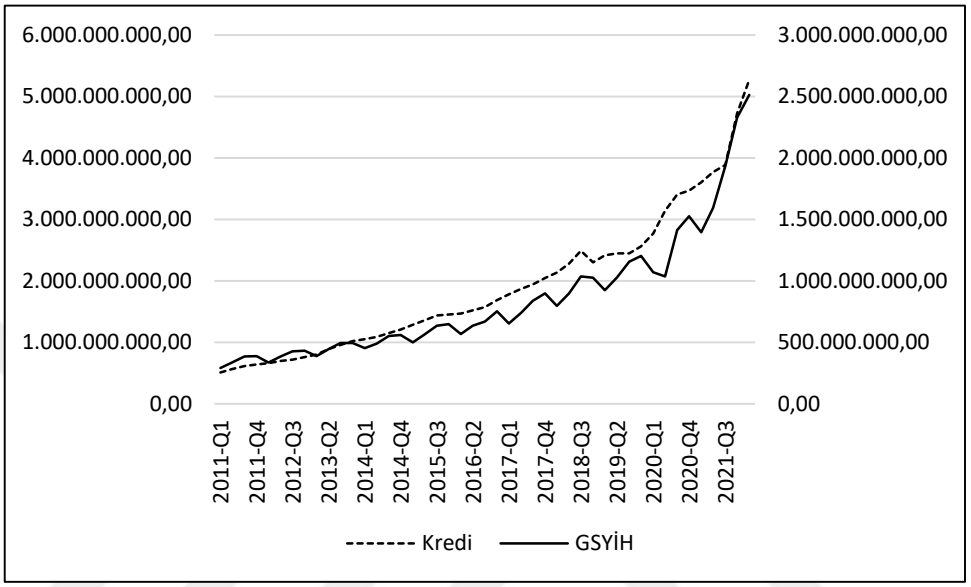
Para Arzı (M)	Banka Mevduatları	Banka Kredileri	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬇	⬇	⬇	⬇	⬇

Kaynak: (Mishkin, 1995: 7)

Tablo 26'dan da görüldüğü üzere daraltıcı bir para politikasının uygulanması para arzında düşüşe neden olmaktadır. Para arzında meydana gelen düşüş bankaların mevduatlarını ve banka rezervlerini azaltmaktadır. Böylece bankalar kredi arzında kısıtlamalara gitmektedir. Kredi yoluyla yaratılan finansal kaynak sonucunda etkilenen yatırımlar ise bu durumda azalmakta ve milli gelirde düşüşe neden olmaktadır.

Türkiye'nin kredi ve GSYİH hacimleri arasındaki ilişkinin varlığı Grafik 6 yardımıyla gösterilmektedir.

Grafik 6. Banka Kredi Kanalı



Kaynak: (TCMB, 2023a)[21]

2021 yılı mayıs ayında yayınlanan Finansal İstikrar Raporu'nda 2020 yılı eylül ayında reel sektörün toplam kredi artışının yüzde 25'lere ulaşmış olduğu belirtilmiştir. Buna ek olarak bireysel krediler yüzde 50, ticari krediler ise yüzde 19 artış göstermiştir. Salgına yönelik olarak alınan tedbirler kapsamında uygulanan kredi kampanyaları 2020 yılının dördüncü çeyrek döneminde Türkiye ekonomisinde yüzde 5,9 oranında büyümeye neden olmuş ve 2020 yılında toplam büyümeyi yüzde 1,8 ile kapatmıştır. Aynı çeyrek dönem itibariyle uygulanmaya başlanan sıkı para politikası ile birlikte kredi hacimlerinde düşüşler yaşansa da 2021 yılı ilk çeyrek büyüme oranı yüzde 7 olarak gerçekleşmiştir. Sıkı para politikası uygulamasının devam etmesi halinde ise kredi trendindeki düşüşün devam edeceğinin beklendiği belirtilmiştir (TCMB, 2021e: 37-38; TÜİK, 2021a: 1-3; 2021b: 1).

Bazı ekonomistler sıkı para politikası duruşunun 2021 yılı ortalarında gevşeyeceğini savunurken bazıları ise kur etkisi nedeniyle faizlerin düşmesini olanaklı görmemektedir. Bankalar faizlerin daha da yükselebileceği beklentisi altında

[21] Tablo, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

kredi talep eden müşterilerine yüksek faizli krediler sunmaktadır. Bu durum özellikle salgın dönemindeki durgunluk nedeniyle firmaların maliyetlerini yükseltip nakit akışlarını etkilemektedir. Ayrıca düşük faizli kredi vadeleri sona eren firmaların daha yüksek faiz oranları ile kredilerini yenilemeleri yatırımları ve milli geliri olumsuz yönde etkilemektedir (Alkin, 2021). Diğer taraftan büyümenin sağlanmasına yönelik krediye dayalı bir politikanın döviz talebi ile birlikte kuru arttırması başka bir risk yaratmaktadır. Merkez Bankası'nın rezerv kayıpları, Türkiye'ye olan bakış açısının risk içermesi ve ardından kur ile birlikte faizlerin artması ekonomiyi sıkıntıya sokan süreçlerdir. Bu nedenlerle faizlerin düşürülüp kredi genişlemesinin yaratılması başlı başına bir çözüm getirmemektedir (Özatay, 2021). Kredi genişlemesi yönteminin genellikle kısa vadeli çözüm üretmeye yönelik bir adım olduğu ancak bununla birlikte uzun vadede ekonomiyi iyileştirecek alternatif çözümler üretilmesi gerektiği öngörülmektedir. Özellikle salgın döneminde KOBİ niteliğindeki firmalara hibe niteliğinde özsermaye desteği verilebilmesi yatırımları canlandırıcı etki yaratabileceği düşünülmektedir.

2021 yılı ortalarına doğru bireysel talebin güçlenmesi ile bireysel kredilerde canlanma olduğu görülmüştür. Bunun asıl nedeni uzun süren kapanma uygulamalarının sona ermesi ile ertelenen talebin güç kazanması olarak değerlendirilmiştir. Ancak enflasyonun yapısına zarar vermesi ve dış dengeye olan etkileri nedeniyle bu talebin frenlenmesine yönelik hamleler devreye sokulmuştur. Ticari tarafta ise Rusya ve Ukrayna arasında yaşanan çatışma sonucunda girdi maliyetlerinde meydana gelen artışlar 2021 yılı sonuna doğru firmaların kredi taleplerinde artışa neden olmuştur. Böylece ticari kredilerde meydana gelen hızlanma ve bireysel kredilerin daha ılımlı bir seyre dönmesi ile 2022 yılına girilmiştir (TCMB, 2021d: 2; 2023b: 45).

Standart uygulamalara göre değerlendirildiğinde ise banka kredisi kanalı şu şekilde işlemektedir (Rabin ve Yeager, 1997: 294):

1) Merkez bankası açık piyasa işlemleri ile sıkı para politikası uygular ve banka rezervlerini azaltma yoluna gider,

2) Rezervleri azalan bankalar, firmalara olan kredi arzını kısar,

3) Krediye bağımlı olan firmalar yatırımlarını ve planlanan harcamalarını azaltır.

Banka kredi kanalının geleneksel işleyişi Tablo 26'da sunulmuştur. Bu işeyişe göre krediden büyümeye doğru olan süreç açıklanmıştır. Ancak banka kredi kanalı ters yönde de çalışabileceğinden büyümeden krediye doğru olan nedenselliğe de değinmek gereklidir. Bu aktarım mekanizması sonucunda genel olarak kredi ve büyüme arasındaki ilişkinin yorumlanması nedeniyle iki değişkenin de birbirine olan tek yönlü nedensellik ilişkisi, teorik altyapı çerçevesinde 'arz öncüllü hipotez' ve 'talep öncüllü hipotez' ile açıklanmaktadır. Yalnızca kredi değişkenini içermemesi ile birlikte çoğu çalışmada kredilerin değişken olarak tercih edildiği finansal gelişmenin, büyüme ise arasındaki ilişkiye dair yaklaşımları Robinson, Goldsmith, Schumpeter, Patrick, Levine ve King, Shaw ve McKinnon, Gurley ve Shaw, Begahot ve Fry gibi yazarlar uzun yıllar önce ortaya atmıştır (Özcan ve Arı: 2011: 123).

Finansal gelişmeden büyümeye doğru bir nedenselliği savunan 'arz öncüllü hipoteze göre finansal gelişme ekonomik büyüme üzerinde büyük oranda pozitif yönde etkilidir. Bu teorinin temelinde piyasaların liberalizasyonu ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan çeşitlilik ve bunun devamında tasarrufların yatırımlara dönüşmesi yatmaktadır. Yatırıma dönüşme sürecinin hızlanması ise ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Böylece finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik söz konusudur.

Arz öncüllü hipotezin iki işlevi bulunmaktadır. Birincisi, finansal gelişmenin kaynakları geleneksel olarak nitelendirilen büyümeyen sektörlerden modern sektörlere aktarması ve bu modern sektörlerdeki girişimciyi teşvik etmesidir. Bu durumda kaynak tahsisinde etkinlik gerçekleşmiş olacak ve artan verimlilik sayesinde ekonomik büyüme sağlanmış olacaktır. İkincisi ise, geleneksel sektörlerden kaynak aktaran finansal aracılık faaliyetleri, mevduat ve diğer finansal yükümlülükler karşılığında bu sektörlerden servet ve tasarruf toplayarak veya kredi yaratarak ve zorla tasarruf etmeleri nedeniyle finansal piyasalardaki fon hacminin

artmasını destekleyecektir. Yatırımları destekleyen bu uygulamaların ekonomik büyümeyi teşvik etmesi ise Schumpeter'in inovasyon finansmanı kavramına benzetilmektedir (Patrick, 1966: 175-176).

Ekonominin normal akışı değerlendirildiğinde ortaya atılan arz öncüllü hipotezin zamanla savunucuları artmıştır. Ancak ekonomilerin gelişmesi ve finans sektörünün pasif destekçi konuma gelmesi zamanla talep öncüllü hipotezi ortaya çıkarmış ve bu hipotezin de destekçileri artmıştır. Literatür incelendiğinde birçok ülke ekonomisi üzerine yapılan çalışmalarda her iki görüş için farklı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Bu nedenle talep öncüllü (takipli) hipotezin de açıklanmasında fayda görülmektedir.

Talep öncüllü hipotez, reel sektörde yer alan yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin taleplerine cevap verebilmek için finansal hizmetlerin, finansal varlıkların ve modern finans kuruluşlarının oluşturulmasını ifade etmektedir. Bu nedenle finansal sistemin tarihsel ve evrimsel gelişimi bir ülkenin yaygın, kapsamlı ekonomik gelişiminin sonucudur (Patrick, 1966: 174). Buna göre ülkelerin zenginlik düzeyleri ve gelir ölçekleri arttıkça finansal yapılarını içeren finansal varlıkları, finansal kurumları ve finansal piyasaları da buna paralel olarak daha zengin hale gelmektedir (Gurley ve Shaw, 1967: 257). Reel sektörde meydana gelen büyüme sonucunda artan talep finansal sektörünü de canlandırarak sundukları ürün ve hizmetlerde artışa neden olmaktadır. Böylece finansal anlamda bir gelişme yaşanmaktadır.

Bu hipotezi ortaya atan ilk isim olan Robinson (1952) da 'girişim nereye giderse finans onu takip eder' düşüncesi ile görüşünü ortaya koymuştur. Yani finans desteği gerektiren durumların varlığı bir fırsat olduğundan ekonomik büyüme gerçekleştikçe bu fırsatlar finans piyasalarını, finansal kurumları ve finansal sistemini geliştirecektir. Sonuç olarak ekonomik büyüme sonucunda gelirlerde meydana gelen artış ile finansal ürün ve hizmetlere olan talep artarak finansal sistemin olumlu etkilenmesine olacaktadır (Robinson, 1952: 86; aktaran Ağazade ve Karakaya, 2019: 474).

Finansal hizmetlere olan talep, doğası gereği reel çıktının büyümesine, tarım ve diğer geleneksel geçim sektörlerinin ticarileşmesi ve parasallaşmasına bağlıdır. Reel milli gelirin büyüme oranı ne kadar hızlı olursa işletmelerin de dış kaynağa ve finansal aracılara o kadar çok ihtiyacı olacaktır. Yine aynı nedenle farklı sektör ve sanayiler arasındaki büyüme oranları arasındaki fark arttıkça tasarrufları yavaş büyüyen sanayilerden ve bireylerden hızlı büyüyenlere aktarım amacıyla finansal aracılara duyulan ihtiyaç artacaktır. Böylece finansal sistem büyüme sürecinde lokomotif sektörleri destekleyebilecektir (Patrick, 1966: 175).

Ülkelerin uyguladıkları para politikaları dikkate alındığında yukarıda açıklanan iki hipotezin birbiri ile olan etkileşimlerinin yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Ancak ekonomik büyüme ve finansal gelişmişlik düzeyinin tek yönlü nedensellik içermeleri de spesifik olarak önem arz etmektedir.

2.3.3. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, uygulanan para politikasının yarattığı değişimler sonucunda bankalar tarafından kredi verilmiş olan firmaların bilançolarının ve kredi alma şartlarının değişmesi şeklinde özetlenebilir. Örneğin sıkı bir para politikası ile faiz oranlarında meydana gelen bir yükseliş, hisse senetlerine olan talebi ve fiyatları aşağıya doğru çekecektir. Bu durum firmaların varlık kalemlerinde ve dolayısıyla firma net değerinde bir düşüş meydana getirecektir. Aynı zamanda hisse senetleri teminat gösterilerek kredi alınmışsa, teminatlarda da azalma oluşacak ve firmanın talep edebileceği kredi limiti eskisine kıyasla düşecektir (İnan, 2001: 4).

Bu teoriye göre, para politikasının faiz oranları üzerindeki doğrudan etkileri, öz kaynak veya borç ihraç ederek dışarıdan topladıkları fonlar ile içsel olarak oluşturdukları fonlar arasındaki maliyet farkı anlamına gelen dış finansman primindeki değişimlerle ölçülmektedir. Dış finansman priminin büyüklüğü, kredi veren finansal aracılar tarafından elde edilmesi beklenen getiri ile potansiyel borçluların karşılaştığı maliyetler arasındaki farkı belirleyen kredi piyasalarındaki eksikliklerin yansıması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Firma maliyetlerini ifade eden dış finansman priminin, firmanın net değeri ile sıkı ancak ters yönde bir bağlantı

içerisinde olduğu görülmektedir. Bu görüşe göre para politikası ile açık piyasa faiz oranlarının yükseltilmesi veya düşürülmesi dış finansman primini aynı yönde değiştirecektir. Buna bağlı olarak da borçlanma maliyeti ve dolayısıyla reel harcamalar ve reel ekonomik faaliyetler yön bulacaktır (Bernanke ve Gertler, 1995: 28-29).

Bilanço kanalının ticari firmaların net değerleri üzerinden işlediği dikkate alındığında, kredi arzında bulunan finansal aracılar için net değer varlığının önemi açıktır. Bir firmaya ait net değer varlığı, o firmanın sahip olduğu likidite miktarı ve diğer varlıklarından oluşmaktadır. Bu nedenle firmaya ait net değer oranı ne kadar düşük ise kredi verenler için daha az teminat niteliği taşıyacaktır. Böylece ters seçim problemi gibi problemler ortaya çıkabileceğinden zarar etme ihtimali yükselecektir. Ters seçim problemi yaşayan kredi verenler bu durumdan zarar gördüklerinde veya zarar görme ihtimalleri bulunduğunda yatırım harcamalarını finanse edecekleri kredi arzlarını kısacaklardır. Firmalar açısından ise düşük net değerin varlığı ahlaki tehlike problemini ortaya çıkartacaktır. Çünkü net değer düşüklüğü firma sahiplerinin daha düşük öz sermaye oranına sahip oldukları anlamına geldiğinden bu durum onlara daha riskli yatırım projelerine girmeleri için bir sebep yaratacaktır. Eskisine göre daha riskli hale gelen kredi talepleri, ödünç aldıkları finansal aracılar açısından geri ödenmeme riski oluşturacaktır. Sonuç olarak ticari firmaların net değerlerinde meydana gelen azalmalar, kredileri ve dolayısıyla da yatırım harcamalarını azaltıcı etkide bulunacaktır. Bu durum bir tablo yardımıyla ifade edilecek olursa (Mishkin, 1995: 7-8):

Tablo 27. Bilanço Kanalı

Para Arzı (M)	Faiz (i)	Hisse Senedi Fiyatları (P_e)	Ters Seçim	Ahlaki Tehlike	Kredi	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬇	⬆	⬇	⬆	⬆	⬇	⬇	⬇

Kaynak: (Mishkin, 1995: 8).

Tablo 27'den de görüldüğü üzere daraltıcı bir para politikası sonucunda hisse senetlerinin fiyatları düşmektedir. Böylece firma net değerinde meydana gelen

azalma ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri oluşturduğundan kredi arzı kısılmaktadır. Kredi arzındaki düşüşü ise yatırımlardaki ve milli gelirdeki azalma takip etmektedir.

Firma bilançolarına olan etki parasal görüş tarafından varlık fiyatı etkilerine ek olarak başka bir bakış açısı getirmektedir. Bu görüşe göre uygulanan daraltıcı para politikası ile yükselen faizler, aynı zamanda firmaların nakit akışlarını bozmaktadır ve bilançolarına bu yolla da zarar vermektedir. Bu etki Tablo 28 yardımıyla gösterilmektedir:

Tablo 28. Nakit Akışı Kanalı

Para Arzı (M)	Faiz (i)	Nakit Akışı	Ters Seçim	Ahlaki Tehlike	Kredi	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬇	⬆	⬇	⬆	⬆	⬇	⬇	⬇

Kaynak: (Mishkin, 1995: 8).

Tablo 28'den de görüldüğü üzere sıkı para politikası uygulaması ile birlikte yükselen faizler firmaların nakit akışlarını azaltmaktadır. Nakit akışının azalması ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini de beraberinde getirerek kredi hacmini daraltmaktadır. Böylece yatırımlar ve milli hasılada düşüşler meydana gelmektedir.

Türkiye'de normal dönemlere kıyasla salgın döneminde reel sektörün borçluluk oranlarında artışlar gözlemlenmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen yükselişler mevcut olan borç durumunu çevirebilmeyi güçleştirmekte ve daha yüksek faiz oranlarından yapılandırmalara neden olmaktadır. Bu durum firmaların nakit akışlarını olumsuz etkilemekte ve ters seçim ile ahlaki tehlike problemleri nedeniyle kredi taleplerini azaltmaktadır. Kredi hacminde yaşanan daralma ise yatırımları ve milli geliri azaltıcı yönde etki yapmaktadır.

Salgın dönemi için alınan tedbirler kapsamında ilk uygulamalardan birisi Hazine kaynaklı bankalar aracılığıyla sunulan Kredi Garanti Fonu (KGF) kefaletli krediler olmuştur. Bu krediler reel sektör firmalarına ve özelliklere KOBİ'lere yönelik olarak çıkartılmış ve firmaların nakit akışlarını desteklemek ilk hedef olarak belirlenmiştir. Nitekim 2020 yılının dördüncü çeyreğine kadar bu krediler yoğun bir

şekilde kullandırılmış ve salgının etkileri geçici olarak sınırlandırılmıştır. Kredi genişlemesi yöntemine ağırlıklı olarak önem verilse de gelişmekte olan ülkeler, G20 ülkeleri ve dünya borçluluk ortalaması dikkate alındığında bu dönem itibariyle Türkiye'nin bu oranların altında kaldığı görülmüştür (TCMB, 2021e: 33-34).

Firmaların nakit akışlarının bozulmasının yanında faiz oranlarındaki yükselme hane halklarını da etkisi altına almaktadır. Parasal bir daralma sonucunda banka kredilerindeki azalma başka bir nakde ulaşma imkânı olmayan tüketiciler için dayanıklı tüketim malı, konut ve otomobil satın alma imkanlarını sınırlamaktadır. Yani hane halkının borçlanma ve tüketim kararlarının para politikalarına karşı hassas olduğu konusu bu kanal çerçevesinde açıklanabilecektir (Bernanke ve Gertler, 1995: 44-45).

Bilanço kanalı içerisinde açıklanması gereken bir başka durum likidite etkisidir. Likidite, gerçek kişiler veya firmalar tarafından ellerinde bulunan varlıkları zarara uğramadan kolayca nakde çevirebilmelerini veya satın alabilmelerini ifade etmektedir. Bu nedenle bir varlığın likit özellikte olması genellikle tercih edilen bir durumdur.

Tarihsel süreç içerisinde gerçekleşen birçok olay likiditenin önemli bir faktör olduğunu gözler önüne sermektedir. Özellikle Büyük Buhran döneminde yaşanan likidite etkisi Mishkin'in 1978 yılında yaptığı çalışmasına[22] örneklem teşkil etmektedir. Bilanço kanalı içerisinde likidite etkisi, bankaların borç verme davranışlarından ziyade tüketicilerin harcama isteklerinden yola çıkmaktadır. Tüketiciler gelecekte bir finansal sıkıntı yaşayacakları ihtimali üzerine ellerinde bulunan dayanıklı tüketim mallarını veya konutların yerine daha çabuk nakde dönüşebilen likit varlıklar tutmayı tercih edeceklerdir. Bunun nedeni herhangi bir finansal sıkıntı durumunda konut satmak veya ellerindeki dayanıklı tüketim mallarını nakde dönüştürmek yerine daha likit olan para, tahvil veya hisse senedi gibi varlıkları kullanabilecek olmalarıdır. Bu davranış hem piyasa fiyatına daha yakın bir nakde dönüşü sağlayacak hem de zaman açısından kârlı bir durum olacaktır. Ayrıca hisse

[22] Mishkin, F. S. (1978). The Household Balance Sheet and the Great Depression, *The Jurnal of Economic History, 38*(4), 918-937.

senetleri fiyatlarında meydana gelen bir düşüşün finansal varlıkların değerini düşürmesi nakit akışını da azalttığından konut ve dayanıklı tüketim malı talebi de azaltacaktır. Bu durum Tablo 29 yardımıyla gösterilmektedir (Mishkin, 1995: 8-9; Mishkin, 1996: 10-13):

Tablo 29. Likidite Kanalı

Para Arzı (M)	Faiz (i)	Hisse Senedi Fiyatları (P_e)	Finansal Varlıklar	Finansal Sıkıntı Olasılığı	Dayanıklı Tüketim Malı ve Konut Satın Alımı	Milli Gelir (Y)
⬇	⬆	⬇	⬇	⬆	⬇	⬇

Kaynak:(Mishkin, 1995: 9).

Tablo 29'dan da görüldüğü üzere sıkı bir para politikası uygulaması faiz oranlarında artışa neden olmakta ve varlık fiyatlarını düşürmektedir. Varlık fiyatlarının düşmesi aynı zamanda konut ve dayanıklı tüketim mallarının likidite seviyesini etkilemektedir. Her iki durumda da nakit akımı zayıflayan tüketicinin finansal açıdan sıkıntı yaşama ihtimali artmaktadır. Likidite sorunu nedeniyle azalan toplam talep ile milli gelirde de azalma yaşanmaktadır.

Bilanço kanalı içerisindeki son etki beklenmeyen fiyat üzerinden olmaktadır. Bu kanalın para politikasının fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisi şeklinde çalışmakta olduğu görülmektedir. Borç alanlar, sözleşmelerini sabit bir ödeme planı doğrultusunda yaptıklarında sonrasında gerçekleşecek olan beklenmedik fiyat artışları var olan borcun reel olarak azalmasına yol açacaktır. Böylelikle borç yükü azalan ekonomik birimin bir firma olduğu varsayıldığında net değerinde bir artış gerçekleşecektir. Ardından yatırımlar ve milli gelirde artış yaşanacaktır. Bu mekanizma bir tablo yardımıyla gösterilecek olursa:

Tablo 30. Beklenmeyen Fiyat Kanalı

Para Arzı (M)	Beklenmeyen Fiyat (P)	Ters Seçim	Ahlaki Riziko	Firma Net Değeri	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬇	⬇	⬆	⬆	⬆

Kaynak: (Mishkin, 1996: 13).

Tablo 30'dan da görüldüğü üzere para arzında meydana gelen bir artış ile beklenmeyen fiyat artışlarının yaşanması ters seçim ve ahlaki riziko problemlerini de azaltacağından hem banka kredilerinde hem de yatırım harcamaları ile milli gelirde artışa neden olacaktır.

Sonuç olarak bilanço kanalı daraltıcı bir para politikası ile aşağıda olduğu gibi işlemektedir (Rabin ve Yeager, 1997: 294):

1- Merkez bankası tahvil satarak sıkı para politikası uygulayıp faizleri yükseltir,
2- Yükselen faiz oranları varlık fiyatları üzerinden firmaların teminat yapısını zayıflatırken, diğer taraftan net nakit akışlarını azaltır,
3- Net değeri öncekine göre düşen firmalar dış finansman primini arttırmak istediğinde sorun yaşamaktadır,
4- Finansman ihtiyacı doğan firmalar harcamalarını ve yatırımlarını kısmaktadır.

2.4. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalına göre, zamanlar arası etkileri olan ve dolayısıyla ileriye dönük olarak belirlenen tüm değişkenler, ekonomik birimlerin ekonomiye gelecek olan şoklara inancından ve merkez bankasının bunlara nasıl tepki vereceğinden etkilenirler. Bu kanal için öngörülen mekanizma; statik faiz oranının, döviz kurunun, varlık fiyatının, kredi ve para mekanizmasının zamanlar arası şeklidir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 6).

Beklentiler kanalı, ekonominin geleceği ile ilgili beklentilerden oluşmaktadır. Bunların başında enflasyon ile ilgili beklentiler yer almaktadır. Beklenti kanalının işleyişi birkaç faktöre bağlıdır. Bunlardan birincisi merkez bankasının güven duygusu ile ilgili olan kredibilitesidir. Fiyat istikrarının sağlanması konusunda güvenilirlik derecesi yüksek olan bir merkez bankası varlığı ile geleceğe dönük enflasyon hakkında fikir verebilmesi fiyatlar üzerinde etkili olmasına olanak sağlayacaktır. Ancak gerçekleşmesi muhtemel enflasyon oranı ile ilgili olarak bir öngörüde bulunamıyorsa uygulanacak olan para politikasının beklenen ölçüde sonuç

vermemesi gibi sonuçlarla da karşılaşılabilecektir. Diğer faktör ise merkez bankasının eylemlerinin öngörülebilmesidir. Bu da uygulanacak olan politikaların şeffaf bir biçimde kamuya açıklanması ile gerçekleşecektir. Aynı zamanda ekonomik birimlerin beklentilerini yönetebilmek adına, açıklanan politikaların sonuca ulaşacağı ve bu politikaya bağlı kalınacağı şeklinde güven tesis edilmelidir (TCMB, 2013c: 5-6).

Japonya Merkez Bankası'nın deflasyonu bitirebilmek için 2001 yılından 2006 yılına kadar uyguladığı genişletici para politikası, enflasyon hedeflemesine örnek olarak gösterilebilir. Enflasyon beklentilerinin sabitlenmesi amacıyla enflasyon pozitif seyredene dek sıfır faiz uygulamasının devam edeceğini açıklayan banka, bu uygulaması ile uzun vadeli faiz oranlarına da istikrar kazandırmıştır. Yani şeffaf ve açık davranarak beklentileri yönetebilmiştir. Sonuç olarak finansal piyasaların merkez bankasının hamlelerini doğru algılamaya başlaması, ekonominin belli bir standarda oturmaya başladığının işareti olarak kabul edilebilir ve politika faiz oranı aracılığıyla yapılacak müdahalelerin ölçüsü de azaltılabilir. Eğer piyasalar politika faizinin sürekli değişeceğini bekliyorlarsa ve buna göre davranıyorlarsa, bu durumun merkez bankası tarafından oldukça iyi takip edilmesi ve toplam talep üzerindeki etkisinin doğru algılanıp bu doğrultuda planlama yapılması gerekmektedir (Mohanty ve Turner, 2008: 20).

Tablo 31. Beklenti Kanalı

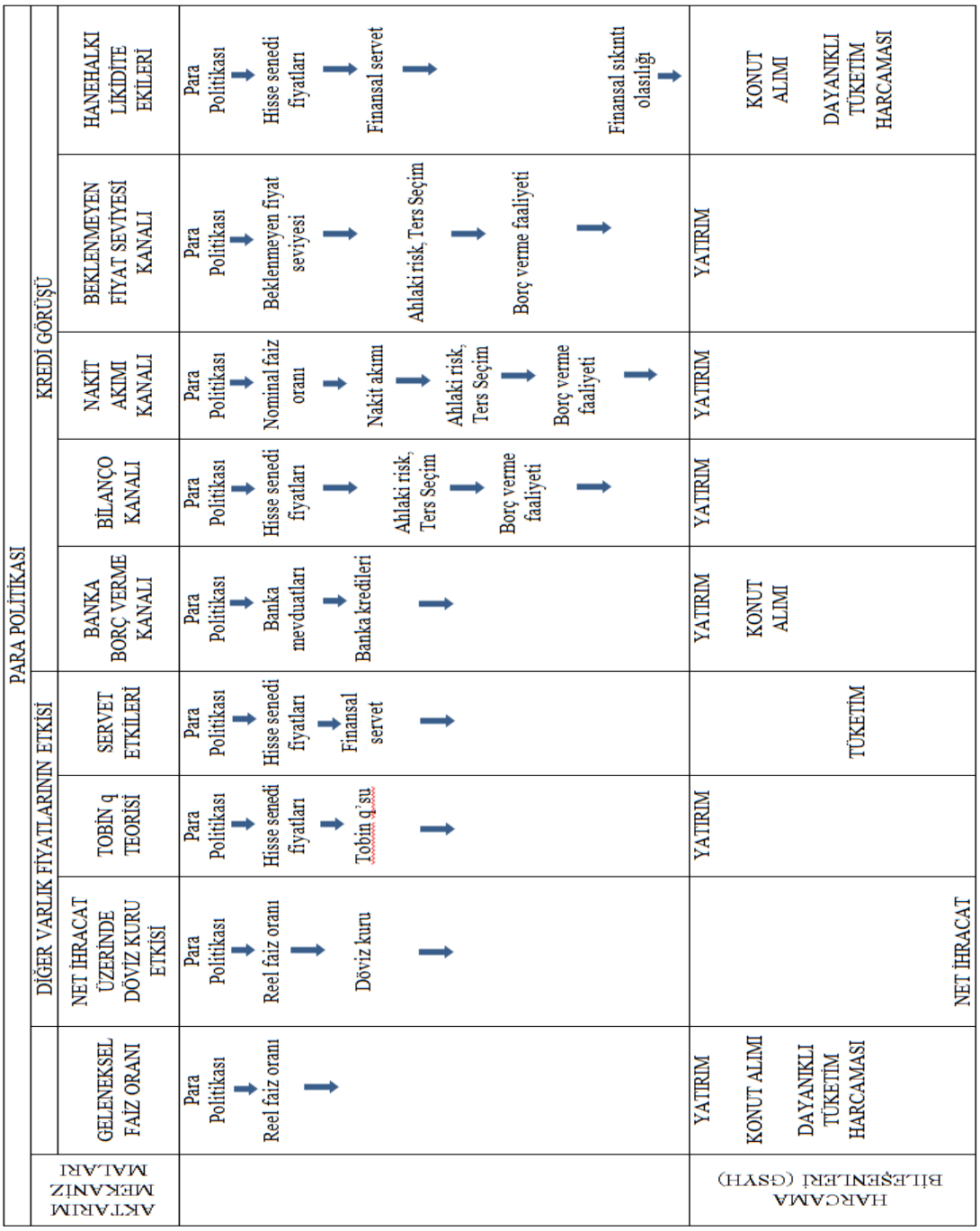
Para Arzı Beklentisi (M_e)	Hisse Senedi Fiyat (P_e)	Hane Halkı Serveti ve Firma Değerliliği	Finansal Sisteme Olan Güven	Yatırım (I)	Milli Gelir (Y)
⬆	⬆	⬆	⬆	⬆	⬆

Kaynak: (Mishkin, 2001: 5).

Tablo 31'den de görüldüğü üzere para politikasında bir genişleme olacağı beklentisi, faiz oranlarını düşürücü yönde etki yapacağından hisse senetlerine olan talebi arttırmaktadır. Böylece fiyatı artan hisse senetleri hane halkı servetini ve firma net değerliliklerini yükseltmektedir. Finansal sisteme olan güvenin artması ise yatırım yapma isteğini tetikleyerek milli gelirin ise artmasına neden olmaktadır.

Günümüzde yaşanan salgın ekonomisinin ise etkileri hala derinden hissedilmektedir. FED 2021 yılı sonuna doğru yapmış olduğu açıklamalarda ekonomik toparlanmanın yakaladığı yukarı yönü ivmenin ters yönde değişmesine dair kaygılarından bahsetmektedir. Tekrar kapanmaların yaşanması ve son zamanlarda dile getirilen faiz artışları konusunda uyarılarda bulunmaktadır. Hem gerçek ve tüzel kişiler hem de ülkeler için borçluluk oranlarının yükselmiş olmasının yaratacağı risklerin göz ardı edilmemesi ise dikkat çektiği ayrı bir konudur. Bunun yanı sıra faiz oranlarında sıra dışı bir yükselişin ekonomik canlılığı durduracağı ve özellikle konut sektöründe durgunluğa yol açacağı belirtilmektedir. Finans piyasasındaki varlık fiyatlarının da bu durumdan olumsuz etkilenirken borçluluk maliyetlerinin yükseleceği öngörülmektedir. Böylece küresel bir kriz olgusunun var olma ihtimalinden bahsedilmektedir (FED, 2021: 1-13).

Tablo 32. Parasal Aktarım Mekanizmaları



Kaynak: (Mishkin, 2011: 599).

III. BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI, KREDİ VE DÖVİZ GELİŞMELERİ

Krediler ve döviz piyasası ülke ekonomileri için hayati önem taşıyan iki ekonomik unsurdur. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde kritik önemde olduğu görülmektedir. Bu nedenle çalışmanın üçüncü bölümünde para politikaları kapsamında kredilerin ve dövizin performansı ele alınmaktadır. Bu performanslar sorgulanırken tarihsel olarak kronolojik bir çerçeve çizilmektedir.

3.1. Türkiye'de 1980'li Yıllar Sonrası Uygulanan Para Politikaları

Merkez bankaları tarihsel perspektif içerisinde değerlendirildiğinde nihai borç verme mercii gibi çalıştıkları ve bu amaç için kuruldukları görülmektedir. Bu amaçla kurulmalarının altında yatan temel nedenler ise paranın krize neden olduğu dönemlerde bu krizlerin engellenebilmesi ve şok dönemlerinde para yaratabilecek, bankalara borç verebilecek, paniği yatıştıracak bir kurumun varlığına olan ihtiyaçtır. Aynı zamanda piyasanın da düzenlenmesinde bir otoritenin varlığının aranmasıdır. Bu amaçlardan da anlaşılacağı üzere bankanın ilk kurulduğu zamanlardaki asıl amacı fiyat istikrarının sağlanması yönünde değildir (Kara, 2022).

Zamanla hükümetlerin para yaratmanın avantajlarını fark etmesi bunu diğer makro ekonomik hedefler doğrultusunda kullanmalarına yol açmıştır. İstihdam, büyüme ve kalkınma gibi amaçlar için merkez bankalarının para yaratma kabiliyeti bir araç olarak kullanılsa da bazı ülkelerde enflasyona neden olmuştur. Böylece Türkiye'de fiyat istikrarı devreye sokularak 2001'de değişen yasa ile TCMB'nin asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak değiştirilmiştir. Merkez Bankası'nın amaçlarının tamamı ve diğer faaliyetlerinin bir kısmı ise aşağıdaki maddelerde belirtilmiştir (Resmi Gazete, 2001):

- Fiyat istikrarını sağlanması için çalışmaktadır.
- Nihai borç verme merciidir.
- Büyüme, istihdam ve kalkınma politikalarına destek sağlamaktadır.

- Merkez bankası, bankaların bankasıdır. Bankaların faaliyetlerini gerçekleştirebilmeleri için rezerv paraya ihtiyaçları bulunmaktadır. Rezerv paranın en önemli tedarikçisi ise merkez bankasıdır. Bu özelliğinin yanı sıra hazinenin de nakit akışını düzenleyen bir kurum olarak yerini korumaktadır.
- Para politikalarını hükümetle birlikte belirlediği enflasyon hedefine göre en uygun araçları kullanarak uygulamaktadır.
- Açık piyasa işlemlerini yapmaktadır.
- Ülkenin hem döviz rezervlerini hem de dış ödemelerini yönetmektedir.
- Ödeme sistemlerini yönetmektedir.
- Kâğıt para (banknot) basımını ve dağıtımını yapmaktadır.
- Hükümetin görüşleri için danışman gibi çalışmaktadır.
- Gerekli araştırmaları yapmaktadır.
- Ülkenin veri tabanının oluşturulabilmesi için istatistik üretmektedir.

2008 küresel finans krizinin yarattığı olumsuzlukların giderilebilmesi amacıyla para politikası araçlarında değişikliklere gidilmiştir. 2010 yılı itibariyle yapılan bu değişiklikler ile Türkiye ekonomisi yeni bir boyut kazanmıştır. Yeni para politikası bileşenleri Tablo 33 yardımıyla sunulmuştur.

Tablo 33. Para Politikası Yeni Uygulama

	Eski Uygulama	Yeni Uygulama
AMAÇLAR	Fiyat istikrarı	Fiyat istikrarı Finansal istikrar
ARAÇLAR	Politika faizi	Yapısal araçlar Konjonktürel araçlar (Politika faizi, likidite yönetimi, faiz koridoru)

Kaynak: (TCMB, 2012b: 30)

Tablo 33'te belirtilen uygulamalar ışığında bazı gelişmeler yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelerde izlenen genişlemeci para politikaları sonucunda Türkiye gibi

gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları gerçekleşmiştir. Böylece yabancı para değer kaybederken yerli para değer kazanmış ve cari dengede bozulmalar meydana gelmiştir. Diğer taraftan artan kredilendirme cari dengeyi daha da bozarak ekonomi yönetimini yeni arayışlara sürüklemiştir. Yeni yaklaşım ile enflasyon hedeflemesi rejiminin temel aracı olan politika faizinin yanı sıra finansal istikrara katkı sunması amacıyla faiz koridoru ve likidite yönetimine dair bazı araçlar da kullanılmıştır (TCMB, 2013a: 2).

1994, 2001, 2008, 2009 yıllarında net sermaye akımlarında ciddi oranda azalmalar meydana gelmiştir. Yaşanan bu durum Türkiye gibi ülkelerde ekonomik daralma dönemlerine işaret etmektedir. Oluşan daralmanın engellenmesi için ise finansal istikrara ihtiyaç duyulmuştur. Bunun için (Kara, 2022):

- Makro ihtiyati araçların döngü karşıtı, yapısal ve tamamlayıcı nitelikte olması gerekmektedir. Günümüzde de ekonomi yönetimlerine bakıldığında bu araçları kullanan ülkelerin sayısının ve kullanılan enstrüman setlerinin arttığı görülmektedir.

- Güçlü bir rezerv yönetiminin yapılabilmesi de önem taşımaktadır. Dünyadaki merkez bankalarının faaliyetlerine bakıldığında 1998 Asya krizinden sonraki dönemde ciddi rezerv birikimi yaptıkları görülmektedir.

- Döngü karşıtı maliye politikalarının hızlı büyüme dönemlerinde frenleyici ancak yavaşlama dönemlerinde ekonomiyi canlandırıcı nitelikte olması gerekmektedir. Ancak bir ülkede dolaylı vergilerin ağırlıklı olduğu bir vergilendirme sistemi kullanıldığında döngüyü beslemesi nedeniyle dezavantaj yaratabilmektedir.

Yapılan yeniliklerin amacı kredi mekanizması ve döviz kuru mekanizmasını etkileyerek bir taraftan finansal istikrarın sağlanması iken diğer taraftan fiyat istikrarının dengeye gelmesi olmuştur. Her ülke kendine özgü dinamikleri ve toplumun verdiği reaksiyona göre farklı araçlar ve kurumlar geliştirmişlerdir. Bu

kapsamda Türkiye açısından para politikası gelişmeleri tarihsel açıdan aşağıdaki başlık altında değerlendirilmiştir.

3.2. Türkiye'de Para Politikasının Tarihçesi

Geçmişten günümüze kadar uzanan süreç içerisinde ekonomi yönetimlerinin aldıkları para politikası kararları tartışmalı bir konu olmuş ve olmaya da devam etmektedir. Dünya konjonktürüne uyum sağlama çabaları ve yurt içerisinde yaşanan gelişmeler alınan kararlarda dönemsel değişikliğine gidilmesini de beraberinde getirmiştir. Bu nedenle Türkiye'deki para politikası gelişmelerinin incelenmesinde fayda bulunmaktadır. Aynı zamanda çalışmanın temelini oluşturması nedeniyle uygulanan politikaların kredi ve enflasyon üzerinde yarattığı etkinin boyutu ve benzer şekilde kredi ve büyüme ilişkisi incelenmektedir.

3.2.1. Merkez Bankası ve Para Politikası Uygulamaları

Merkez Bankası 1930 yılında çıkartılan bir kanunla anonim şirket statüsünde kurulmuş ve 1931 yılında kanunun yürürlüğe girmesiyle faaliyetlerine başlamıştır. Türkiye Cumhuriyeti'nin bağımsızlığı da Merkez Bankası'nın varlığı ve kendisi parasını basması ile anlam kazanmıştır. İlk kurulduğunda Hazine'nin bankadaki payı yüzde 15 olarak belirlenmiştir. Bankanın amacı da asıl olarak kalkınmaya hizmet etmek şeklinde tasarlanmıştır (TCMB, 2018f: 8-10). Çıkartılan kanun ile önceleri devlete ve Hazine'ye avans verilmesi şeklinde bir uygulama söz konusu değilken sonraki dönemlerde değişiklikler olmuştur.

1930'da kamuya avans ve kredi şeklinde bir uygulama yapılmazken 1932'de hazine bonolarını iskonto ve reeskont etme, 1938'de sınırlı şekilde Hazine'ye avans ve KİT'lerin fonlanması şeklinde uygulamalar başlamıştır. 1955'te avans miktarı kısılarak kamu bütçesi ile sınırlandırılmıştır. 1961'de avans limiti yüzde 5'e çekilirken 1970'e kadar kademeli olarak arttırılmıştır. 1970'te Hazine'nin payının yüzde 50'den az olamayacağı hükme bağlanmış ve kalkınma kredileri ile büyüme teşvik edilmiştir (Resmi Gazete, 1940, 1955, 1965; Şen, 2004: 3).

1980-1989 yılları arası dönemde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ekonomik sistemde de değişimlere neden olmuştur. 1989 yılında Piyasalar Genel Müdürlüğü'nün kurulması, uzun vadeli reeskont kredilerine son verilmesi ve bunun yerine kısa vadeli reeskont kredilerinin para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanması bu değişimlerden bazılarıdır.

1994-1998 yılları arası dönemde ise avans verme hızı krizler nedeniyle yavaşlamıştır. Bir taraftan cari açığın diğer taraftan bütçe açığının artarak ikiz açık yaratması bu yavaşlamanın temelinde yatan neden olmuştur. Böylece avans uygulaması 1998 yılında fiilen sona erdirilmiş ve 2001'de çıkarılan kanun ile uygulama yürürlüğe girmiştir. 2001 yılında fiyat istikrarı amacının yanı sıra tam araç bağımsızlığı da ön plana alınmıştır (TBMM, 2001).

2001 krizi döneminde para politikası maliye politikasından daha aktif bir şekilde kullanılmıştır. Öncelikle krizden çıkış için bir istikrar programı belirlenmiş ve IMF bu programa desteğini esirgemeyerek finans desteği bile sağlamıştır. Bu dönemde sıkı maliye politikası uygulamaları ile bütçe açığının azaltılması ve sıkı para politikası uygulamaları ile enflasyonla mücadele hedeflenmiştir. Böylece 2000'li yıllarda bütçe açığı azalmaya başlamış ancak dış ticaret açığı ve cari açıkta artış yaşanmıştır. 2011 yılına kadar dolar kurunda büyük değişimler yaşanmamış, GSYİH yaklaşık 3 kat artmıştır. Kişi başına gelir ise yıllık ortalamada GSYİH'ye paralel şekilde 3 kat artış göstermiş ve büyüme hızının yıllık ortalaması yüzde 5,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu yıllar arasında bütçe açığının yıllık ortalaması yüzde 4,1 iken cari açığın yıllık ortalaması yüzde 4,7 olmuştur. Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ise yüzde 11,7 seviyelerine yükselmiştir (Eğilmez, 2018a: 152-153). Bu yükselişin en önemli sebeplerinden biri TL'de gerçekleşen değer düşüşü sonucunda temel mal fiyatlarındaki güçlü artış olmuştur. Ayrıca hizmet fiyatlarının artışı da temel fiyat göstergelerine yukarı yönlü ivme kazandırmıştır (TCMB, 2011b: 36).

2012 sonrası dönemde para politikası etkinliğini korumaya devam etmiştir. 2012-2017 arası dönemde kurda aşırı dalgalanmalar yaşanmış ve GSYİH yükselse de kişi başına gelir düşmüştür. 2012-2017 yılları arası dönemde büyüme hızı yıllık ortalamada yüzde 5,8, cari açık yüzde 5,2, enflasyon yüzde 8,5 olarak açıklanmıştır.

2017'den itibaren ise büyüme odaklı bir politika değişikliğine gidilmiş ve büyümede istenilen ivme yakalanmış olmasına rağmen enflasyonda ciddi artışlar görülmüştür (Eğilmez, 2018a: 152-153).

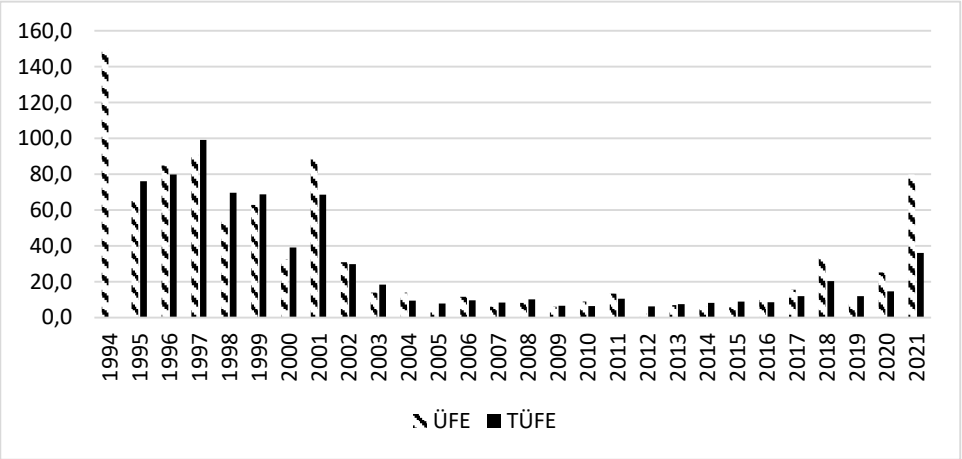
21. yy.'da dünyada ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon ortalamasına bakıldığında yüzde 8 seviyelerinde olduğu görülmektedir. Bazı ülkeler gibi Türkiye de bu ortalamanın üzerinde kalan ülkelerdendir. Bunun iç ve dış etkenleri olduğu görülmektedir. İthalat kalemi enflasyonu arttıran en önemli dış etkendir. Diğer taraftan beklentiler, geçmiş dönemde yaşanan enflasyona duyarlılığın etkisi, ülkelerin beklentilerinin bozulmasından kaynaklanan kur oynaklıkları ve tarımsal verimlilikten kaynaklanan diğer yapısal nedenler ise iç etkenleri oluşturmaktadır. İç ve dış etkenler kıyaslandığında ise ithalatın önem taşımasına rağmen iç etkenlerin enflasyonu daha fazla etkilediği görülmektedir.

Bu faktörlerin detaylarına bakılacak olursa 2010 yılından sonra artan dolarizasyon enflasyonu arttırmıştır. Bunun nedeni enflasyon ve dolarizasyonun birbirini besleyen süreçler olmalarıdır. Yani fiyat istikrarı sağlanamadığında dolarizasyonun azaltılabilmesi zorlaşmaktadır. Değişen beklentiler ise 2019 yılında enflasyonda artışa neden olmuştur. Bunu gören yabancı yatırımcının pozisyonlarını azaltması Merkez Bankası'na rezerv kayıpları yaşatmıştır. Bir sarmal halinde ilerleyen süreçte ekonomiye olan güvenin azalması ve araç bağımsızlığı gibi konularda tereddütlerin oluşması kura yukarı yönlü ivme kazandırmış ve dolarizasyonu arttıran bir sürece neden olmuştur. Böylece enflasyonun artacağına dair beklentiler reel faizin negatife yönelmesini ve riskin artmasını sağlamıştır. Anlaşılacağı üzere kur, enflasyon ve beklenti sarmalı olumsuz sonuçların alınması ihtimalini kuvvetlendirmektedir. Bu gibi durumlarda merkez bankalarının sisteme müdahale etmesi önemli olabilmektedir. Örneğin Türkiye, yaşanan ekonomik sorunlar neticesinde kur korumalı mevduat uygulamasını devreye sokmuştur (Kara, 2022):

3.2.2. Uygulanan Politikalar Çerçevesinde Kredi ve Enflasyon İlişkisi

Enflasyon 1980'li yıllardan bu yana birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye için de önemli bir makroekonomik problemdir. Bu nedenle enflasyonla mücadele ön planda tutularak birçok kez fiyat istikrarına yönelik kararlar alınmıştır. Alınan kararlara bakıldığında 2000'li yıllara kadar olan süreçte para politikalarının maliye politikalarına kıyasla daha etkin sonuçlar ürettiği görülmüştür. Maliye politikaları açısından vergilendirmeye ilişkin sisteme yeterince müdahale edilmediği ve dolaylı olarak yalnızca arz tarafına ağırlık verildiği gözlemlenmiştir. Aynı zamanda kamu giderlerindeki artışlar bütçeyi olumsuz etkilediğinden enflasyonla mücadeleden beklenen sonuçlar alınamamıştır. Ancak para politikası uygulamalarında 1989 ve 1990 yıllarında Hazine'nin Merkez Bankası'ndan aldığı kısa vadeli avans limitini kademeli olacak şekilde düşürmesine yönelik karar enflasyonun hızını kesen bir neden olmuştur. 1991 yılında ise avans limitinin zorlanması bu kez enflasyonla mücadelede para politikasının uygulanabilirliği konusunda endişeler yaratmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2006: 376-379). Başta enflasyon olmak üzere birçok ekonomik gösterge için çalkantılı geçen bu sürecin seyrine ilişkin veriler Tablo 34 aracılığıyla sunulmuştur.

Tablo 34. Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ve Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) Değişim Oranı (%), (1994-2021)



Kaynak: (TÜİK, 2022d)[23]

[23] Tablo, TÜİK'in İstatistik Veri Portalı sisteminden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 34'ten de görüldüğü üzere 1994 yılında zirveye ulaşmış olan enflasyon rakamları 1997 yılında tekrar yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bu artış yurt içi ekonomik sebeplerin yanında Latin Amerika, Asya ve Rusya'da yaşanan krizlerin de getirdiği etkiler sonucunda yaşanmıştır. 1999 yılında ise artan bütçe açıkları nedeniyle iç borçların tekrar yüksek faizlerle döndürülmek istenmesi sonucunda enflasyonun yüzde 63'lere varan seviyelere geldiği görülmüştür.

1999 yılında gerçekleşen büyük depremin yol açtığı tahribatı azaltabilmek ve bütçe açığını düşürüp bütçe dengesini sağlayabilmek amacıyla IMF ile üç yıl vade içeren bir stand-by anlaşması yapılmıştır (Miller, 2006: 451). Bu amaçların yanı sıra asıl olarak enflasyonun düşürülmesi ve ekonominin sürdürülebilir bir büyüme performansı yakalaması hedeflenmiştir (IMF, 1999). Tablo 34'den de görüldüğü üzere 2000 yılında amaçlandığı gibi enflasyonda bir düşüş sağlanmış ancak bankaların likidite sıkışıklığı yaşamaya başlaması ile başlayan süreç 2001 yılında siyasi krizle birleşince tüm dengeler alt üst olmuştur. Böylece enflasyonun düşürülmesine yönelik programın yerini Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı almıştır.

Bu programda üretici enflasyonunun 2001 yılında yüzde 57,6, 2002 yılında yüzde 16,6 ve 2003 yılında yüzde 17,4 olması ve tüketici fiyat enflasyonun aynı sıralamada 52,5, 35,0 ve 20,0 olması hedeflenmiştir (TCMB, 2001a: 12; 2001b: 24; 2002b: 67; TOBB, 2003: 126). 2002 yılında enflasyonun bir önceki yıla göre düşük oranlarda seyrettiği ve yıllık bazda üretici fiyat endeksinin yüzde 30,8 ve tüketici fiyat endeksinin yüzde 29,7 oranında gerçekleştiği görülmüştür. 2004 yılında ise TÜFE hedefi yüzde 12 olarak belirlenmiş ve bu hedefi tutturabilmek için uygulanan politikalar sonucunda yüzde 9,4 oranında beklentinin altında kalmıştır. ÜFE tarafında da yüzde 13,8'lik bir gerçekleşme meydana gelmiştir. Alınan kararlar ve uygulamaya konulan politikalar sonucunda belirsizlik ortamı azalmıştır. Böylece TL'ye olan güven artmış ve enflasyon aşağı yönlü ivme kazanmıştır (TCMB, 2003: 4; 2004: 63).

Merkez Bankası bu dönemde para politikası hedeflerini oluştururken fiyat istikrarını temel amaç olarak belirlemiştir. Fiyat istikrarına ulaşmak için ise kısa vadeli faiz oranlarını araç olarak kullanmıştır. Böylece 2002 yılında başladığı örtük enflasyon hedeflemesine ve mali reform sürecinin devamına karar vermiştir. 2006

yılında ise açık enflasyon hedeflemesine geçerek 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizine rağmen 2018 yılına kadar aynı aralıkta dalgalanmasını sağlayabilmiştir. Hatta 2008 yılında ortaya çıkan krizin üretim ve tüketimde düşüş meydana getirmesi, 2009-2010 yıllarındaki enflasyon oranlarının sakin seyretmesine neden olmuştur. Kriz sürecinin ardından FED tarafından faiz artırımı yapılacağının duyurulması, sermayenin gelişmekte olan ülkelerden çıkmasına neden olmuş ve döviz kuru 2017 yılında yükselişe geçerken enflasyon oranı yüzde 11,9 seviyelerini görmüştür (TCMB, 2018b: 79).

2018 ve 2019 yılı tahminleri ise sırasıyla yüzde 7,2 ile 9,6 aralığı ve yüzde 4,7 ve 8,3 aralığı şeklinde belirlenmiştir (TCMB, 2018c: 7). 2018 yılının ortalarına doğru enflasyon beklentilerinin yükselmesi fiyatların artmasına neden olmuş ve buna ek olarak bozulan çekirdek enflasyon[24] göstergeleri nedeniyle Merkez Bankası sıkı para politikası duruşunu devam ettirmiştir (TCMB, 2018d: 4). 2018 yılında uygulanan sıkı para politikası 2019 yılında da devam etmiştir. Emtia ve petrol fiyatlarının gerilemesi, vergi indirimlerinin uygulanması ve iç talebin azalması enflasyonda düşüşe neden olmuş ve 2019 yılında enflasyon yüzde 11,84 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2019a: 23; 2020c: 27). 2020 yılında ise Covid-19 salgını nedeniyle dış ticaret dengesinde, turizm sektöründe ve yurt içi talepte sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu dönemde TL değer kaybetmiş olmasına rağmen enflasyon olumsuz bir görüntü sergilememiştir. Hatta ilk çeyrek enflasyon rakamları beklenen ile uyumlu ölçüde gerçekleşmiştir (TCMB, 2020d: 2). Ancak ikinci çeyrekte salgın nedeniyle maliyetlerde oluşan artış çekirdek enflasyon göstergelerinde kendini göstermeye başlamıştır (TCMB, 2020e: 57). Diğer taraftan ekonomik durgunluğun önüne geçebilmek amacıyla kamu bankaları başta olmak üzere bankalar tarafından kredi arzı sağlanmıştır. Ancak kredi büyümesinin bu denli hızlı olması TL'nin değer kaybetmesine ve enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Ardından parasal sıkılaşma tedbirleri kapsamında yapılan faiz artışları yine kredi taleplerini azaltmış

[24] Çekirdek enflasyon, üretici, tüketici ve toptan eşya fiyat endekslerinde olduğu gibi ekonomik birimlerin harcamalarının tamamını içerecek şekilde oluşturulan mal ve hizmet sepetlerine dair fiyat endekslerinde enflasyon oranlarını gereği gibi yansıtmadığı düşüncesi ile bazı mal ve hizmet grupları ile unsurların (mevsimsellik etkisi nedeniyle oluşan durumlar, enerji kalemleri, altın, …) bu hesaplamadan çıkartılması sonucunda ortaya çıkan enflasyon oranıdır (TCMB, 2011a).

ve yıl sonuna doğru kredi büyümesi yavaşlamıştır (TCMB, 2020f: 20). Kredi ve dövizdeki gelişmelerin daha fazla etkilendiği mal ve hizmet gruplarında enflasyon artarken talebi düşen ürün ve hizmetlerin enflasyonu daha düşük seyretmiştir. Bunun yanı sıra küresel gıda ve emtia fiyatlarının yükselişi enflasyon beklentilerini etkileyerek 2020 yılında tüketici enflasyonunun yüzde 14,60, üretici enflasyonunun 25,20 seviyelerinde seyretmesine neden olmuştur (TCMB, 2021b: 1). Bu dönemde başta ABD olmak üzere küresel enflasyonun da yukarı yönlü ivme kazanması tüm ülke ekonomilerini olumsuz etkilemiştir. Emtia fiyatlarının artması, ertelenen tüketimin toparlanması, döviz kurunda meydana gelen güçlü artış ve tedarik zincirlerinin kopması sonucunda arz kısıtlarının yaşanması enflasyonu tetikleyen sebeplerin başında gelmiştir. Aynı zamanda TÜFE ve ÜFE arasındaki makas açılmış, Türkiye'nin de içinde bulunduğu Rusya ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler grubunda daha çok hissedilmiştir (TCMB, 2021c: 11-12,38). Tüm bu gelişmeler sonucunda 2021 yılında gerçekleşen tüketici enflasyonu yüzde 36,08, üretici enflasyonu ise yüzde 79,90 seviyelerinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2022b: 1).

Görüldüğü üzere enflasyon 2000'li yıllar boyunca genel olarak sakin ilerlemiştir. Ancak 2000'li yılların tamamı incelendiğinde 2021 yılı itibariyle yıllık en yüksek rakamlarına ulaşmıştır. Bunun en büyük nedeni 2019 yılında ortaya çıkan ve tüm dünya ekonomisini sarsan Covid-19 salgınıdır. Dünya Sağlık Örgütü'nün pandemi olarak ilan ettiği salgın hastalığın beklenmeyen bir zamanda ortaya çıkması ve daha önceki krizlerden farklı özellik göstermesi tüm dünyada yıkıcı etkilere neden olmuştur. Türkiye ise tüm makro ekonomik göstergelerinde dalgalı bir seyir izleyerek en az hasarla süreci atlatmaya çalışmıştır.

3.2.3. Uygulanan Politikalar Çerçevesinde Kredi ve Büyüme İlişkisi

Ekonomik büyüme kavramı, geçmişten günümüze kadar geçen süreç içerisinde defalarca yorumlanmış ve çeşitli yöntemler ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bu yöntemler içerisinde ülke ekonomilerinin genel olarak ölçümlenmelerinin yanı sıra nüfus yoğunluklarına göre bazı sıralamalara tabi tutulması şeklinde uygulamalar olduğu görülmektedir. Özellikle finansal serbestleşmeye adım atılmasıyla birlikte

hem ulusal ekonomik birliğin sağlanması hem de uluslararası entegrasyonun üst seviyede tutulması için çaba gösterilmektedir. Böylece bir yıldan diğer yıla kadar geçen süre içerisinde ülkeler üretimlerini arttırarak büyüme rakamlarını yukarı çekme gayreti taşımaktadırlar. Bu gayretin nedeni ise ekonomik büyümenin elde edilmesi ile birlikte toplumsal refah artışının sağlanarak ekonomik göstergelerde iyileşme sağlamaktadır.

Türkiye kurulduğu günden bu yana gelişmiş ülkeler seviyesini yakalayabilmek amacıyla büyümeye yönelik politikalar geliştirmektedir. Cumhuriyet'in ilk yıllarında hızlı bir kalkınma hamlesi ile o dönemin şartlarına göre iyi sayılabilecek bir büyüme performansı göstermiştir. Bu yıllarda Osmanlı'dan devralınan ve göstergelerin oldukça olumsuz seyrettiği olumsuz ekonomik yapıya rağmen var edilmeye çalışılan bir sistem göze çarpmaktadır. Dünya çapında yaşanan Büyük Buhran'ın yine bu döneme denk gelmiş olması yurt içerisinde yaşanan sıkıntılı sürece göre iyi yönetilebilmiştir. Buhran döneminin atlatılabilmesi oldukça uzun bir zaman almış ve ardından 2. Dünya Savaşı çıkmıştır. Savaş diğer dünya ekonomilerinde de görüldüğü gibi Türkiye ekonomisini de olumsuz etkilemiş ve büyüme tersine dönmüştür. Savaş sonrası dönemde serbestleşme hareketlerinin varlığı ile ekonomi tekrar hızlanarak büyüme hedefleri yakalanabilmiştir. Bu dönemde devletin rolünün biraz daha kısıtlanması ve özel sektörün önünün açılması hedeflenmiştir. 1. Dünya Savaşı'ndan 2. Dünya Savaşı yıllarına kadar geçen sürenin savaş ve bunalım yılları olduğu görülse de Türkiye bu karmaşık döneme tutunmaya çalışmıştır.

Türkiye 1950 öncesinde sıkı para ve maliye politikası izlerken, 1950 sonrasında dünyaya ayak uydurmak amacıyla genişlemeci politikalara dönmüştür. Bu yıllardan başlayan süreç ise dünyada 1970'li yılların ortalarına kadar dünyada eşi görülmemiş bir refah döneminin yaşanmasına neden olmuştur. Ülkeler arası ticaret hacmi artarken yıllık GSYİH artışları ciddi oranlara ulaşmıştır. Keynes'in fikirlerinin öne çıktığı bu dönemde talep yönlü büyümeye ve istihdam ağırlıklı politikalara öncelik verilmiştir. Aynı zamanda fordist üretim yapısına geçilmesi sonucunda kitlesel üretimin başlaması bu dönemin 'altın çağı' olarak anılmasına neden

olmuştur. Ancak 1973'te hem kârlılığın bölüşülmek istenmesi hem de petrol şoklarının ardı ardına yaşanması altın çağının sonunu getirmiştir (Yeldan, 2011: 16). Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries-OPEC) ülkelerinin petrol fiyatlarına uyguladıkları yüksek oranlı fiyat artışları ekonomik göstergelerin bozulmasına zemin hazırlamıştır. Türkiye'nin sanayileşme politikasında ithal ara ve yatırım malı varlığının yüksek oranlarda olması enflasyonu tetiklemiş ve milli hasılada gerilemeye neden olmuştur. Diğer taraftan döviz darboğazına girmesi ise dış borçlanma miktarını da arttırmıştır.

1980'li yıllara kadar geçen süre içerisinde Türkiye ekonomisinin büyüme göstergeleri dalgalanmalar şeklinde gerçekleşmiştir. 2001 yılına kadar dalgalı ancak ortalama bir büyüme hızı yakalanmışken yaşanan kriz 2001 yılında ciddi bir düşüşe neden olmuştur. Ancak ardından hızlı bir toparlanma gerçekleştirilmiş ve bu durum da 2008 krizinin yaşanmasıyla son bulmuştur (Kolsuz ve Yeldan, 2014: 51).

2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren artan belirsizlik ekonomik büyümede yavaşlamaya neden olmuştur. Bu dönemde öncelikle özel kesimin talebinde azalış meydana gelmiş ve Türkiye ekonomisinin 2002 yılından itibaren yakaladığı istikrara yönelik bozucu etki yaratmıştır (TCMB, 2018g: 37). Bu kriz ABD'de ortaya çıkmasına rağmen küresel çapta derin etkiler yaratmıştır. Özellikle 2008 yılının sonlarına doğru etkili olmuş, 2009 yılının bitimine doğru olumsuz etkiler hafiflemiştir. 2009 yılında başlayan iyileşme özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde 2010 yılında da devam etmiştir. Ancak krizin arka planını da oluşturan sorunlu varlıkların henüz bir netliğe kavuşturulamamış olması ve ekonomik kırılganlıkların sürmesi kredi mekanizmasının etkin çalışmasını engellemiştir. (TCMB, 2009: 25; 2010b: 27). 2010 yılından itibaren uygulanan makro ihtiyati tedbirler ve para politikasında yapılan değişiklikler ise yurt içerisindeki talebi yavaşlatması sonucunda ithalat daralmıştır. Bu daralmanın ötelemeli etkisi 2012 yılında net ihracat artışı ile büyümeye yansıması şeklinde ortaya çıkmıştır (TCMB, 2014d: 33). 2011 yılının genelinde yüksek oranlı büyüme oranları seyretmiştir. Sektör bazında hizmetler ve sanayi sektörünün büyüme performansına yaptığı katkıların yanı sıra iç talebin de etkili olduğu görülmüştür. 2011 yılının sonlarına

doğru yurt içi talep yatay hale gelmiş ve 2012 yılında da aynı seyrini sürdürmüştür. İhracat da ithalata göre artarak cari açığı dengeleyici etki yaratmıştır (TCMB, 2011b: 37; 2013d: 33).

2013 yılında gerçekleşen büyüme hızı yüzde 4,2 iken 2014 yılının birinci çeyreğinde makro ihtiyati tedbirlerin uygulanması ve sıkılaşma kararları sonrasında bu hızın oranı 2,9 oranına gerilemiştir. Özel tüketim harcamaları kanalıyla azalan yurt içi talep ekonomik büyümenin ana unsuru, ithalatın yavaşlaması nedeniyle net ihracat olmuştur (TCMB, 2015c: 34). 2015 yılında ise yüzde 6,1 düzeyinde gerçekleşen büyüme özel kesim tüketim taleplerinden kaynaklanmıştır. Ancak 2016 yılında küresel ekonomideki yavaşlamayla birlikte Türkiye de yavaş bir büyüme dönemine girmiştir. Hem jeopolitik riskler hem de Rusya ile girilen süreç turizm sektörünü etkilemekle kalmamış Rusya'ya olan mal ihracatını da sekteye uğratmıştır (TCMB, 2016c: 37). 2017 yılı, 2016 yılında ekonomide yaşanan olumsuzların büyük ölçüde silindiği bir yıl olmuştur. Kredi Garanti Fonu desteği ile kredilerde artış görülmüş ve iç talep canlanmıştır. Buna ek olarak AB ülkeleriyle yapılan dış ticaret hacmindeki ihracat yönlü genişleme büyümeye olumlu katkı sağlamıştır. Böylece 2017 yılında yüzde 7,5'lik bir büyüme oranı yakalanmıştır (TCMB, 2017b: 16). 2018 yılında beklenmedik gelişmeler karşısında yaşanan şoklar ile TL büyük oranda değer kaybına uğramış ve bu belirsizlik ortamı bir taraftan talebi azaltırken diğer taraftan kredi arzını etkilemiştir. Ancak dış talebin canlı kalması net ihracatı arttırarak cari dengeye olumlu ivme kazandırmıştır (TCMB, 2018g; 2018h: 16). 2018 yılının sonlarına doğru yavaşlayan ekonomi, 2019 yılında uygulanan politikalar ve alınan kararlar sonucunda toparlanma sürecine girmiştir. Tüm bu gelişmeler yurt içerisindeki tüketimi yukarı yönde tetiklemiş ve ihracatın kuvvetli seyretmesi büyümeye olumlu katkı sağlamıştır (TCMB, 2019d: 16).

2020 yılının başlarında ortaya çıkan ve neredeyse tüm dünya ülkelerini ekonomik olarak zora sokan Covid-19 salgını Türkiye ekonomisini de 2020 yılının ikinci çeyreğinde derinden sarsmıştır. Buna rağmen yapılan müdahaleler sonucunda üçüncü çeyrekten itibaren ekonomi toparlanmaya başlamıştır. Yılın tamamı dikkate alındığında ise salgının yıkıcı etkilerinin yanı sıra 2020 yılında yüzde 1,8 ve 2021

yılında yüzde 11 oranında büyüme ile trend bozulmamıştır. Tablo 35'ten de görüldüğü üzere Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD) üyeleri ve bazı gelişmiş ülkelere kıyasla büyümeyi başarabilen ülkelerden biri olmuştur.

Tablo 35. Dünya, OECD Üyeleri, Euro Bölgesi, Çin, Almanya, ABD ve Türkiye Büyüme Rakamları (%)

	Dünya	**OECD üyeleri**	**Euro Bölgesi**	**Çin**	**Almanya**	**ABD**	**Türkiye**
2002	2.3	1.6	0.9	9.1	-0.2	1.7	6.4
2003	3.1	2.1	0.6	10.0	-0.7	2.8	5.8
2004	4.4	3.3	2.2	10.1	1.1	3.8	9.8
2005	4.0	2.9	1.6	11.3	0.7	3.5	9
2006	4.5	3.1	3.2	12.7	3.8	2.8	6.9
2007	4.4	2.7	3.0	14.2	2.9	1.8	5
2008	20.0	0.3	0.4	9.6	0.9	-0.1	0.8
2009	-1.3	-3.3	-4.5	9.4	-5.6	-2.5	-4.8
2010	4.5	2.9	2.1	10.6	4.1	2.5	8.4
2011	3.3	1.9	1.7	9.5	3.9	1.5	11.2
2012	2.6	1.4	-0.8	7.8	0.4	2.2	4.8
2013	2.8	1.5	-0.2	7.7	0.4	1.8	8.5
2014	3.1	2.2	1.4	7.4	2.2	2.5	4.9
2015	3.1	2.6	2.0	7.0	1.4	3.0	6.1
2016	2.8	1.9	1.8	6.8	2.2	1.7	3.3
2017	3.3	2.5	2.6	6.9	2.6	2.3	7.5
2018	3.2	2.4	1.8	6.7	1.0	3.0	3
2019	2.6	1.7	1.5	5.9	1.0	2.1	0.9
2020	-3.3	-4.6	-6.4	**2.3**	-4.5	-3.6	**1.8**
2021	5.9	5.5	5.4	8.1	2.9	5.7	**11.00**

Kaynak: (China, 2022; OECD, 2022: 11; Worldbank, 2022)[25]

Tablo 35'ten de anlaşıldığı gibi salgın döneminde Türkiye, Çin'le birlikte pozitif ayrışan iki ülkeden birisi olmuştur. Bu olumlu tabloda aşılamanın hızlı ve aşılama oranının birçok ülkeye kıyasla yüksek oluşu önemli etkenler arasında yer almıştır. OECD'nin görüşü ise aşılamanın düşük kaldığı ülkelerin ekonomik zorluklarla karşı karşıya kalacakları yönünde olmuştur. Gelişmiş ülkelerde bile ekonomik toparlanmanın düzensiz bir şekilde gerçekleşiyor olması hem ABD de hem de Euro Bölgesi'nde istihdamın salgın öncesi döneme kıyasla daha zayıf

[25] 2002-2020 yılları arası veriler ve 2021 yılı dünya ekonomik büyümesi WolrdBank veri tabanından, 2021 yılı OECD üyeleri, Euro Bölgesi, Almanya, ABD ve Türkiye'ye ait veriler OECD raporundan, Çin Halk Cumhuriyeti verisine National Bureau of Statistics of China web sayfasından ulaşılmıştır.

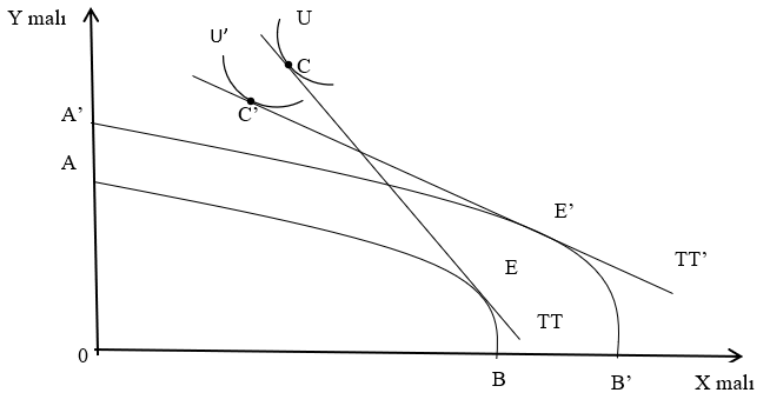
gerçekleşmesinin nedenlerinden birisi olarak kabul edilmiştir. Küresel toparlanmanın 2022 yılında da devam edeceği fikri savunulmakla birlikte bunun ancak para ve maliye politikalarının desteği ile olacağı öngörülmüştür. Böylece 2021 yılında yüzde 5,5 olarak gerçekleşen büyüme rakamlarının 2022 yılında yüzde 4,5 oranında ve 2023'te yüzde 3,2 şeklinde gerçekleşmesi tahmin edilmiştir (OECD, 2021: 12-13). IMF ise yayınlamış olduğu son raporda gelişmiş ülkelerin aşılama çalışmalarının daha iyi gitmesi ve salgın döneminde sağladıkları desteklerin etkisi ile 2021 yılını yüzde 5,2'lik büyüme oranı ile tamamlayacağı yönünde tahmin oluşturmuştur. Bu büyüme tahmininde ABD'de senato tarafından kabul gören ve altyapı çalışmalarını içeren yasa tasarısı ile sosyal güvenliği güçlendirmeye yönelik politikalar olumlu yönde katkı sağlarken bu faaliyetlerin gelecek 10 yıl içerisinde 4 trilyon dolar tutarında olacağı öngörülmüştür. AB ekonomileri için ise Yeni Nesil AB hibelerini ve kredilerini içeren bir süreç yaşanması ve buna ek olarak aşılamanın hızlanmasının daha güçlü bir toparlanma sağlayacağı belirtilmiştir. Bunların sonucunda 2022 yılında gerçekleşecek ekonomik büyümenin 2021 yılına yakın oranlarda olacağı tahmin edilmiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik 2021 yılı büyüme öngörüsü ise değişken nitelikte olsa da yüzde 6,4 oranında gerçekleşebileceği yönünde belirtilmiştir (IMF, 2021: 4-5).

Türkiye için 2021 yılı değerlendirildiğinde aşılamanın hızlanması ve kapanmaların sona ermesi ekonomik açıdan olumlu karşılanmıştır. Dış ticaret açısından tedarik zincirlerinde yaşanan sıkıntılar ve bunun yanı sıra üretimin zorlu şartlarda yapılması ticarette aksamalara neden olsa da ekonomik hayat canlı tutulmaya çalışılmıştır. Bunun için birçok arayışa girilmiş ve hatta Çin Modeli adı altında bir yapı gündeme gelmiştir. Çin'in geçmiş dönemde hızlı büyümesi üzerine bir benzetme yapılarak Türkiye'de aynı modelin uygulanabilir olup olmadığı tartışılmaya başlanmıştır. Çin ve Türkiye için karşılaştırma yapılacak olursa Çin'in tasarruf oranlarının yatırımlarından fazla olması cari fazla vermesine neden olurken Türkiye'de tam tersi bir durum yaşandığından cari açık verdiği görülmektedir. Çin aynı zamanda ihracat yaparken yüksek teknolojiye sahip imalat ürünleri satmaktadır ve döviz rezervleri de Türkiye'nin oldukça üzerindedir. Otokratik bir yapıya sahip olan ülkede emek ucuzlaştırılmış ve gelişmiş ülkelerin bunu fırsat bilmesi zamanla

Çin'in taklit ürünler yerine kendi ürünlerini çıkarmasının yolunu açmıştır. Ancak bu sömürü sonucunda hem sosyal hem de siyasal anlamda dünya ile kıyaslandığında görece geride kalmıştır. Aslında hızlı büyümüş olan bir ekonominin kalkınma göstergelerinin zayıf kalması refah seviyesinin sorgulanmasına neden olmuştur.

Ekonomik büyümenin uluslararası boyutu incelendiğinde Hicks'in dolar sorunu üzerine görüşleri, büyüyen ülkenin kendine zarar vermesi düşüncesinden yola çıkılarak bir teoriye kadar uzanmıştır (Hicks, 1953). Jagdish Bhagwati, bu fikri kullanarak büyüme kavramını yeniden yorumlamıştır. Ona göre bir ülke daha fazla üretim yaparken daha fazla ihracat yapar duruma geldiğinde eğer dış ticaret hadlerinde bir bozulma meydana gelirse ve bu bozulma aslında ekonomisi büyümüş olan ülkenin refah seviyesini düşürüp yoksullaşmasına neden olmuşsa buna 'yoksullaştıran büyüme' denmektedir (Bhagwati, 1958: 201-205). Bu tezin grafiksel gösterimi Şekil 3 yardımıyla yapılmıştır.

Şekil 3. Yoksullaştıran Büyüme



Kaynak: (Bhagwati, 1958: 201-205).

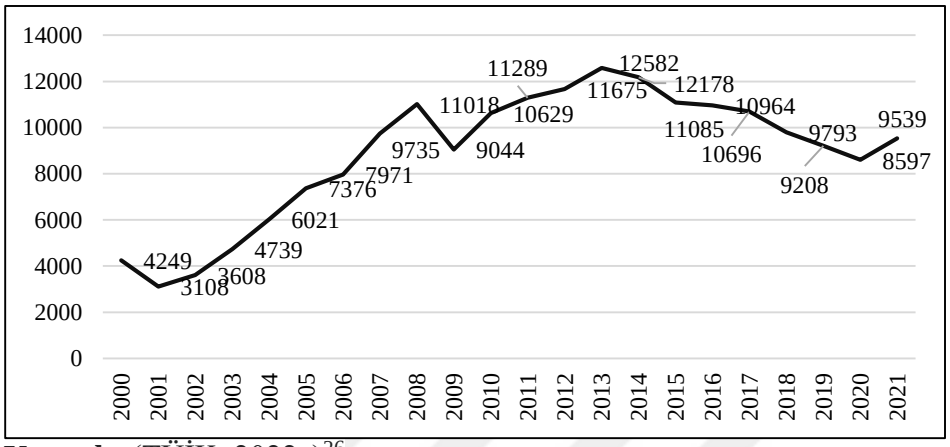
Adam Smith'in büyüme ve dış ticaret arasındaki bağlantıyı ortaya koymak amacıyla ortaya attığı Mutlak Üstünlükler Teorisi, Ekonomi Politiğin ve Vergilendirmenin İlkeleri adlı kitabında Ricardo tarafından serbest ticaret yapan iki ülkenin her ikisinin de kendi lehine ticaret yapabilecekleri bir model ile geliştirilerek sunulmuştur. Bu modelde her iki ülke de ekonomik büyüme yaşarsa ikisinin de

sosyal refah seviyesinin öncekine göre daha yüksek olacağını belirtilmiştir (Ricardo, 1817; Smith, 1776: 481).

Bhagwati de tam istihdamın varsayıldığı iki mallı ve bu malların bir kısmının yurt dışına satıldığı bir model geliştirerek büyümenin ülkeler üzerinde nasıl yoksullaşma yarattığını incelemiştir. Analizini teorik bir temele oturtarak daha basit bir şekilde ifade etmek için ise iki mallı tek ülke kullanmıştır. Şekil 3'ten de görüldüğü üzere iki mal üreten ve ihracat yapan bir ülke ekonomisi söz konusudur. Dikey eksende yer alan Y ve yatay eksende yer alan X bu malları gösterirken AB eğrisi ekonominin ilk durumundaki yani büyümeden önceki üretim imkanları eğrisidir. Ekonomi AB üretim imkanları eğrisi üzerindeyken E noktasında dengeye gelmektedir. Denge noktasında ticaret hadleri eğrisi TT, tüketim farksızlık eğrisi C'ye teğettir ve ülke C kadar tüketim yapmaktadır. Ancak bu ekonomi daha fazla üretim ve ihracat yapıp büyüme kaydederse üretim imkanları eğrisi AB' olarak gerçekleşecektir. Yapılan bu ticaret döngüsü ile dış ticaret hadlerinde bir bozulma olduğu varsayıldığında yeni ticaret hadleri doğrusu TT' halini alacak ve tüketim C' kadar gerçekleşerek daha önceki tüketim seviyesine göre düşecektir. Yani ülke daha fazla üretip ihracatını arttırsa da dış ticaret hadlerinde meydana gelen bozulma nedeniyle refah seviyesi U'dan U' seviyesine düştüğünden yoksullaşmış bir ekonomi ile karşılaşılacaktır (Bhagwati, 1958: 201-205).

Son dönemlerde Türkiye için bu tez çerçevesinde çeşitli görüşler ortaya atılmıştır. Büyüme oranlarının yıllara göre gelişimi izlendiğinde belli bir trend yakalamış olduğu gözlemlenmiştir. Ancak Grafik 7'den de görüldüğü üzere özellikle 2014 yılından günümüze kadar olan süreç içerisinde kişi başına gelir rakamlarında düşüş yaşanması bu konuyu tartışmaya açmıştır.

Grafik 7. Kişi Başına Milli Gelir (Bin dolar)



Kaynak: (TÜİK, 2022c)[26]

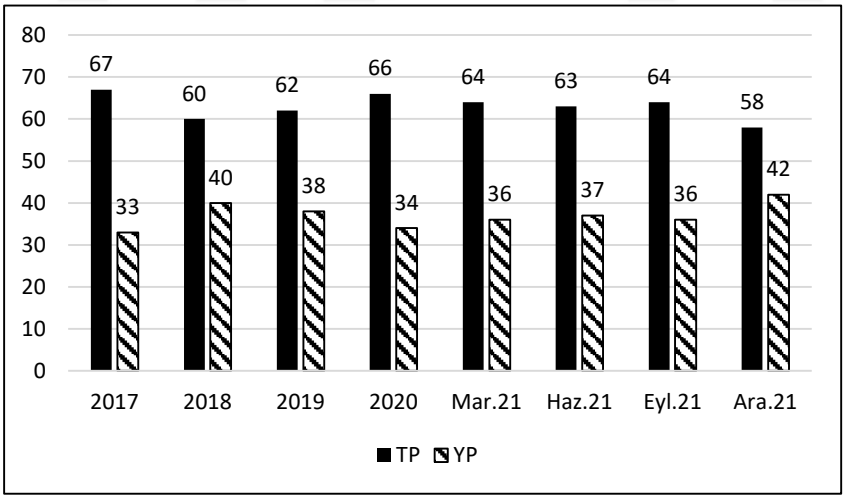
Grafik 7'den de anlaşılacağı üzere 2001 krizi yaşanmadan önce kişi başına gelir seviyesi 4.000 USD'nin üzerinde seyretmektedir. Kriz sonrasında ise biraz düşüş göstererek 3.000 USD seviyelerinde gerçekleşmiştir. Ardından Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile beraber yine yukarı yönlü bir ivme yakalamış ve 2013 yılına dek bu yükselişini sürdürmüştür. Bu dönem içerisinde yalnızca 2008 yılında yaşanan Küresel Finans Krizi nedeniyle bir düşüş görülmüştür. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında kamu kesiminde mali disiplin sürecinin uygulanması ile hem enflasyonda hem de faizlerde düşüşün sağlanmasına ek olarak bankacılık kesiminde yapılan reformların ekonomiye olumlu yansımaları olmuştur.

2005 yılına gelindiğinde Avrupa Birliği tam üyelik müzakerelerinin başlaması doğrudan yabancı sermaye girişlerini teşvik etmiştir (TCMB, 2005: 50). Gelen yabancı para ise kur seviyesini aşağıya çekerek yerli paraya olan güveni arttırmış ve beklentilerin pozitif yönde gelişmesini sağlamıştır. Yerli paraya olan güvenin sağlanması ve beklentilerin olumlu yönde değişmiş olması 2002 yılında yüzde 57 seviyelerinde olan dolarizasyonu 2010 yılı sonunda yüzde 29 seviyelerine düşürmüştür (Eğilmez, 2020a). Ancak 2008 yılında biten IMF anlaşmasının tekrar edilmemesi ve AB ile müzakere sürecinin zayıflaması sonucunda yaşanan aksaklıklar ile kur tekrar yükselmeye başlamış ve risk priminde de artış görülmüştür. Aynı zamanda yapısal reformların yapılamaması ve kurumların yapılarında meydana gelen

[26] Tablo, TÜİK'in İstatistik Veri Portalı sisteminden yararlanılarak oluşturulmuştur.

bozulmalar yabancı sermaye girişinin yerini dış borçlanmanın almasına neden olmuştur. 2013 yılında Bernanke'nin parasal gevşemede sona gelindiğine dair yapmış olduğu açıklama Türkiye gibi ülkeler açısından oldukça sıkıntılı bir süreci de beraberinde getirmiştir. Ekonomik göstergelerde yukarı yönlü bir ivme yakalayan Türkiye için 2015 yılından sonra Grafik 7'den de anlaşılacağı üzere kişi başına gelir ters yönde hareket etmeye başlamıştır. Ayrıca 2003-2021 yılları arasında büyüme pozitif yönlü gerçekleşmiş olsa bile kaybedilen ivme ile yoksullaştıran bir büyüme yaşanmıştır. 2017 ve 2020 yıllarında fazla büyüme arzusu ile düşük faiz oranı uygulanması sonucunda yaşanan kredi patlamaları altına ve dövize olan talebi daha da arttırmıştır. 2020 yılının sonuna gelindiğinde kullandırılan kredi hacmi ciddi rakamlara ulaşmıştır. Ayrıca 2018 yılında yaşanan Brunson krizi döviz kurunu arttırarak dolarizasyonu tetiklemiş ve son yıllarda büyüme kaydedilse bile kişi başına gelirde düşüş görülmüştür. 2017'den sonraki TL ve yabancı para kredilerin değişim oranları Grafik 8 yardımıyla sunulmuştur.

Grafik 8. Türk Parası ve Yabancı Para Krediler Değişim Oranı (%)



Kaynak: (BDDK, 2021a: 10)[27]

Grafik 8'den de anlaşılacağı üzere yabancı para kredilerde dalgalı bir seyir söz konusu olmasına rağmen 2021 yılı sonuna doğru ciddi bir artış görülmektedir. Yabancı para kredi borçlanmasındaki bu değişim dış finansman maliyetinin de döviz

[27] Tablo, BDDK Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Aralık 2021 Raporu'ndan yararlanılarak elde edilmiştir.

kuru artışına bağlı olarak artmasına neden olmaktadır. Bunun çözümünün ise kısa vadeli etkisinin yanı sıra uzun vadede de yardımcı olabilecek bir sonuç niteliğinde olmasından dolayı doğrudan yabancı yatırımın bir an önce ülkeye çekilebilmesi olduğu düşünülmektedir.

Döviz ile ilgili maliyetlerin düşmesi için yenilenebilir enerjinin payının arttırılarak enerji ithalatının kısılabilmesi de oldukça önemlidir. Devletin bu alanda öncü olup destek vermesi sanayideki enerji bağımlılığını azaltarak maliyetlerin düşürülmesini sağlayabilecektir. Bir diğer çözüm ise emtia ithalatının kısılması ve yerli üretime geçilmesidir. Çünkü ithalata olan bağımlılık yerli paranın da değeri göz önüne alındığında son aşamada tüketiciye ve ekonominin geneline zarar vermektedir.

Bu nedenlerle ithalat yapılan ülkelerin paraları karşısında yerli paranın değeri kıyaslandığında cari dengenin direkt olarak etkilendiği açıktır. Özellikle ithalat bağımlılığı yüksek olan Türkiye gibi ülkelerde döviz kuru hareketleri ön plana çıkmaktadır. Çünkü ihracat yapabilmek için üretim faktörlerinin ülke içerisinde üretilip üretilmemesi konusu belirleyicidir. Bunun nedeni üretim girdilerinin yüksek oranda ithalata bağlı olduğu bir ekonomi modelinde kur seviyesinin önem arz etmesidir. Eğer ihracata dönük üretim yerli üretim faktörleri ile yapılıyorsa verimli bir cari fazla elde edilecektir. Ancak yapılacak ihracat için kullanılan girdiler ithal girdiler ise döviz kuruna göre maliyetlerde de oynaklık söz konusu olacaktır. Bu nedenlerle cari açık Türkiye ekonomisi için geçmişten bugüne önemli bir ekonomik göstergedir.

Türkiye ekonomisinin geçmiş tarihine bakıldığında 2001 yılında yaşanan krizin öncesindeki büyüme oranlarının bütçe açıkları ve kamu borçlanması sonucunda oluşmuş olduğu görülmektedir. 2001 yılından sonraki büyüme oranları ise benzer nitelikte bütçe açıkları ve özel kesim borçlanması sonucunda oluşmaktadır. Yani 2002'den 2021' kadar geçen süre içerisinde tarihsel büyüme performansı incelediğinde cari açık ile oldukça ilişkili olduğu belirtilebilmektedir. Bu durum cari açık ve bütçe açığı ile büyüyen bir ülke ekonomisi olduğunun da bir göstergesidir (Eğilmez, 2020b: 230-234). Ülkeler cari açık endişesi taşısalar bile uluslararası alandaki ticari faaliyetleri oldukça önemlidir. Özellikle döviz gelirine ihtiyaç duyan

Türkiye için dış ticaret hacminin salgın dönemleri gibi zamanlarda daralmalar yaşaması sıkıntı yaratan bir durum olmuştur. Ancak günümüz şartlarında kullanılabilecek araçların fazla olması normalleşme adımlarını hızlandıran başka bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

3.3. Türkiye'nin Yaşadığı Kredi Şokları ve Konjonktür Dönemleri

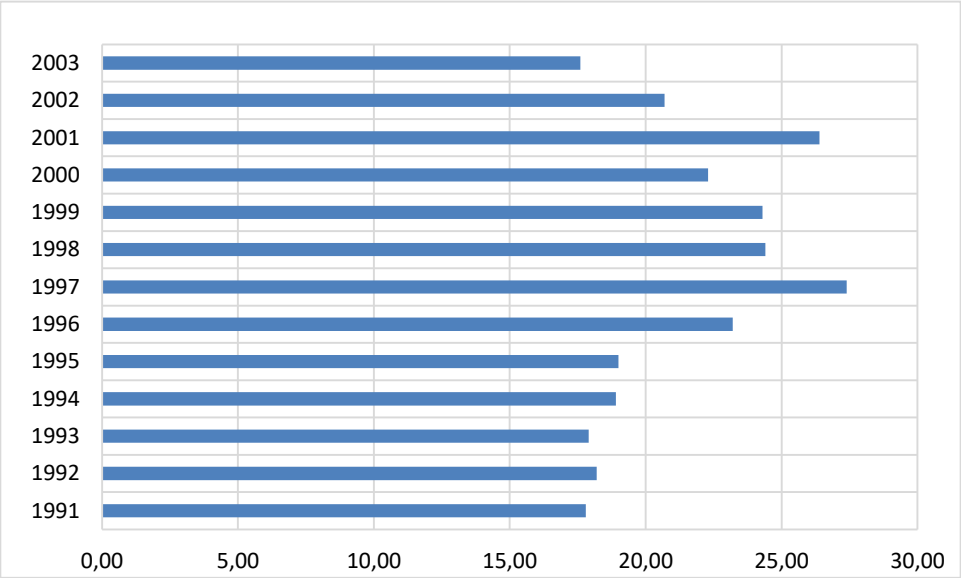
Geçmiş tarihten de görüldüğü üzere sistematik hale getirilememiş bir ekonomik düzende karmaşa kaçınılmaz olmuştur. Günümüz modern toplumlarında ise küreselleşmenin de getirdiği zorunluluklar neticesinde ortak bir dil konuşulması gerekmektedir. Bu nedenle finansal sistemin varlığı dünya ekonomileri için her açıdan önem taşımaktadır. Ülkelerin hem yurt dışı sisteme entegre olmaları hem de yurt içi ekonomik düzeni sağlamaları oldukça zordur. Sonuç elde edebilmek için bankalar gibi bazı aracıların kullanılması önem taşımaktadır. Tasarruf ve yatırım davranışlarının ekonomik sistemde yer alabilmesinde bankalar büyük rol oynamaktadır. Türkiye ekonomisi ele alındığında ise bankalar özellikle kredi kanalı açından aktif bir aracı olarak kullanılmaktadır.

Bankaların kredi yaratan kurumlar olduğu göz önüne alındığında belli konjonktür dönemlerinin incelenmesi de bu çalışma için önem arz etmektedir. Dönemler, dünyadaki gelişmeler ve bu gelişmeler karşısında ülke içerisinde uygulanan politikalar kapsamında değerlendirildiğinde üç kısımda incelenmiştir.

3.3.1. 2010 Öncesi Dönem

Tüm bu göstergeler sonrasında kredi arzında zaman zaman daralmaya giden bankacılık sektöründeki kredi rasyosuna ait rakamlar Grafik 9 yardımıyla gösterilmiştir.

Grafik 9. Özel Sektörün Toplam Kredi Kullanımı/GSYİH (Yıllık %)



Kaynak: (TCMB, 2023d)[28]

Grafik 9 reel sektörün kredi kullanım oranlarını yıllık veriler halinde göstermektedir. Grafikte yer alan oranlara göre 1996 yılına kadar geçen süreçte stabil olarak seyreden kredi kullanımı 2003 yılına gelinceye kadar zaman zaman dalgalı bir görünüm sunmaktadır. Belirtilen dönem içerisinde belli aralıklarla yaşanmış olan krizlerin bu artış ve azalışlarda etkili olduğu söylenebilmektedir.

1994 krizinin temel nedeni olarak görülen bütçe açıkları, yurt içinde yeterinde tasarruf ve planlanan kamu gelirlerinin sağlanamaması sonucunda oluşmuştur. Finansal serbestleşme yıllarından sonraki sürecin geldiği son nokta olan bu kriz, sermaye hareketliliğini de beraberinde getirmiş ancak bütçe açıklarının ve cari açığın hala devam ettiği bir dönem olması nedeniyle kurun düşük, faizin yüksek olduğu bir politika ile sürdürülmeye çalışılmıştır (Uzunoğlu, 2019: 240-241). Faizin yüksek olması nedeniyle gelen yabancı sermayenin aksine piyasa oyuncularının yaşadığı panik krizi tetikleyen nedenlerden biri olmuştur. Yani hem bütçe açığı hem de cari açık kavramlarının bir arada yaşandığı ve literatürde ikiz açık olarak tanımlanan olgu bu dönemdeki krizi açıklamaktadır. Eleştirilen maliye politikası ile

[28] Tablo, TCMB'nin Elektronik Veri Tabanı Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

makroekonomik göstergelerde meydana gelen bozulmalar yüksek faiz ile sonuçlanmıştır.

1994 krizi, hükümetin iç ve dış borçlarını ödeyememesi sonucunda oluşan panik havası ve makroekonomik göstergelerde meydana gelen bozulmalar sonucunda ortaya çıkmıştır. Ancak 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri bu temelden oldukça uzak bir yapıda gelişmiş ve sonuçlanmıştır. Bu krizlerin öncesinde 1997 yılında yaşanan Asya krizi, 1998'de ortaya çıkan Rusya krizi ve 1999 yılında yıkıcı etkileri ekonomiye de yansıyan Marmara depremi kredi kullanım oranlarının dalgalı bir seyir izlemesine ve 2002 yılının ortalarına doğru bir geri çekilme yaşanmasına neden olmuştur. Kredi rasyosunda meydana gelen bu geri çekilmenin birden fazla bileşeni bulunmaktadır. 2000'li yıllara kadar geçen süre içerisinde bankacılık sektörünün denetim ve gözetim faaliyetlerinin yeterli olmaması, muhasebe standartlarının uygulanamaması, kredi taleplerinin sağlıklı biçimde değerlendirilememesi, vade uyumsuzlukları ve devamında yaşanan likidite problemleri gibi olumsuzluklar bu gerilemede rol oynamıştır. Diğer taraftan makro ekonomik göstergelerde oluşan dengesizliğin TL'ye olan güveni sarsması ile enflasyondan korunmak amacıyla kredi ve mevduatların yabancı para cinsinden tahsis edilmesi yaşanan olumsuz gelişmelerden olmuştur (Parasız, 2003: 411; Uzunoğlu, 2019: 242-243).

Krizin ortaya çıkması ile bankacılık sisteminin açık pozisyonları artmış ve kredi geri dönüşlerinde sorunlar başlamıştır. Çünkü firmaların da bilançolarında oluşan olumsuzluklar kredilerini ödeyememelerine neden olurken iflaslar başlamıştır. Bu durumda bankalar kredi tayınlaması yaparak kredi arzını kısmaya başlamıştır. Aynı zamanda firmaların varlık değerleri azaldığından daha önce kredilendirme yaptıkları firmalara da kredi vermeyi zorlaştırmışlardır.

Kredi arzının azalması nedeniyle yatırım ve üretim faaliyetlerinin düşmesi ise dolaylı olarak kredi taleplerini etkilemiştir. 2000 yılında uygulanan program sonucunda faiz oranlarında ciddi bir düşüş meydana gelmesi ise 2003 yılının son çeyreğinde toplam kredi hacminde artışa neden olmuştur. Bir taraftan belirsizlik ortamının azalması diğer taraftan ekonomik göstergelerde meydana gelen iyileşme bankacılık sektörünün aktif yapısına olumlu katkıda bulunmuştur. 2003 yılında reel

sektör kredi hacminin toplam kredi hacmi içerisinde payı azalmış olsa da tüketici kredilerinin toplam krediler içerisindeki oranı 2002 yılında yüzde 6,6 olarak gerçekleşirken 2003 yılında bu oran yüzde 14 civarına ulaşmıştır. Kredilerin artması ertelenmiş olan iç talebi de canlandırıcı etki yaratmış ve böylece kamu kesimi dengesinde iyileşme görülmüştür. Göstergelerde iyileşme devam ederken yaşanan kriz süreci ücretlerde düşüş meydana getirmiştir. Devamında oluşan belirsizlik ortamı bu kez süreci tersine çevirerek tüketimde azalışa neden olmuştur. Ardından faizlerin yükselmesiyle hem kredi talebi azalmış hem de bankalar kredi arz etmekte çekimser kalmıştır. Bu durum olumsuz bir gelişme gibi gözükse de bankacılık sektörünün aktif kalitesini olumlu etkileyerek takipli alacakların miktarını düşürmüştür (BDDK, 2003: 7,24).

Tablo 36. Seçilmiş Göstergeler (Kredi Faiz Gelirleri/Takipteki Kredi Tutarı/Sermaye Yeterlilik Oranı)

Yıllar	Kredilerden Alınan Faizler (milyar TL)	Takipteki Kredi Tutarı (milyar TL)	Sermaye Yeterlilik Oranı
1991	44.739	2.473	
1992	79.861	3.148	
1993	135.798	5.327	
1994	326.336	14.125	
1995	565.413	20.877	
1996	1.291.063	29.877	
1997	2.967.947	86.532	
1998	4.996.358	566.198	
1999	7.809.013	866.026	
2000	7.878.525	1.459.563	9,3
2001	12.239.438	4.300.956	20,8
2002	11.190.047	3.738.781	24,2
2003	11.233.547	988.024	30,9

Kaynak: (TBB, 2008: 110,122,176)[29]

Tablo 36'da 1991-2003 yılları arasındaki kredilerden alınan faizlerin 2001 yılına kadar yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. Ancak 2001 yılından sonra bu gelirlerde hafif düşüş yaşanmıştır. Faiz gelirlerindeki düşüş detaylı bir şekilde incelendiğinde büyük kısmının kamu sermayeli bankalardan kaynaklandığı

[29] Tablo, TBB'nin '50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi '1958-2007'' Raporu'ndan derlenmiştir.

görülmektedir. Çünkü kamu bankaları krizle birlikte daralttıkları kredi arzlarını 2003 yılının sonlarına doğru genişletmişlerdir. Yani kredi kullandırımları reel bazda artmış olmasına karşın faiz oranları düşüşünden kaynaklı olarak kredilerden alınan faizler de düşmüştür. Ardından kredi arzının daraltılması kararı ve ekonomide olumlu gelişmelerin yaşanması takipli kredilerin hacminde azaltıcı etki yaratmıştır. Bunun yanı sıra sermaye yeterlilik oranlarında da toparlanma yaşanmıştır.

Anlaşılacağı üzere 2001 yılı ve 2002 yılında durgunluk sürecine giren dünya ekonomisi Türkiye'de de durgunluğa neden olmuş ancak 2003 yılında tekrar canlanmaya başlamıştır. Euro Bölgesi için ekonomik büyüme hedeflenenin altında kalmış olmasına rağmen Akut Solunum Yetmezliği Sendorumu olarak adlandırılan SARS virüsünün ortaya çıkışı Asya bölgesini ilk etapta ekonomik olarak zor sokmuş olsa da daha sonra Çin'in başı çektiği ticari faaliyetler sonucunda toparlanmıştır. Rusya'nın makroekonomik göstergelerinde iyileşme görülürken Latin Amerika ülkelerinde de hedeflenen büyüme oranları yakalanmıştır. ABD'de yaşanan talep artışı sonucunda da 2003 yılında küresel ekonomi yüzde 3,9'luk büyüme yaşamıştır (BDDK, 2003: 3).

Türkiye'de kredi hacmindeki genişleme, enflasyonun gerilemesi ve kamu maliyesindeki olumlu politikalar sonucunda 2003 yılından sonra hızlanmıştır. Özellikle enflasyonla ilgili belirsizlik sürecinin netleşmeye başlaması ekonomik birimlerin kredi taleplerini arttırmış ve sonraki yıllarda da bu tablo devam etmiştir. Tablo 36'dan da her yıl bir önceki yıla göre kredi hacminin arttığı anlaşılabilmektedir.

2001 krizinde kredi tayınlamasının artması ve faiz oranlarının önce azalarak sonrasında artması kredi çöküş süreci ile ilgili sinyaller vermiştir. Faiz oranlarında meydana gelen artış firma maliyetlerini yükseltmesinin yanı sıra bankalara verdikleri teminatların değerini de düşürmüştür. Bu nedenlerle bankalar teminatlı çalışan özel sektör müşterilerine karşı kredi arzlarını kısmışlardır. Hatta kredi verebilecekleri müşterilerine bile asimetrik bilgi problemi nedeniyle finansman desteği sağlamak istememişledir. Kredi ile ek finansman sağlayamayan firmalar ise yeni yatırım yapma girişiminde bulunmamış ve bu durum üretim hacimlerini etkilemiştir.

Bankaların kredi verme isteklerinin azalması mevduat toplama isteklerini de aynı şekilde düşürmelerine neden olmuştur. Böylece mevduat ve kredi faizleri arasındaki fark açılmıştır. Tüm bu göstergeler tam olarak kredi çöküşü olarak adlandırılamasa da kısa bir süreliğine bunun varlığını kanıtlamıştır.

Tarihsel süreç içerisinde oluşan balonların patlamasının reel kesimin faaliyetleri üzerinde ciddi sorunlar ortaya çıkarttığı görülmüştür. Yalnızca reel kesim değil tüketiciler ve finansal kurumlar açısından da kredi patlamasına neden olması tehlike yaratmıştır. ABD'de 2000'li yılların başında artan konut talebi konut fiyatlarını yükselterek daha fazla ipotekli krediyi teşvik etmiş ve fiyatları daha da fazla arttırmıştır. Kredi arz eden kuruluşların kredi standartlarında esnemeleri ve risk iştahının artması hem bireyleri hem de kurumları zora sokan bir süreci beraberinde getirmiştir. Balon patladığında geri besleme döngüsü terse dönerek fiyatları düşmüş ve bireylerin servetlerinin azalmasının yanı sıra borçları konut fiyatlarını aşmıştır. Bu durumda kredi geri dönüşleri sorunlu hale gelmiş ve tüketicilerin harcamaları azalmıştır. Bunu gören kurumlar kredilerde sıkılaşmaya gitmiş ve bu da ekonomik aktivitenin zayıflamasına neden olmuştur. Böylece olumlu başlayan geri besleme süreci tersine dönerek ciddi bir durgunluğa neden olmuştur. Kredi balonu patlamasının reel ekonomik faaliyetleri durduran en büyük tehlikenin başında geldiği görülmüştür (Malkiel, 2010: 13-14).

Türkiye'de ise 2006 yılının sonlarına gelindiğinde küresel hareketler nedeniyle Merkez Bankası tarafından uygulanan sıkı para politikası sonucunda kredi hacmi daralmaya başlamıştır. Ardından yaşanan küresel finans krizi bu hacmin daralmasında bir başka etken olmuştur. 2008 krizi dönemindeki kredi düşüşü konut piyasasında ortaya çıkan sorunlar ile kendini göstermiştir. Ancak konut sektöründe meydana gelen fiyat şişkinliği sonucunda ortaya çıktığı kabul edilen krizin tek sebebi bu değildir. Krizin arka planında finansal sistemdeki denetimlerin yeterince yapılmaması ve türev işlemlerin yoğunluğu yer almaktadır. Genel kanı olarak ödeme gücü zayıf kişilere düşük ve değişken faiz oranları ile kullandırılan kredilerin piyasayı yükseltmesiyle birlikte faiz oranlarında yapılan artışlar öne çıkmaktadır. Bu konut balonunun patlaması başta hane halkları olmak üzere birçok bankanın ve

şirketin de iflasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları gelişmiş ülkelere göre daha stabil kalabilse de enflasyon ve dış ticaret rakamlarına olumsuz yansımıştır.

Tüm bu nedenlerden dolayı Türkiye'nin 2009 yılı büyüme oranı yüzde 4,7'lik bir daralma olarak gerçekleşmiş ve Avrupa ile dış ticaret ilişkilerinin gelişmiş olması krizden etkilenmesine neden olmuştur (TCMB, 2010b: 36). Tablo 37'den görüldüğü üzere ABD'den kaynaklanan kredi patlamasının finans sektörünü ve reel sektörü etkilemesi bankacılık sektörünün yavaşlamasına neden olmuştur.

Tablo 37. 2000-2010 Yılları Arası Toplam Kredi Hacmi (Bin TL)

Yıllar	Toplam Kredi Hacmi
2000	**30 530 022**
2001	**39 281 033**
2002	40 476 892
2003	58 943 878
2004	87 927 080
2005	136 521 546
2006	190 897 461
2007	244 210 076
2008	**302 022 714**
2009	**338 850 183**
2010	482 849 318

Kaynak: (TCMB, 2022a)[30]

Kriz sürecinin başlaması ile sarsılan piyasalar ABD'nin kriz sonrasında uyguladığı genişleme politikaları sonucunda ilerleyen vadelerde yine sıkıntıya düşse de geçici olarak çözüm olmuştur. Para tabanında meydana gelen aşırı artış deflasyonist baskıları hafifletmiş, finansal koşulları iyileştirmiş ve faizlerin düşmesi sonucunda ekonomik canlanmaya yardımcı olmuştur (Williams, 2011: 1; 2012: 4). Tablo 37'den de görüldüğü üzere 2008-2009 döneminde azalan kredi hacmi 2010 yılında ani bir yükselişe geçmiştir.

[30] Tablo, TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

3.3.2. 2010-2016 Yılları Arası Dönem

2010 yılında baz etkisinin de hesaba katılması ile finansal göstergeler büyük ölçüde toparlanmıştır. Bu durum kriz sonrası dönemlerdeki kredi hacminden de anlaşılmaktadır. Türkiye'nin büyümesinde meydana gelen bu hızlı toparlanmanın bazı sebepleri bulunmaktadır. Oluşturulan orta vadeli programın geleceğe dair umut vermesi, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen olumlu görüşler, finansal sistemde sağlanan istikrar ve risk priminde oluşan düşüş sonucunda tüketim ve yatırım isteğinin artması bunların başlıcalarıdır. Böylece kredi talepleri önceki dönemlere göre yoğunlaşmış ancak aşırı bir kredi genişlemesi olmamıştır. Küresel sistemde oluşan olumlu havanın etkisiyle de sermaye akışları hızlanmış, faizlerde düşüş yaşanmış, TL değer kazanmış ve varlık fiyatları yükselmiştir. Bir taraftan iç talebe bağlı olarak ekonomik büyüme gerçekleşmiş ancak diğer taraftan ithal girdi ve enerji ihtiyacı nedeniyle cari açıkta artış meydana gelmiştir. Ancak cari açık göstergelerinde gözlemlenen bu olumsuz durum sonucunda dış borç ödemelerinde sorun yaşanmamıştır. Diğer taraftan faiz oranlarında düşüş yaşanması ile firmaların yurt dışı kaynaklı borçluluk oranları yurt içine kaymıştır. Hane halklarının ise borçlanma maliyetlerinde düşüş meydana gelmiştir. Bu dönemde ihtiyaç ve konut kredilerinde borçlanma artarken taşıt kredisi ve kredi kartlarında azalma yaşanmıştır. Ancak Türkiye 2010 yılında gelişmiş ülkelere göre pozitif bir ayrışma göstermiştir. 2010 yılı eylül ayında kredi büyümesi Euro bölgesinde yıl bazında yüzde 2,4, ABD'de yüzde 0,6 olarak gerçekleşirken Türkiye'de yüzde 26,5 oranında gerçekleşmiştir (TCMB, 2010a: 9,26).

2010 yılının sonlarına doğru uygulamaya konulan asimetrik faiz koridoru aktif bir para politikası görevi görmüştür. Bu araç ile günlük ve haftalık bazda para pozisyonları ayarlanarak bir taraftan krediler diğer taraftan döviz kuru kontrol edilmeye çalışılmıştır. Aynı zamanda kredi hacminde giderek hızlanan artışın önüne geçilebilmesi için zorunlu karşılıklarda kademeli artışa gidilmiştir. Tüm bu çabalar sonucunda küresel çapta azalan belirsizliklerle birlikte finansal kırılganlığın ve risk priminin düşürülmesine yönelik tedbirler alınmıştır. Böylece kredi büyümesi daha normal seviyelere çekilebilmiş ve çift hanelere gelen enflasyon baskısı nispeten

azaltılabilmiştir. 2010-2016 yılları arasında gerçekleşen kredi dağılımları Tablo 38 yardımıyla gösterilmiştir.

Tablo 38. Kredi Türü ve Kredi/Takipteki Kredi Hacmi (milyar TL)

Kredi türü (Milyar TL) - Kredi/takipteki kredi hacmi (Milyar TL)	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
Ticari ve kurumsal	228	7	296	7	329	9	444	11	551	13	711	14	893	18
Kobi	125	6	163	5	200	7	271	9	333	11	389	16	422	22
Tüketici kredileri ve kredi kartları	173	7	224	7	266	8	332	10	356	12	385	17	420	19

Kaynak: (BDDK, 2017: 11, 14)[31]

Tablo 38'de yer alan kredi dağılımları incelendiğinde 2010-2016 yılları arasında ticari ve kurumsal kredilerin ağırlıklı olarak kullandırıldığı görülmektedir. Tüketici kredileri ve kredi kartlarının hacmi KOBİ kredilerine kıyasla fazla gibi gözükse de 2015 yılında bu kredi türünü yakalamış ve hatta aşmıştır. Tüketici kredilerindeki artışın 2016 yılının ağustos ayında konut kredilerinde faiz indirimine gidilmesi ve yapılan düzenlemeler çerçevesinde ihtiyaç kredilerinin vadelerinin 36 aydan 48 aya çıkartılması ile taksitli alışveriş imkanlarının sağlanması sonucunda gerçekleştiği söylenebilmektedir. KOBİ kredilerinde ise Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) destekli krediler, Nefes kredisi ve KGF teminat garantisi gibi uygulamalar kredi büyümesine pozitif katkı sağlamıştır (TCMB, 2017a: 26, 38).

Dönemin tamamı değerlendirildiğinde kredilerde yaşanan büyümenin bir kısmı 2008 kriziyle birlikte takibe dönüşmüştür. 2009 yılında toplam kredilerin takibe dönüşüm oranı yüzde 5,27'ye ulaşmıştır. 2010 yılında ekonomide olumlu gelişmeler yaşanması bu oranı yüzde 3,66 seviyesine kadar indirmiştir. 2015 yılına kadar düşüşünü sürdüren takibe dönüşüm oranı 2015 ve 2016 yıllarında tekrar artışa

[31] Tablo, BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Mart 2017 Raporu'ndan yararlanılarak oluşturulmuştur.

geçmiştir. Kredi çeşitleri için değerlendirildiğinde KOBİ kredilerinin en fazla paya sahip olduğu görülmektedir (BDDK, 2017: 14).

Tablo 39'da 2010 yılı sonrasında toplam kredilerdeki hacimsel değişim gösterilmektedir. 2012 yılının son çeyreğinde faizlerin dip seviyeleri görmesi ve vadelerin esnetilerek uzatılması sonucunda özellikle konut ve ihtiyaç kredilerindeki artışın 2013 yılına yansıması dikkat çekici bir istatistiktir (TCMB, 2014c: 16).

Tablo 39. 2010-2021 Yılları Arası Toplam Kredi Hacmi (Bin TL)

Yıllar	Toplam Kredi Hacmi (Bin TL)
2010	483 849 318
2011	639 005 598
2012	761 435 341
2013	1 017 595 050
2014	1 212 447 794
2015	1 452 882 499
2016	1 689 669 825
2017	2 049 735 769
2018	2 316 731 191
2019	2 577 394 603
2020	3 468 813 144
2021	4 708 610 099

Kaynak: (TCMB, 2022a)[32]

Tablo 39'dan da görüldüğü üzere 2012 yılından sonra kredi büyümesi önceki dönemlere göre ivme kazanmıştır. Bunun nedenleri ise Merkez Bankası tarafından uygulanan likidite politikalarının piyasayı desteklemesi, yurt içindeki talebin yavaş da olsa artması ve ülke notunun ilgili kuruluşlar tarafından yatırım yapılabilir seviyeye çekilmesi olmuştur. Ancak 2013 yılı ikinci çeyreğinde Bernanke'nin parasal gevşemede sona gelindiği ve birkaç ay içerisinde tahvil alım programının yavaşlatılması yönünde yapmış olduğu açıklama dünya çapında finansal varlık fiyatlamalarını değiştirmiştir. Türkiye gibi ülkeler açısından oldukça sıkıntılı bir süreci de beraberinde getiren bu açıklama daha sonra yapılan başka bir açıklama ile ileri bir tarihe ertelense bile sermaye çıkışlarına neden olurken para birimlerinin de değerini ve varlık fiyatlarını düşürmüştür (TCMB, 2013b: 6). Bu durum uzun bir

[32] Tablo, TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

süre ekonomiler üzerinde baskı yaratmıştır ve açıklamadan sonra bölgesel olarak farklı politika uygulamalarına gidilmiştir. Türkiye gelecekte oluşabilecek risklere karşı sıkılaşmaya yönelik makro ihtiyati tedbirler almıştır (TCMB, 2014b: 6). Tahsili gecikmiş alacakların oranı da bu dönem içerisinde dalgalı bir seyir izlemesine rağmen kredi büyümesindeki yavaşlamaya paralel olarak yatay hale gelmiştir (TCMB, 2015b: 28). Ancak sorunlu kredilerin ortaya çıkması ve tahsilatlarda başlayan problemler 2015 yılının sonlarına doğru bu oranları artış eğilimine sürüklemiştir (TCMB, 2015a: 35).

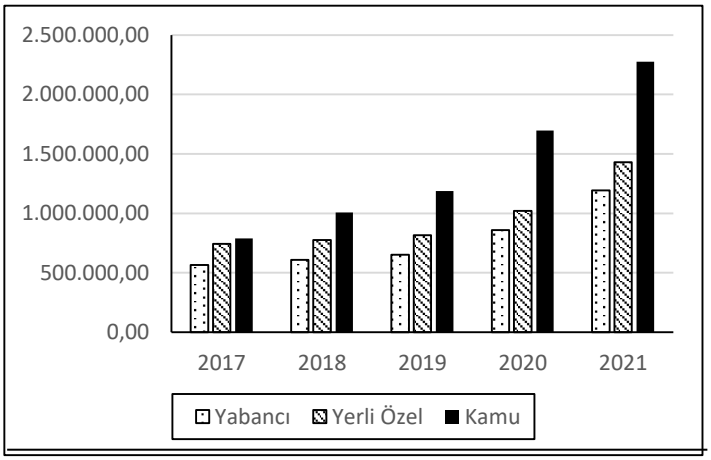
Tablo 39'da 2016 yılındaki kredi büyümesinin bir önceki yıldan çok farklı seyretmediği görülmektedir (TCMB, 2016b: 31). Yılın ilk yarısında durağan seyreden kredi piyasası yılın sonlarına doğru bireysel kredilerde faizden kaynaklı talep artışı, maliye politikalarının destekleyici etkisi ve makro ihtiyati önlemlerin genişletilmesi sonucunda yukarı yönlü ivme kazanmıştır (TCMB, 2016a: 38).

3.3.3. 2016-2021 Yılları Arası Dönem

2016 yılının son dönemlerinde başlayan kredi büyümesi 2017 yılında da devam etmiş ve kur etkisinden arındırılmış olarak toplam kredilerdeki büyüme yüzde 16,3 oranında gerçekleşmiştir. 2008 krizinden sonra ilk kez esnetilen kurallar ve KOBİ'lerin ertelemiş oldukları yatırımlarını gerçekleştirme istekleri bu büyümeyi desteleyen unsurların başında gelmektedir (TCMB, 2017a: 35). 2018 yılında ise kredi büyüme hızı yavaşlamış ve eylül ayı verilerine göre kur etkisinden arındırılmış olarak yüzde 8,6 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bu düşüşte 2017 yılında KOBİ'lere kullandırılan destek kredilerinin baz etkisi de yer almaktadır. Ekonomik hayatta durağan bir sürece girilmesi, yatırım taleplerinde gerileme ve kredi faiz oranlarının yükselişi kredi taleplerini yavaşlatmıştır. Diğer taraftan bankaların kredi vermek için eskisi kadar istekli olmaması, yurt içinde ve yurt dışında fonlama maliyetlerindeki artış arz cephesinde daralmaya neden olan unsurlar olarak ortaya çıkmıştır. Ağustos ayında döviz kurunda başlayan oynaklık belirsizliği arttırarak yabancı para kredi taleplerini azaltarak var olan talebi TL kredilere kaydırmıştır. Bireysel krediler ise daha ılımlı bir seyir izleyerek haziran ayında gerçekleştirilen düşük faizli konut kredileri bu büyümeye ivme kazandırmıştır (TCMB, 2018e: 47).

Genel olarak yavaşlama eğilimi gösteren kredi piyasası 2019 yılının ocak ayında bankaların kredi arzlarını gevşetmeleri, bireysel kredilere önceki dönemdeki gibi yapılandırma imkanlarının sunulması ve KGF kefaletlerinin kredi kanalına pozitif etki yapması sonucunda sona ermiştir (TCMB, 2019c: 49). Eylül ayına gelindiğinde kamu bankalarının piyasayı fonlaması özel bankaların çekimser davranışlarını dengelemiş ve kredilerde toplam büyüme kur etkisinden arındırılmış şekliyle yüzde 4,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Haziran ayında faiz oranlarındaki düşüş, belirsizliklerin nispeten azalması, kamu tarafından yapılan teşvikler gibi piyasaya olumlu yansıyan dinamiklerin de etkisiyle kredi arz ve talebi artmıştır. Diğer taraftan Merkez Bankası tarafından zorunlu karşılıklara yönelik yapılan düzenleme kredi büyümesine olumlu yansıyan bir başka etken olmuştur. Bu düzenlemeye göre TL nakit krediler bazında büyüme oranını yüzde 10 ila yüzde 20 aralığında gerçekleştiren bankaların daha düşük oranda zorunlu karşılık ayırırken bu bankalara daha yüksek faiz oranı uygulanacağı duyurulmuştur. Böylece bankacılık sektöründe daha genel kredi kullanımı teşvik edilerek kredi büyümesi desteklenmeye çalışılmıştır (TCMB, 2019b: 50). Grafik 10'da banka türlerinin yıllara göre kredi dağılımları gösterilmiştir.

Grafik 10. Bankalara Göre Kredi Hacmi (Milyon TL)



Kaynak: (BDDK, 2022)

Grafik 10'dan da anlaşılacağı üzere kamu bankaları 2019 yılından sonra kredi hacmini oldukça büyütmüştür. Özel ve yabancı bankaların ise kamu bankalarına kıyasla daha temkinli davrandığı ve kendi aralarında daha tutarlı olduğu

gözlemlenmektedir. 2020 yılının başlarında tüketim harcamalarında meydana gelen artış, gelirlerde yaşanan iyileşme, istihdamın güçlenmeye başlaması ve finansman koşullarının kredilendirmeye uygun hale gelmesi sonucunda kredi büyümesi hız kazanmaya başlamıştır. Ancak bu dönemde ortaya çıkan korona virüs ekonomik hayatı sarsmaya başlamış ve bu olumsuz etkiyi ortadan kaldırabilmek için kamu bankaları daha aktif hale gelmiştir. Piyasaların canlı tutulabilmesi için yapılan her türlü müdahale kısmen etkili olmuştur. Virüsün bulaşıcılığı nedeniyle kapanmaların ve karantina süreçlerinin başlaması özellikle iş yerlerini ciddi anlamda etkilemiştir. Öte yandan dar gelirli vatandaşlara yönelik uygun maliyetli krediler sunulmuş ve tüketim canlı tutulmaya çalışılmıştır. Alınan tedbirlere ek olarak aktif rasyosu uygulaması devreye sokulmuştur. Kredi hacmi ile ağırlıklandırılmış TCMB swaplara ek olarak menkul kıymetlerin, TL ve ağırlıklandırılmış yabancı para (YP) mevduatların toplamına bölünmesiyle elde edilen değerin her ay sonunda mevduat bankaları baz alındığında yüzde 100 ve katılım bankaları dikkate alındığında yüzde 80 seviyesinde olması öngörülmüştür. Daha sonra bu rasyo üzerinde bazı güncellemeler yapılmış ve ardından da uygulamadan kaldırılmıştır (TCMB, 2020h: 55).

Alınan tedbirler ve kredi teşvikleri sonucunda toplam kredi büyümesi 2020 yılının ağustos ayında yüzde 25'lere ulaşmıştır. Aynı dönemde Merkez Bankası sıkılaşma politikaları uygulamaya başlamış ve kredi hacminde daralma meydana gelmiştir (TCMB, 2020g: 1). Toplam kredi büyümesindeki düşüş 2021 yılının nisan ayında yüzde 13, bireysel kredilerdeki gerileme ise yüzde 34 seviyelerinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2021f: 37). Yine eylül ayında ihtiyaç kredilerinin vadelerinde kısaltmaya gidilmesi bireysel kredilerde biraz daha yavaşlamaya neden olmuştur. Diğer taraftan değişen tüketici alışkanlıkları ile kredi kartı harcamalarında önemli artışlar meydana gelmiştir. Son dönemlerde normalleşme adımlarının atılmasıyla birlikte ertelenmiş talebin ortaya çıkışı ise bir miktar canlanmayı da beraberinde getirmiştir. Değişen tüketici davranışlarının bir başka göstergesi ise otomobil sektörüne olan talep sonucunda otomobil kredilerindeki artış olmuştur. Ancak sonrasında kredilendirme oranlarının kısıtlanması bu kredi türünde de daralma yaşanmasını kaçınılmaz kılmıştır. Sonuç olarak uygulanan destek politikaları ve

bankaların da isteği ile 2020 yılında ciddi ivme yakalayan tüketici kredileri 2021 yılındaki sıkılaşma adımları sayesinde yavaşlamıştır (TCMB, 2021d: 46-47).

Sonuç olarak 2017 ve 2020 yılları arası dönem dünyayla birlikte Türkiye'nin de iyi veya kötü taraflarıyla tecrübe ettiği bir süreç olmuştur. Ekonomi otoriteleri 2019 yılı itibariyle belirsizliklerde başlayan kovid sürecini atlatabilmek için her yolu denemişlerdir. Ülkeler gelişmişlik seviyelerine göre teşvik ve tedbir paketleri açıklayarak süreci normalleştirmeye çalışmışlardır. Ancak günümüzde etkisini halen sürdüren bu krizin etkilerinin kısa sürede bitmeyeceği öngörülmektedir. Bu dönem Türkiye açısından değerlendirildiğinde ekonomik büyümeye odaklı bir ekonomi politikası sonucunda kredi patlamalarının yaşandığı görülmektedir. Verilen teşvikler veya alınan önlemlerin yanı sıra ucuz kredi imkanının sağlanması ile ekonomik durgunluk engellenmeye çalışılmıştır. 2021 yılının ilk yarısında tüketici kredilerinde yaşanan gerileme yılın ikinci yarısında faizlerin geri çekilmesiyle birlikte tekrar artış göstermiştir. Ticari kredilerde de zamanlama olarak benzer bir yükseliş yaşanmıştır.

3.4. Dövizdeki ve Kur Rejimlerindeki Değişimlerin Tarihsel Açıdan Değerlendirilmesi

Türkiye'de 1950-1980 yılları arasında döviz kurunun seviyesi sabit tutularak sıklıkla devalüasyonlara gidilmiştir. Özellikle 1970'li yıllarda devalüasyonların sıklığı göze çarpmaktadır. 1980'li yıllarda yaşanan finansal liberalleşmeden 2000'li yıllara gelinceye dek merkezi otorite kuru yönetmeye çalışmış ancak 2000'li yıllardan sonra dalgalı kur rejimine geçiş yapılmıştır. Dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte dünyada da örneklerine rastlanılması mümkün olan kur oynaklığı yaşanmıştır. 2000 sonrası dönemin daha kapsamlı bir şekilde açıklanması gerektiği düşünüldüğünden finansal serbestleşme yılları ve 1994 krizi süreci ayrı bir başlıkta ele alınmıştır.

3.4.1. Finansal Serbestleşme Yılları ve 1994 Krizi

1994 yılında yaşanan kriz büyük ölçüde Türkiye'nin uyguladığı politikalar ve finansal serbestleşme sonucunda dünyaya uyum sağlama çabaları nedeniyle ortaya

çıkmıştır. 1990'lı yıllar ile uygulamaya alınan finansal serbestleşme politikaları ve ekonomik istikrardaki bozulmaların bir program altına alınamaması TL-döviz paritesinde dalgalanmalara neden olurken enflasyonist beklentileri tetiklemiştir (Eğilmez, 2018b: 71). Ekonomi yönetimi para arzını arttırarak faizleri düşürebileceğini düşünmüş olmasına rağmen esas sorun kamu bütçesi ve borçlanma yapısının TL'yi olduğundan fazla değerlendirmesi olmuştur. Böylece TL riskli bir yerel para birimine dönüşürken yabancı para tercih edilmiştir.

Bu yıllarda yaşanan Körfez Savaşı, erken genel seçim uygulaması para politikası uygulamalarının etkinliğini azaltan nedenler olmuştur. Merkez Bankası'nın tekrardan sıcak para girişini sağlayabilmek için uyguladığı politikalar ve ithal malların ucuzlaması nedeniyle bu malların talebindeki artış ise cari işlemler bilançosunda açıklar oluşturmuştur (Karluk, 1996: 404; Parasız, 2003: 408).

1993 yılına gelindiğinde iç ve dış borçlanmanın süreç içerisindeki artışı faizleri arttırarak borçlanma maliyetlerini arttırmıştır. Hem tasarruflardaki azalış hem de borcun borçla kapatıldığı bir döneme girilmesi TCMB'den kullanılan avansların sürmesine neden olmuştur. Yine aynı dönemde devalüasyona dair beklentiler dövize olan talebi de beraberinde getirmiştir. Dövizde yükseliş beklentileri ve uluslararası rekabetteki güç kaybı düşüncesi ise sıcak para çıkışının nedenini oluşturmuştur. 1993 yılında cari denge ciddi seviyelerde açık vermiş ve bu durum uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'nin notunun düşürülmesine neden olmuştur. Kamunun da giderek artan borç ihtiyacı için Merkez Bankası'na, piyasaya ve dış kaynaklara başvurması yılın sonunda dövize olan talebi daha da arttırmış ve devalüasyona neden olmuştur (Karluk, 1996: 405-407).

Bankacılık ve finans kesimi ise bir likidite krizinin içerisine girmiştir. Yüksek TL faizi ve kurun düşük olmasından faydalanarak dış kaynak kullanımını arttırmıştır. Bunun yanında mevduat munzam karşılıklarının ve disponibilitenin yüksek oluşu bankaları mevduat dışında başka kaynaklar bulmaya zorlamıştır. Bu durum, başka kaynakların kullanımı nedeniyle karşılık tutulamaması sonucunda mevduat çıkışlarında sorunlara neden olmuştur. Mevduat çıkışlarının bir başka nedeni de sisteme olan güvenin azalması şeklinde gerçekleşmiştir. Bu durum da üç

bankanın tasfiyesi ile sonuçlanmıştır. Bu batışlar ve özel sektöre yapılan yardımlar kamu borçlarını arttıran nedenlerden en önemlileri arasında sayılmaktadır (Selçuk, 2007: 47-48).

Etkili ancak kısa süren bu kriz ihracatın desteği ile üretim ve istihdamda yaratılan artık sonucunda 1994 yılının eylül ayında son bulmuştur. Tüm bu sürecin ardından IMF ile bir stand-by anlaşması imzalanmış ve finansal istikrarın sağlanmasına yönelik 5 Nisan Kararları yürürlüğe sokulmuştur.

Bu program ile ulaşılması hedeflenen ve bankacılık sektörünü el alan maddeler şunlardır (Baykal, 2007: 39-40):

- Mevduata güvencenin kapsamının genişletilmesi,
- Mevduat ürünü ile sınırlandırılmış olan karşılık yükümlülüklerin tüm yükümlülükleri kapsayacak şekilde genişletilmesi,
- Para piyasalarıyla birlikte sermaye ve döviz piyasalarının güven ve istikrar ortamı içerisinde sürdürülebilmesine yönelik önlemler alınmasıdır.

Alınan önlemler dış ticaret açığını azaltmış olmasına rağmen tamamıyla işe yaramamış ve enflasyon 1997 yılında iki katına çıkmıştır. 1997 yılında yaşanan Doğu Asya Krizi ve 1998 yılında ortaya çıkan Rusya Krizi dış ticaret başta olmak üzere ekonomik dengeleri tekrar bozmuştur. Enflasyonun düşürülmesi için IMF ile 'Yakın İzleme Anlaşması' yapılarak enflasyonun ve kamu harcamalarının kontrol altına alınması amaçlanmıştır. Enflasyon üzerinde çok etkili olmasa da cari açık, üretim, … gibi alanlarda olumlu sonuçlar alınmıştır. Hem yurt içi olaylar hem de 1999 depreminin getirdiği zorluklara rağmen programın devam ettiği süreçte enflasyon biraz daha düşmüş ancak kamu gelirleri başta olmak üzere ekonomiden beklenen performans alınamamıştır. Dünyada petrol fiyatlarının ani yükselişinin bir kısmının kamu tarafından karşılanması da bu süreçte bir başka dış etken olarak yerini almıştır. Tüm bunların sonucunda IMF ile bir stand-by süreci başlamıştır (Kazgan, 2002: 7-9).

2000'li yıllara gelindiğinde hala devam eden yapısal problemler ve artan sorunlar krizlerin hızını kesmemiştir. Benzer şekilde finans sisteminde yaşanan aksaklıklar, yabancı sermaye giriş-çıkışlarındaki dalgalanmalar, siyasal anlamda istikrarın sağlanamaması ve uluslararası alanda ortaya çıkan diğer olumsuz gelişmeler bu yıllarda yaşanacak olan krizin habercisi olmuştur.

3.4.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi

Türkiye, 1997 yılında yaşanan Asya ve 1998 yılında yaşanan Rusya krizinden direkt olarak etkilenmese de dolaylı yollardan olumsuz etkilere maruz kalmıştır. Bu gelişmeler gelişmekte olan ülkelere olan bakış açısının zaman içerisinde değişmesine ve sermaye kaçışlarına neden olmuştur. Yine bu dönemde uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin notunu düşürmesi dış kaynak imkanını da sınırlamış ve rezervleri zayıflatmıştır. Ardından 1999 yılında yaşanan büyük Marmara depremi ve 2000'de Arjantin'de ortaya çıkan kriz sermaye hareketlerinin yanı sıra cari dengede de sorunlara neden olmuştur. Diğer makroekonomik göstergeler açısından da durum kötüleşmiştir. Büyüme oranlarında ciddi düşüşler kaydedilmiş, enflasyon yüzde 70'lere varan seviyelere ulaşmış, Hazine'nin yıllık bileşik faizleri yüzde 100'ün üzerine çıkmış ve bütçede açıklar oluşmuştur (Eğilmez, 2018b: 74-75).

Yaşanan olumsuz olaylar sonucunda 1998 yılında IMF ile yakın izleme anlaşması yapılmıştır. Ardından 1999 yılında stand-by imzalanmıştır. Bu sürecin içeriği kronik hale gelen enflasyonun düşürülmesi ve ekonomide istikrar sağlanabilmesi şeklinde belirlenmiştir. Böylece bütçede yaşanan sorunlar, kur sisteminin değişimi, özelleştirmeler, yapısal reformlar, enflasyon ve büyüme gibi konularda iyileşme sağlanması hedeflenmiştir. Bu amaçlara yönelik olarak 3 yıl için yapılan planlamada 18 aylık iki dönem öngörülmüştür. İlk dönemde 1 ABD doları ile 0,77 Euro toplamından oluşan bir kur sepeti açıklanmak üzere günlük kur ilanı yapılması kararlaştırılmıştır. İkinci dönemde ise daha esnek bir kur bandı uygulanması için hazırlıklar yapılmıştır. Döviz kuru için belirlenen politikaya para politikası ile destek sağlanmaya çalışılmıştır. Böylece Merkez Bankası Net İç Varlıkları (NİV) üzerinden ek likidite uygulamasına başlanmıştır. Bu uygulamaya

göre Merkez Bankası'nın yaratacağı TL'nin yalnızca ülkeye giren döviz kadar olması ve piyasayı bu şekilde fonlaması kararlaştırılmıştır. Piyasadaki likidite açısından desteklemek amacıyla ise bankaların zorunlu karşılık oranlarında düşüşe gidilmiştir (BDDK, 2003: 11; Uzunoğlu, 2019: 241, 248). Bu dönemde para ve maliye politikalarına ek olarak yapısal reformların gerçekleştirilmesi için çaba sarf edilmiş olsa da krizin oluşmasının önüne geçilememiştir.

Uygulanan programın temelinin sağlam olmamasının yanında inandırıcılıktan uzak olması krizin sebeplerinden yalnızca birkaç tanesidir. 1990'lı yılların başından itibaren süren siyasi istikrarsızlık ve bankacılık sektörünün kurumsal davranışlardan uzak olması diğer nedenler arasında yer almaktadır. Yurt içerisinde yaşanan likidite sıkıntısına bağlı olarak gelişen sorunların yanında uluslararası ekonomik dengelerdeki dalgalanmalar ve cari denge problemleri bu krizin ortaya çıkmasında rol oynayan etkenlerdendir. Cari dengedeki açığın giderek artması ise 2000 yılında ÜFE ve TÜFE'nin birbirine çok yakın oranlarda olmasından da anlaşılmaktadır. Bu dönemde cari açığı tetikleyen başka bir unsur ise faizlerin düşme trendinin özellikle tüketici kredilerine dayalı olarak toplam harcamalarda artışa neden olmasıdır.

2001 yılına yaklaşılan süreçte cari işlemler dengesindeki açık milli hasılanın yüzde 4'üne yaklaşmış ancak ÜFE yüzde 30'a yakın gerçekleşmiştir. Ekonomik göstergelerin yavaşlamaya başladığını gören yabancı yatırımcılar sermayelerini yurt dışına çıkarmaya başlamış ve kredi taleplerini sonlandırmışlardır. Diğer taraftan yükselen döviz kuru ile dış borçlarda artışlar yaşanmış ve devalüasyon olabilmesi ihtimaline karşın açık pozisyonu olan bankalar döviz taleplerini arttırmışlardır. Ancak Merkez Bankası, IMF programını hala uyguladığından piyasaya likidite vermemiş, bir diğer araç olan faizler yükseltilmiştir. Faizlerin yükselmesi ise portföyünde devlet iç borçlanma senedi (DİBS) ağırlığı bulunan Demirbank'ın batışını tetiklerken diğer taraftan yaşanan likidite sıkıntısı ve panik, krizin oluşmasına zemin hazırlamıştır (Uygur, 2001: 10-17; Yiğitoğlu, 2005: 120-121).

Bankacılık sektörü krizin sebeplerinden birini oluştururken en çok zarar gören kesim olmuştur. Faiz oranlarının yükselmesi vade uyumsuzluğu yaşayan

bankalar için fonlama maliyetlerinde zarar etmeleri sonucunu doğurmuştur. Kriz aynı zamanda tüm öngörüleri bozarak kredi geri dönüşlerinde sorun yaşanmasına neden olmuş ve takip oranlarında ani yükselişler meydana gelmiştir. Bunun yanında yüksek faiz ile borçlanmak istemeyen hane halkları ve şirketler taleplerini ertelemişlerdir. Döviz kurunda meydana gelen artış ise döviz olarak açık pozisyonu olan bankalara darbe vurmuştur. Böylece bankaların bozulan aktif yapıları, portföy kaliteleri ve belirsizlik ortamı sektörel verimliliği düşürmüştür (TCMB, 2002c: 112).

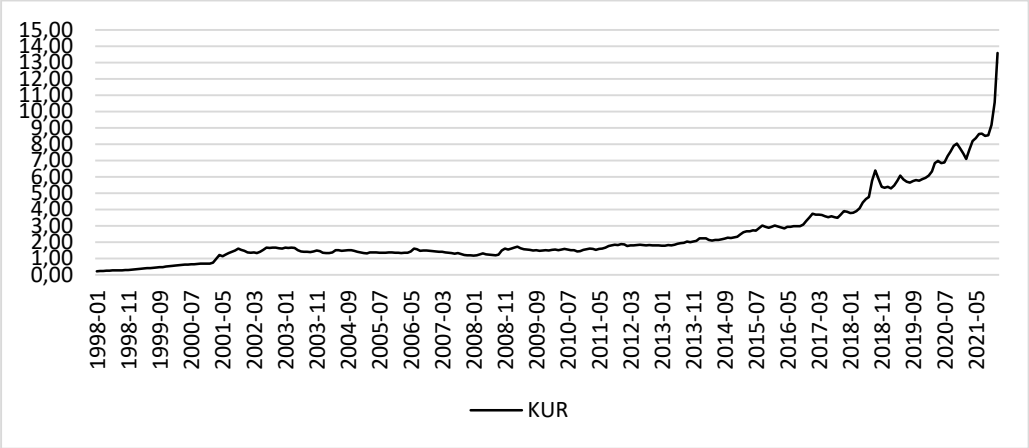
2001 yılında hayata geçirilen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile bankacılık sektörünün var olan yapısına ilişkin bir dizi tedbirler alınmıştır. Bununla beraber mali disiplin süreci başlatılmış ve yapısal reformlar amaçlanmıştır. Programın uygulanmasındaki kararlı duruş 2001 yılında ekonomide meydana gelen daralmayı 2002 yılında büyümeye dönüştürmüş ve bu istikrar 2003 yılında da sürmüştür (TCMB, 2002a: 1). Tüm bunların yaşanmasında en önemli nedenler ise belirsizlik ortamının azalması ve ekonomik birimlerin beklentilerinde meydana gelen iyileşme olmuştur. Böylece 2002 yılında GSYİH'deki büyüme oranı yüzde 7,9 ve 2003 yılında ise Irak Savaşı'nın yarattığı dalgalanma sonucunda yüzde 5,8 olarak kaydedilmiştir (TCMB, 2004: 21).

Devam eden enflasyon sorununun çözümü için ise her türlü mücadele esas edinilerek büyümenin sürdürülebilir olması için düzenlemeler yapılmıştır. Böylece 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır. Asıl hedef enflasyon olmakla birlikte para tabanı da enflasyona paralel bir uygulama ile çapa kabul edilmiştir. Türk lirasından 6 sıfır atılarak bir parasal reform yapılmıştır. Ayrıca TÜİK'in fiyat endekslerinde bazı değişikliklere gidilmiştir. Bu dönemde elde edilen sonuçlar başarılı sayılarak 2006 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimi adı altında yeni bir açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmiştir. Yeni sistem ile üç yıllık bir periyod için enflasyon oranı hedeflenmiş ve bu hedeften belirtilen aralıklar dışında sapma olması halinde Merkez Bankası'nın hesap verme yükümlülüğü devreye sokulmuştur (TCMB, 2005: 13-15, 169).

2006'da yaşanan bu karmaşık süreçten sonra politika faizleri 2007 yılının sonlarına kadar artış göstererek sonrasında düşüş eğilimine girmiştir. 2008

döneminin ardından tekrar artış ivmesi yakalamıştır. İzlenen kur politikasının ise temelde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine benzer özelliklerde bir yapı içerdiği görülmüştür. Ancak yaşanan küresel karmaşa 2006 yılında döviz piyasasına satış yönünde müdahale edilmesini gerekli kılmıştır (Özatay, 2009: 60). Buraya kadar izlenen ve 2021 yılına kadar döviz hareketliliğinin yaşandığı tarihler Grafik 11 yardımıyla sunulmuştur.

Grafik 11. Türkiye'nin 1998-2021 Yılları Arası Döviz Kuru Değişimleri (Dolar/TL)



Kaynak: (TCMB, 2022c)[33]

Grafik 11'den de görüldüğü üzere tarihsel süreç içerisinde döviz kurundaki hareketlilik genel olarak yukarı yönlü ivme kazanmıştır. Bu ivmelenme ve dalgalanmalar, serbestleşme yıllarının ardından ülkeye giren sıcak para ile yaşanan spekülatif hareketler ve 1994 krizine olan etkileri açısından yukarıdaki başlıklar altında sunulmuştur. Yerli paranın durumu değerlendirildiğinde dolar karşısında ciddi oranlarda devalüe edilmesi ile ihracatta ciddi bir artış gerçekleşmiş olmasına karşın 1995 yılı ve sonrasında büyümeye ağırlık verilmesi ve iç talebi arttırıcı politikalar ile TL'ye değer kazandırılarak ithalatın artmış olduğu görülmektedir.

5 Nisan Kararları ile amaçlanan istikrarın bir parçası haline getirilen kur politikası enflasyon hedeflemesi için çıpa görevi görmüştür. 1996 yılında ise döviz kuru politikası para politikasına paralel bir uygulamaya tabi tutulmuştur. Kurda

[33] Tablo, TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılarak oluşturulmuştur.

meydana gelen dalgalanmalar en aza indirilmeye çalışılmış ancak reel olarak değerlenmesi engellenememiştir. 1997 ve 1998 yıllarında da benzer uygulamalar yapılarak kur ve para politikalarında büyük değişikliklere gidilmemiştir. Ancak 1998 yılında Rusya'da yaşanan kriz sonucunda kırılgan yapıda olan Türkiye ekonomisi kısa vadeli sermaye çıkışları şeklinde etkilenmiş ve Merkez Bankası devreye girerek yıl genelinde alıcı olsa da anlık olarak piyasalara satım yönünde müdahalede bulunmuştur (Arat, 2003: 42-43).

2000'li yıllara kadar devam eden dalgalı kur rejimi 2001 krizinin hemen öncesinde bant içinde dalgalanma şeklinde uygulamaya alınmıştır. Ancak bu rejim de uzun ömürlü olmayarak kriz ile birlikte sona ermiştir. Krizin ertesinde tekrardan müdahaleli dalgalı kur sistemi benimsenmiş ve krizin olumsuz etkilerinin azalmasının ardından tam dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu süreçte artan dolarizasyon ve kurda meydana gelen oynaklıklar sonucunda 2015 yılında müdahaleli dalgalı kur rejimi uygulamaya konulmuştur (Eğilmez, 2022).

2015 yılında değinilmesi gereken bir başka husus Rusya ile yaşanan uçak krizidir. Bu krizin dolaylı olarak Türkiye ekonomisini ve dış ticaretini etkilemesi önem taşımaktadır.

3.4.3. Rusya ile Yaşanan Uçak Krizi ve Dış Ticarete Yansımaları

Rusya, Türkiye için yalnızca bir komşu ülke olmanın ötesinde birçok alanda iş birliği yaptığı bir partner konumundadır. Dış ticaret verileri değerlendirildiğinde hem ihracat hem de ithalat tarafında ikili ticaret ilişkisinin bulunması ve özellikle turizm sektörüne verdiği destek ile bu iş birliği ön plana çıkmaktadır. Bunların yanı sıra Türk müteahhitlerin Rusya'da yaptıkları ve beğeni toplayan faaliyetler tüm toplum tarafından bilinen gerçeklerdir. Ancak ülke çıkarları ve sınırları söz konusu olduğunda bu ilişkiler bazen sekteye uğrayabilmektedir. Tıpkı 2015 yılında yaşanan uçak krizinin etkilerinin yansımalarında görüldüğü gibi bazı olumsuz ve istenmeyen gelişmeler ortaya çıkabilmektedir.

Rus uçaklarının Türk hava sahasını birkaç kez ihlali sonucunda yapılan uyarılara kayıtsız kalarak bu ihlalleri devam ettirmeleri süreci Rus uçağının düşürülmesi ile son bulmuştur. Bu olay üzerine iki ülke de defalarca açıklamalar yaparak olayda haklılıklarını anlatmaya çalışmışlardır. İki ülke arasındaki komşuluk ve güven ilişkisi ciddi anlamda zarar görmüştür. Bu ilişkilerin zarar görmesi iki ülkenin dışında bölgedeki diğer ülkeleri ve dolaylı olarak dünya ülkelerini de etkilemiştir.

Süreç devam ederken Rusya uluslararası alanda Türkiye aleyhine propagandaya başlayarak yaptırımlar ilân etmiştir. Bu yaptırımlar aşağıdaki maddelerde olduğu gibi belirlenmiştir ((Presedent of Russia, 2015).

a) Rusya tarafından belirlenen ve ithalatı öngörülen bazı Türk menşeili malların dış ekonomik işlemlerinin yasaklanması veya sınırlandırılması (Avrasya Ekonomik Birliği tarafından belirlenen ve belirli oranlarda kişisel kullanım amacıyla ithal edilen mallar hariç),

b) Rusya tarafından belirlenen listeye göre Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşlarınca Rusya topraklarında yapılan iş ve hizmet türlerinin sınırlanması veya yasaklanması,

c) 01.01.2016 tarihi itibariyle listede yer almayan iş yüklenicilerine, 31.12.2015 tarihinde bu işverenler ile iş ve hukuki ilişkiler çerçevesinde bağı bulunmayan Türk vatandaşlarının işe alımları ile ilgili yasaklar getirilmesi,

d) 2010 yılında Rusya topraklarında geçici veya daimî oturma izni almış olan Türk vatandaşları ve Türkiye Cumhuriyeti'nin diplomatik faaliyetlerini yürütmek üzere görevlendirilmiş temsilcileri veya konsolosluk çalışanları dışında kalan vatandaşlara seyahat yasağı getirilmesi,

e) Türkiye'ye turist getirilmesini sağlayan seyahat acentelerinin ve tur operatörlerinin faaliyetlerinin askıya alınması,

f) Limanlarda yasal olmayan gemilerin geçişini önlemek için kontrolü arttırarak özellikle Azak-Karadeniz bölgesindeki Rus limanlarının ulaşım güvenliğini sağlamak.

Yukarıda maddeler halinde sunulmuş olan yaptırım kararlarının Türkiye ekonomisine etkileri birkaç farklı yoldan olmuştur. Dış ticaret rakamları ele alındığında Türkiye'nin Rusya'dan yapmış olduğu ihracat ve ithalat rakamlarında 2015 ve 2016 yıllarında düşüş görülmüştür. Rusya'ya yapılan ihracat kalemleri ağırlıklı olarak yaş sebze-meyve, makine, tekstil ve motorlu kara taşıtlarından oluşmaktadır. Yaş sebze ve meyvenin saklama koşulları ve stok durumu uygun olmadığından özellikle bu ürün grubunun üreticisi uygulanan ambargolardan ciddi oranda zarar görmüştür. İthal edilen ürünlerin başında ise enerji, demir-çelik, hububat ve mineral yakıtlar gelmektedir (T.C. Dışişleri Bakanlığı, 2023). Bu ürünlerin ithalatlarında düşüş meydana gelmesi Türkiye'nin ekonomisini etkilemesinin yanında Rusya ekonomisini de etkilemiştir. Tüm bunlar sonucunda kriz döneminde iki ülkenin dış ticaret verilerinde var olan açık Türkiye aleyhine biraz daha kötüleşmiştir.

Turizm sektöründe de uygulanan yaptırım kararlarının uzun süreli olmamasına karşın ekonomik olarak büyük oranda olumsuzluk yarattığı görülmüştür. Krizden önceki döneme kıyasla turist sayısında meydana gelen azalma turizm gelirlerini de aynı oranda düşürmüştür. Turizm gelirlerinin Türkiye'nin dış ticaret dengesindeki payı ve mevsimsel olarak bazı düzeltmeleri yapabilme kapasitesi özellikle 2016 yılı yaz aylarında cari dengeye katkı yapamaması yönünde hissedilmiştir. Böylece turist akınına uğrayan bölgeler gelir kayıpları ile karşılaşmıştır.

Türkiye'nin geçmişten gelen enerji bağımlılığı dikkate alındığında ise doğalgaz verileri bu kriz bağlamında öne çıkmaktadır. Tablo 40'ta 2015-2018 yılları arasında gerçekleştirilen ithalat miktarları ülkeler bazında sunulmaktadır.

Tablo 40. 2015-2018 Yılları Arası Doğalgaz İthalat Miktarları (Milyon Sm3)

Ülke	**Rusya**	İran	Azerbaycan	Cezayir	Nijerya	Diğerleri	Toplam	Önceki yıla göre yüzdesel değişim
Yıl	**Miktar**	Miktar	Miktar	Miktar	Miktar	Miktar	Miktar	
2015	**26.783**	7.826	6.169	3.916	1.240	2.493	48.427	-1,7
2016	**24.500**	7.705	6.480	4.284	1.220	2.124	46.352	-4,28
2017	**28.690**	9.251	6.544	4.617	1.344	4.804	55.250	19,2

Kaynak: (EPDK, 2018: 8)

Tablo 40'tan görüldüğü üzere 2015 yılına kıyasla 2016 yılında azalan doğalgaz ithalatı eski performansının da üzerinde bir seviyede gerçekleşmiştir. Yani kriz döneminde daralan doğalgaz dış ticaret hacmi sonraki yıl tekrar genişlemiştir. Toplam ithalat hacmine bakıldığında Rusya'nın yüzde 50'nin üzerinde bir paya sahip olduğu ve Türkiye'nin bu anlamda iyi bir müşteri olduğu söylenebilmektedir. Yalnızca doğalgaz ithalatı değil bunun yanı sıra yıllardır gelişen ikili anlaşmalar sonucunda yapılan projeler de bulunmaktadır. İki ülke çıkarları zaman zaman çatışmaya girse de halen devam eden Akkuyu nükleer santrali, Türk Akımı projesi gibi uzun süre ortaklık gerektiren konular bu çıkar çatışmalarını hafifleten nedenler arasında yer almaktadır. Bu nedenle iki ülkenin birbirine uygulayacağı yaptırımların tek taraflı zarar vermekten ziyade her iki tarafa da olumsuz etkiler yapacağı açık bir şekilde anlaşılmaktadır.

Son olarak Rusya'da faaliyet gösteren müteahhitler kriz döneminde en çok etkilenenler arasında yer almaktadır. Türk müteahhitler yurt dışına doğrudan yabancı yatırım götürmekte ve bu anlamda gerçekleştirdikleri projelerin çoğu Rusya'da bulunmaktadır. Yine yaptırımlar çerçevesinde konulan ambargoların, kısıtlamaların ve yasaklamaların sonucunda Rusya'da yapımı devam eden projeleri yarım kalmıştır. Projelerin sahipleri inşaat firmaları ise bu kararlar sonucunda ciddi zararlarla karşılaşmışlardır. Aynı şekilde Rusya'dan gelen doğrudan yatırımlarda da düşüş yaşanmıştır.

Uçak krizinin etkilerinin atlatıldığı bir dönemin ardından ABD ile başka bir kriz yaşanmıştır. Bu kriz ABD ve Türkiye arasında gelişen bir durumdan ileri gelerek

dövizde ciddi hareketliliğe yol açmıştır. Bu normal dışı oynaklığın detayları 3.4.4. no'lu başlıkta incelenmiştir.

3.4.4. Ağustos 2018 Krizi (Rahip Brunson Olayı)

2018 yılının başında gelişmiş ülke merkez bankalarınca değiştirilen para politikaları gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemiştir. Bunun yanı sıra petrol fiyatlarının artışa geçmesi ve ABD'nin Türkiye'ye karşı almış olduğu yaptırım kararları ekonomiyi derinden sarsmıştır. Ancak 2018 ağustos ayında yaşanan spesifik bir olay gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye'yi ayrıştırmıştır (TBB, 2019: 91).

Uzun yıllardır ailesiyle birlikte Türkiye'de yaşayan Andrew Craig Brunson'ın milli güvenliği tehdit ettiği iddiasıyla önce sınır dışı edilmesine ve ardından tutuklanmasına karar verilen olaylar sonucunda yaşanan bir kriz süreci söz konusu olmuştur. Dönemin ABD başkanı Donald Trump'ın bu tutuklama sürecine karşı çıkmasıyla birlikte iki ülke arasında karşılıklı yaptırım kararları alınmaya başlanmıştır. F-35 savaş uçaklarının teslim edilmesi ile rahibin takas edilmesi konusunda ABD'nin ısrarlarına ek olarak uluslararası alanda Türkiye aleyhine finansal yaptırımlar için harekete geçilmiştir (Yücel, 2020: 11-13). Ağustos ayına gelindiğinde ise İçişleri Bakanı ve Adalet Bakanı'nın ülkelerindeki mal varlıklarına el koyma, finansal ilişkilerini dondurma, ülkeye girişlerini yasaklama gibi bazı yaptırımları devreye sokmuştur.

Brunson olayının spesifik olarak Türkiye-ABD ilişkilerini bozucu nitelikte olmamasına rağmen ulusal çıkarlar doğrultusunda zaman içerisindeki gelişmelerin son noktası olması açısından önem taşımaktadır. Türkiye'nin sınır topraklarındaki istikrarı sağlaması amacıyla Suriye'de uyguladığı stratejilerin verdiği rahatsızlık ve hava savunma sistemlerinin ticaretinde Rusya ile yapılan iş birliği gerilimi arttıran nedenlerden olmuştur. Süreç devam ederken Brunson olayının yaşanması iki ülke ilişkilerini istenmeyen bir duruma getirmiş ve kırılgan bir finansal yapıya sahip olan Türkiye'ye zarar vermiştir.

Tüm bu olaylar sonucunda Türkiye'de bulunan yabancı sermayenin risk algısı değişmiş ve küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalar da sermaye

hareketlerinin girişini kısıtlamıştır. 2016 yılının sonlarında başlayan dava Türkiye için dış ticaret hacminde değişimlere neden olmuştur. Oluşan belirsizlik sonucunda tüketiciler harcamalarını kısmış ve 1 ABD dolarının 6,89 TL'ye yükselmesi enflasyonu tetiklerken diğer taraftan rekor ihracat artışına neden olmuştur. Siyasi müzakerelerin devam ettiği sürecin başında hafif bir dalgalanma yaşayan dolar/TL kuru 2018 yılının ortalarında tarihi zirveyi görmüştür. 2018 yılının ekim ayında Brunson'un serbest bırakılması ile eski seviyelerine inmemesine rağmen düşüş trendine girmiştir.

Dış ticaret rakamları ise ihracat tarafından bakıldığında hem dünya konjonktürünün hem de 2018 yılında dolar zirvesinin etkisiyle ayrı bir rekor tazelemiştir. Tablo 41'den de anlaşıldığı üzere 2018 yılı genel toplamı diğer yıllara göre artış göstermiştir.

Tablo 41. 2016-2018 Yılları Arasında Türkiye'nin İhracat ve İthalat Rakamları (Milyar dolar)

Tarih	**İhracat**	**İthalat**
2018 Ocak	13.080.096.762	22.177.186.457
2018 Nisan	14.530.822.873	21.203.475.430
2018 Ağustos	12.926.754.199	15.566.872.960
2018 Aralık	14.645.696.251	16.744.674.178
2018 Toplam	**55.183.370.085**	**75.692.209.025**
2017 Ocak	11.738.727.564	16.090.782.410
2017 Nisan	13.420.425.677	17.863.642.558
2017 Ağustos	13.916.052.548	19.473.137.026
2017 Aralık	14.661.083.966	23.347.753.286
2017 Toplam	**53.736.289.755**	**76.775.315.280**
2016 Ocak	9.956.568.792	13.635.978.706
2016 Nisan	12.533.489.672	16.396.255.049
2016 Ağustos	12.342.120.329	16.859.473.730
2016 Aralık	13.455.174.639	18.560.109.870
2016 Toplam	**48.287.353.432**	**65.451.817.355**

Kaynak: (TÜİK, 2022a)[34]

Tablo 41'de 2016, 2017 ve 2018 yıllarına ait ithalat ve ihracat rakamlarına yer verilmiştir. Tabloya göre 2016 yılına kıyasla 2017 ve 2018 yıllarındaki dış ticaret

[34] Tablo, TÜİK'in İstatistik Veri Portalı sisteminden yararlanılarak oluşturulmuştur.

hacminde ciddi bir artış yaşandığı görülmektedir. Grafik 11'de de belirtildiği üzere dolar kurunun yükselmeye başlaması dış ticarette hacim yaratmış ve davanın sona ermesiyle birlikte yıllık bazda artış yaşanmıştır.

Dış ticaret hacmindeki bu olumlu gelişmeye rağmen TL'de meydana gelen değer kaybı hisse senedi ve sermaye piyasalarında etkisini olumsuz yönde göstermiştir. Bu dönemde hisse senedi piyasası değer kaybı yaşarken tahvil getirilerinde yükselişler olmuştur. Bunun yanı sıra dolar borcu olan özel sektör zor durumda kalmış ve maliyetleri yükselmiştir. Bu maliyet artışları sonucunda hızlanan enflasyon tüketicinin alım gücünü etkileyip ekonominin talep tarafında sorunlara neden olurken üreticiler daha az üretmeye başlamışlardır.

Bu sarmaldan çıkılabilmesi için Merkez Bankası tarafından faiz artışına gidilmiş ancak yapılan artış, yatırımları ve kredi taleplerini azaltmıştır. Özel sektörün kur artışı nedeniyle yaşadığı sorunlar ve yapılan faiz artışı ile nakit akışlarında yaşadığı dengesizlik bankacılık sektörüne olan kredi sorumluluklarını yerine getirmelerini zorlaştırmıştır. 2016 yılında yüzde 3,24 seviyelerinde olan takibe dönüşüm oranı 2019 haziran ayında yüzde 4,38 oranlarına ulaşarak (brüt tutar 116 milyar TL) bankacılık sektörünü sarsmıştır. Bu durum Türk bankacılık sektörünün (özellikle kamu ve yerli özel bankalar) kârlılık seviyelerini yüzde 0,71 oranlarına kadar düşürmüş ve sektörün daha temkinli hareket etmesine neden olmuştur (BDDK, 2019: 9,14).

Genel olarak dünya konjonktürüne bakıldığında 2019-2020 yıllarına kadar reel ekonomiyi harekete geçirme çalışmalarının yapıldığı görülmektedir. Ancak 2020 yılına doğru bir finansal balonun ortaya çıkması, gelir ve servet dağılımında bozulmaların yaşanması, belirsizlik nedeniyle yatırım isteksizliği, sıfır faiz uygulamasına rağmen borçluluk düzeylerinin yüksek olması nedeniyle talep beklentisinin zayıf olması gibi nedenler yeni problemleri de beraberinde getirmiştir. Tüm bunlar cevap bekleyen soruları oluştururken ortaya çıkan Covid-19 yepyeni sorunları var etmiştir.

3.4.5. Covid-19 Krizi ve Yeni Dünya Düzeni Tartışmaları

1970 Petrol Kriziyle birlikte yaşanan stagflasyon olgusu sonucunda Keynesyen politikaların terk edilip Neo-liberal politikalara geçilmesi küreselleşmeyi daha fazla hissedilir hale getirmiştir. Makroekonomik göstergeler ışığında incelendiğinde ise küreselleşmenin varlığı Covid-19 pandemisiyle birlikte daha yoğun bir şekilde görülmüştür. Çünkü pandemi başladığı günden itibaren çok şeyi değiştirmiştir.

Değişen şeylerin başında yatırımlar gelmektedir. Bu süreçte yabancı yatırımcıların azaldığı görülmektedir. Hatta firmaların kâr marjlarının düşmesi sonucunda yatırım yapmayı bile düşünmedikleri bir dönem olmuştur. Ancak 2021 yılına gelindiğinde salgın koşullarına alışan dünya neredeyse 2019 yılı rakamlarına yaklaşan bir canlanma yaşamıştır. Bunun nedenleri ülke yönetimleri tarafından açıklanan destek paketleri ve krize karşı alınan tedbirlerdir. Yatırımcıların daha güvenli bölgeler araması sonucunda Avrupa'da yatırım artışları yaşanırken Asya bölgesinde düşüşler görülmüştür. Diğer taraftan güvenli bölge arayışlarının maliyet unsurunun önüne geçmesi salgın döneminde risk algısının önemini vurgulayan bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Türkiye'de ise daha fazla yatırımcıyı çekebilecek potansiyele sahip iken makroekonomik stabilite, politika öngörülebilirliği, jeopolitik risk, düzenleme, politik risk gibi unsurların varlığı nedeniyle doğrudan yatırımların oranı düşmüştür.

Jeopolitik konumun yarattığı avantaj dikkate alındığında Avrupa'ya yakın bir pazar olması nedeniyle Türkiye'de yapılacak olan yatırımın bu bölgelere ihracat kolaylığı sağlayacağı açıktır. Bu nedenle imalat sektörüne yönelik yatırımcıların bu yönde ikna edilmesi ve iş birliğinin güçlendirilmesinin katkı sağlaması faydalı olacağı düşünülmektedir. Aynı zamanda dijitalleşme adımlarının hızlanması yine yatırımcıların dikkatini çeken başka bir konuyu oluşturmaktadır. Dijitalleşmeye bağlı olarak iş gücünün potansiyeli ve veri gizliliği konusu yatırımları etkileyici önemli konular arasında yer almaktadır.

Covid-19'un pandemi olarak ilân edilmesinin ardından 2020 yılının ilk çeyreğinde belirsizlik artmış ve küresel ekonomi durgunluğa girmiştir. İkinci çeyrek içerisinde ise ülkelerin karantina sürelerinde esnemesi ve alınan tedbirler sayesinde bir miktar ekonomik toparlanma gerçekleşmiştir (TCMB, 2020g: 1). Keynes' e göre yatırım kararlarının alınmasında gelecekteki beklentilerin önemi büyüktür. Yatırımcı gelecek hakkında çok az bilgiye sahip olması nedeniyle kararlarını verirken geçmişin verilerinden yararlanmamakta yalnızca iç güdüleri ile hareket etmektedir. Keynes bunu 'hayvani içgüdü' olarak nitelemektedir (Keynes, 1936: 144). Öyleyse yatırımcılar gelecekle ilgili yatırım kararları alırken güven duygusuna göre hareket etmektedirler. Covid-19 süreci bu kapsamda değerlendirildiğinde belirsizlik içeren bir dönem olması nedeniyle yatırımların ciddi oranda azalışının yaşandığı bir süreç olmuştur. Türkiye'de ekonominin canlandırılması amacıyla düşürülen faiz oranlarına karşı bile olumlu tepki göstermemişlerdir. Yani ekonomiye olan güvenin azalması yatırımları azaltıcı etki yapmıştır. Enflasyonist baskı nedeniyle sahip oldukları varlıkları koruma çabasına girmişlerdir.

Türkiye'de de ekonomik ve finansal etkilere karşı alınan bazı kararlar ile olumsuz etkiler sınırlandırılmaya çalışılmıştır. Bu kararlar bankacılık sektörünün hem Türk lirası hem de yabancı para likidite yönetimi esnekliğinin arttırılarak daha öngörülebilir olmasını sağlamanın yanı sıra reel sektöre olan nakit akışının kesilmemesi amacıyla bankalara ek likidite olanakları sağlaması hedeflemiştir. Ek olarak ihracatçı firmaların nakit akışlarının desteklenebilmesi için reeskont kredileri kapsamında düzenlemelere gidilmiştir (TCMB, 2020h: 45). Bu amaçlara odaklanan düzenlemelere ilaveten parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi yönündeki adımlar çerçevesinde devlet iç borçlanma senetleri piyasasında likiditenin desteklenmesi, yine bankların likidite yönetimlerinde esneklik çabaları ve reel sektöre sağlanan kredi akışının kapsamının genişletilmesi şeklinde kararlar alınmıştır (TCMB, 2020a: 1-2). Salgının devam etmesi ve küresel çapta yarattığı hasar nedeniyle 2020 ve 2021 yıllarında sürekli ilave kararlar alınmıştır. Ancak alınan kararlar temel olarak kredi kanalının kesintisiz bir şekilde işlemesi ve reel sektörün nakit akışlarının sağlıklı bir şekilde işlemesine yönelik olmuştur.

Uygulanan kredi kampanyaları sayesinde hane halkları ihtiyaç ve konut kredisi tarafında borçlanırken gelir kaybı nedeniyle yaşadıkları likidite eksiğini tamamlama fırsatı bulmuşlardır. Ticari faaliyetleri ve gelirleri önemli ölçüde azalan reel sektör için ise tampon görevi görmüştür (TCMB, 2020g: 41).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın korona virüs ortaya çıktıktan sonra faiz oranları konusundaki politika adımları Tablo 42'de sunulmuştur.

Tablo 42. 2020 Yılında Uygulanan Para ve Kur Politikaları

Duyuru Tarihi	***Politika adımı***
16 Mart 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ABD doları faiz oranı yüzde 1,00'den yüzde 0'a indirilmiştir. Döviz Karşılığı Altın Swap Piyasasında ABD doları faiz oranı alım yönlü işlemlerde yüzde 1,25'ten yüzde 0,25'e, satım yönlü işlemlerde ise yüzde 1,00'den yüzde 0'a indirilmiştir.*
	Teminat döviz depo alım faiz oranı ABD doları için yüzde 1,00'den yüzde 0'a indirilmiştir. Döviz depo satım oranları ABD doları için 1 hafta vadede yüzde 3,00'den yüzde 2,50'ye, 1 ay vadede ise yüzde 3,75'ten yüzde 3,25'e indirilmiştir.
	Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 10,75'ten yüzde 9,75'e indirilmesine karar verilmiştir. Koronavirüs (Covid-19) salgınının küresel çapta yarattığı belirsizliğin Türkiye ekonomisi üzerindeki olası olumsuz etkilerinin sınırlandırılması amacıyla; *- Piyasa Yapıcılığı sisteminin desteklenmesi amacıyla Piyasa Yapıcı bankalara açık piyasa işlemleri (APİ) çerçevesinde tanınan likidite imkânına ilişkin limitler artırılmıştır.* *- 1, 3 ve 6 ay vadeli olarak geleneksel yöntemle euro ve altın karşılığı swap ihalelerinin de açılabileceği duyurulmuştur.*
	Zorunlu karşılıklar uygulamasında reel kredi büyüme koşullarını sağlayan bankalar için yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm yükümlülük türlerinde ve tüm vade dilimlerinde 500 baz puan indirilmiştir.

17 Mart 2020	*Reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamını teminen bankalara hedefli ilave likidite imkânları tanınmıştır.*
	Bu çerçevede, 91 gün vadeye kadar repo ihaleleri yoluyla TCMB politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının 150 baz puan altında faiz oranıyla miktar ihalesi yöntemiyle Türk lirası likidite sağlanacağı; miktar ihalesi yöntemiyle TCMB politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının 100 baz puan altında faiz oranıyla 1 yıl vadeli ABD doları, euro veya altın karşılığı Türk lirası swap ihaleleri düzenleneceği açıklanmıştır.
	Küresel ekonomik belirsizlikler ile uluslararası ticarette yaşanan güçlüklerin reel sektör firmaları üzerindeki olası etkilerinin hafifletilmesi amacıyla ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredilerine yönelik 18 Mart 2020 tarihinden 30 Haziran 2020 tarihine kadar vadesi gelecek reeskont kredisi geri ödemelerine 90 güne kadar vade uzatım imkânı tanınmıştır. Hâlihazırda kredi taahhüdü açık olan reeskont kredileri ile 18 Mart 2020 tarihinden 30 Haziran 2020 tarihine kadar kullanılacak reeskont kredilerine 12 ay ek taahhüt kapama süresi verilmiş, böylece bu kredilerin taahhüt kapatma süresi 24 aydan 36 aya çıkartılmıştır. Ek olarak, reeskont kredisi azami vadeleri, 20 Mart 2020 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, kısa vadeli kullanımlar için 120 günden 240 güne, daha uzun vadeli kullanımlar için ise 720 güne çıkartılmıştır.
18 Mart 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 10,75'ten yüzde 9,75'e indirilmiştir.*
	Koronavirüs (Covid-19) salgınının küresel çapta yarattığı belirsizliğin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması amacıyla (i) DİBS piyasası likiditesinin desteklenmesi yoluyla parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesine (ii) bankaların Türk lirası ve yabancı para likidite yönetimlerinde esnekliğin artırılmasına (iii) reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamının sağlanmasına ve salgın nedeniyle etkilenen mal ve hizmet ihracatçısı firmaların KOBİ odaklı yaklaşımla geniş kapsamda desteklenmesine yönelik aşağıdaki ilave tedbirler alınmıştır. *- 2020 yılı Para ve Kur Politikası metninde belirlenmiş limitler çerçevesinde yürütülen APİ portföyü doğrudan alım işlemleri önden yüklemeli olarak gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir.*

31 Mart 2020	*- Geçici bir süre için, Piyasa Yapıcı bankalara, İşsizlik Sigortası Fonu'ndan satın aldıkları DİBS'leri TCMB tarafından belirlenen koşullar ve tutarlar dâhilinde TCMB'ye satma veya Piyasa Yapıcılığı sistemi kapsamında APİ çerçevesinde tanınan likidite imkânını belirli oranlar dâhilinde artırma olanakları sağlanmıştır.*
	- 2020 yılı Para ve Kur Politikası metninde belirlenmiş limitler çerçevesinde yürütülen APİ portföyü doğrudan alım işlemleri önden yüklemeli olarak gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir.
	Geçici bir süre için, Piyasa Yapıcı bankalara, İşsizlik Sigortası Fonu'ndan satın aldıkları DİBS'leri TCMB tarafından belirlenen koşullar ve tutarlar dâhilinde TCMB'ye satma veya Piyasa Yapıcılığı sistemi kapsamında APİ çerçevesinde tanınan likidite imkânını belirli oranlar dâhilinde artırma olanakları sağlanmıştır.
	TCMB bünyesinde gerçekleştirilen Türk lirası ve döviz işlemleri çerçevesinde Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ile İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlerin teminat havuzuna dâhil edilmesine karar verilmiştir.
	- Reel sektöre kredi akışının kesintisiz sürmesi amacıyla yürürlüğe konulan hedefli ilave likidite imkânlarında limitler artırılmıştır. TCMB politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının 125 baz puan altında faiz oranı üzerinden ABD doları, euro veya altın karşılığı 6 ay vadeli döviz karşılığı Türk lirası swap ihaleleriyle Türk lirası likidite sağlanabileceği açıklanmıştır.
	- Mal ve hizmet ihracatçısı firmaların finansmana erişimlerini kolaylaştırmak ve istihdam sürekliliğini desteklemek amacıyla Türk lirası cinsi ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredisi kullandırılmasına karar verilmiştir.
03 Nisan 2020	*Geleneksel (çoklu fiyat) yöntemiyle gerçekleştirilen Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap ihalesinde vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarı Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 20'sinden yüzde 30'una yükseltilmiştir.*
	APİ portföyü nominal büyüklüğünün TCMB analitik bilanço aktif toplamına oranı, azami yüzde 10 olarak güncellenmiştir.

17 Nisan 2020	*Piyasa Yapıcı bankalara tanınan TCMB'ye doğrudan DİBS satım imkânına ilişkin limitlerin, repo işlem limitlerinden bağımsız olarak uygulanmasına karar verilmiş ve Piyasa Yapıcı bankalara repo işlem limitlerine eşit büyüklükte DİBS satım limiti tanımlanmıştır.*
21 Nisan 2020	*Döviz Karşılığı TL Swap Piyasasında vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarı Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 20'sinden yüzde 30'una çıkarılmıştır.*
22 Nisan 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 9,75'ten yüzde 8,75'e indirilmesine karar verilmiştir.*
24 Nisan 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 9,75'ten yüzde 8,75'e indirilmiştir.*
05 Mayıs 2020	*Geleneksel (çoklu fiyat) yöntemle gerçekleştirilen Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap ihalesinde vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarı Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 30'undan yüzde 40'ına çıkarılmıştır.*
20 Mayıs 2020	*TCMB ve Katar Merkez Bankası arasında 17 Ağustos 2018 tarihinde imzalanan ikili para takası (swap) anlaşmasının tutarı 5 milyar ABD doları karşılığı Türk lirası ve Katar riyalinden 15 milyar ABD doları karşılığı Türk lirası ve Katar riyaline yükseltilmiştir.*
21 Mayıs 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 8,75'ten yüzde 8,25'e indirilmesine karar verilmiştir.*
	Geleneksel (çoklu fiyat) yöntemiyle Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap ihalesinde vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarı Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 40'ından yüzde 50'sine çıkarılmıştır.
22 Mayıs 2020	*Döviz Karşılığı Türk lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 8,75'ten yüzde 8,25'e indirilmiştir.*

05 Haziran 2020	*Yatırım taahhütlü avans kredilerinin (i) verimliliği yüksek, ithalatı azaltan ve ihracatı destekleyen yatırımların teşvik edilmesi, (ii) dışa bağımlılığın ve cari açık sorununun azaltılması ve (iii) sürdürülebilir büyümenin desteklenmesi amacıyla, ilk aşamada Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası aracılığı ile azami 10 yıl vadeli, TCMB politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo faiz oranının 150 baz puan altında sabit faizli ve firma başına azami 400 milyon Türk lirası ile sınırlı olarak kullandırılacağı duyurulmuştur.*
19 Haziran 2020	*TCMB ile Çin Halk Cumhuriyeti Merkez Bankası arasında 2019 yılında yenilenen swap (para takası) anlaşması çerçevesinde Çin Yuanı (CNY) fonlamasının ilk kullandırımları yapılmıştır.*
20 Haziran 2020	*Yıllık reel kredi büyüme oranı yüzde 15'in üzerinde olan bankaların zorunlu karşılık teşviklerinden faydalanabilmeleri için sağlamaları gereken uyarlanmış reel kredi büyüme oranının yüzde 15'ten küçük olma koşulunun, yılsonuna kadar uygulanmamasına karar verilmiştir.*
25 Haziran 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 8,25 düzeyinde sabit tutulmasına karar verilmiştir.*
06 Temmuz 2020	*Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı yıllık reel kredi büyümesi koşullarını sağlayan bankalar için yüzde 8'den yüzde 7'ye indirilmiş, koşulları sağlayamayan bankalar için yüzde 0 olan oranda değişiklik yapılmamıştır.*
18 Temmuz 2020	*Yabancı para zorunlu karşılık oranları, tüm bankalar için tüm yükümlülük türlerinde ve vade dilimlerinde 300 baz puan artırılmıştır.*
23 Temmuz 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 8,25 düzeyinde sabit tutulmasına karar verilmiştir.*
07 Ağustos 2020	*10 Ağustos 2020 tarihinden geçerli olmak üzere Piyasa Yapıcı bankalara APİ çerçevesinde tanınan likidite imkân limitleri yarıya düşürülmüştür.*
11 Ağustos 2020	*12 Ağustos 2020 tarihinden geçerli olmak üzere Piyasa Yapıcı bankalara APİ çerçevesinde tanınan likidite imkân limitleri sıfırlanmıştır.*

17 Ağustos 2020	*Likidite yönetimi kapsamında atılan sıkılaştırma adımları çerçevesinde geleneksel yöntemli repo ihalesi açılmaya başlanmıştır.*
18 Ağustos 2020	*TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası (BPP)'nda bankaların borç alabilme limitleri, 19 Ağustos 2020 tarihinden geçerli olmak üzere gecelik vadede yapılan işlemler için yarıya düşürülmüştür.*
20 Ağustos 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 8,25 düzeyinde sabit tutulmasına karar verilmiştir.*
	Reel kredi büyümesi koşullarını sağlayan bankaların yabancı para zorunlu karşılık oranlarının, tüm vade dilimlerinde geçerli olmak üzere, kıymetli maden depo hesapları için 700 baz puan, diğer tüm yabancı para yükümlülükleri için ise 200 baz puan artırılmasına; Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının ise 6 aya kadar vadeli tüm mevduat/katılım fonu yükümlülükleri ve 1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükleri için 200 baz puan, 3 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükleri için ise 150 baz puan artırılmasına karar verilmiştir.
21 Ağustos 2020	*Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasasında vadesi gelmemiş toplam altın swap miktarı 112 tondan 116 tona yükseltilmiştir.*
	Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 8,25'ten yüzde 9,75'e çıkarılmıştır.
14 Eylül 2020	*Yurt içi bankalarla yapılan altın lokasyon swap işlemlerinde, yurt dışı saklama merkezine teslim edilen altının Türk lirası karşılığı üzerinden tahsil edilen komisyon oranı on binde 5'ten 0'a indirilmiştir.*
24 Eylül 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 8,25'ten yüzde 10,25'e yükseltilmesine karar verilmiştir.*
25 Eylül 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 9,75'ten yüzde 10,25'e çıkarılmıştır.*

09 Ekim 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 10,25'ten yüzde 11,75'e çıkarılmıştır.*
12 Ekim 2020	*Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı yıllık reel kredi büyümesi koşullarını sağlayan bankalar için yüzde 7'den yüzde 9'a, koşulları sağlayamayan bankalar için yüzde 0'dan yüzde 2'ye yükseltilmiştir.*
	Ayrıca, Bankamız nezdindeki zorunlu karşılık ve ihbarlı döviz mevduat hesaplarında döviz olarak tutulan tutarlar ile ilgili olarak; *- ABD doları olarak tutulan döviz tutarlarının ABD doları cinsinden mevduat/katılım fonu (yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç) yükümlülükleri için tutulması gereken tutara kadar olan kısmı üzerinden alınan komisyon oranı yıllık yüzde 1,25 seviyesine,* *- Euro ve ABD doları olarak tutulan döviz tutarlarının ABD doları dışındaki dövizler cinsin-den mevduat/katılım fonu (yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç) yükümlülükleri için tutulması gereken tutara kadar olan kısmı üzerinden alınan komisyon oranı yıllık yüzde 0,125 seviyesine indirilmiştir.*
22 Ekim 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 10,25 düzeyinde sabit tutulmasına ve Geç Likidite Penceresi (GLP) işlemlerinde uygulanacak TCMB borç verme faiz oranı ile gecelik borç verme faiz oranı arasındaki farkın 300 baz puan olarak belirlenmesine karar verilmiştir.*
02 Kasım 2020	*3 Kasım 2020 tarihinden geçerli olmak üzere, TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda bankaların borç alabilme limitleri sıfırlanmış, APİ kapsamında Türk lirası cinsi kira sertifikaları karşılığında kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilen gecelik vadeli repo işlemleri durdurulmuştur.*
03 Kasım 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 13,25'e çıkarılmıştır.*
19 Kasım 2020	*Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 10,25'ten yüzde 15'e yükseltilmesine ve tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar*

	verilmiştir.
20 Kasım 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 13,25'ten yüzde 15,00'e çıkarılmıştır.*
25 Kasım 2020	*Geleneksel (çoklu fiyat) yöntemiyle gerçekleştirilen Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap ihalesinde vadesi gelmemiş toplam swap işlem miktarı Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerinin yüzde 50'sinden yüzde 60'ına yükseltilmiştir.*
27 Kasım 2020	*Reel kredi büyümesine göre farklılaşan zorunlu karşılık oranları ve faiz/nema oranları uygulamasının yürürlükten kaldırılmasına ve zorunlu karşılık oranlarının ve faiz/nema oranlarının tüm bankalar için aynı oranlar üzerinden uygulanacak şekilde yeniden belirlenmesine,* *Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranının tüm bankalar için yüzde 12 olarak belirlenmesine,* *ABD doları cinsinden mevduat/katılım fonu yükümlülükleri için tesis edilen zorunlu karşılıklara yüzde 1,25 olarak uygulanan komisyon oranının ise yüzde 0 olarak belirlenmesine karar verilmiştir.*

Kaynak: (TCMB, 2020b: 14-19)

Tablo 42'den de görüldüğü üzere korona salgınının etkilerini azaltabilmek amacıyla kısa tarih aralıklarında birçok karar alınmıştır. Küresel ekonominin de girdiği bu ani ve beklenmedik süreç ülkeler tarafından yönetilmeye çalışılmıştır. Ekonomik açıdan yapılan müdahalelerde merkez bankaları birbirinden farklı yollar denemişlerdir. Bunlardan bazıları başarıya ulaşırken bazılarından beklenilen sonuçlar alınamamıştır. 2021 yılında da salgının devam etmesi yine kararlar alınmasını gerekli kılmış ancak sürecin ilk zamanlara kıyasla normalleşmesi ve şok döneminin atlatılması farklı politikalar uygulanmasına zemin hazırlamıştır. Türkiye açısından 2021 yılı Merkez Bankası kararları değerlendirilecek olursa atılan politika adımları Tablo 43'te sunulmuştur.

Tablo 43. 2021 Yılında Uygulanan Para ve Kur Politikaları

Duyuru Tarihi	***Politika adımı***
24 Aralık 2020	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 15'ten yüzde 17'ye yükseltilmesine karar vermiştir.*
25 Aralık 2020	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 15'den yüzde 17'ye yükseltilmiştir.*
21 Ocak 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 17 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir.*
18 Şubat 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 17 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir.*
24 Şubat 2021	*Türk lirası zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde ve yükümlülük türlerinde 200 baz puan artırılmış, Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranı yüzde 30'dan yüzde 20'ye düşürülmüş, Türk lirası zorunlu karşılıkların standart altın cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranı yüzde 20'den yüzde 15'e düşürülmüş ve Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz/nema oranı 150 baz puan artışla yüzde 13,5 olarak belirlenmiştir.*
25 Şubat 2021	*Katılım bankaları ile gerçekleştirilen swap ve vadeli döviz işlemlerinde, anılan bankaların talepleri dikkate alınarak TCMB'ye tek taraflı olarak işlemden dönebilme olanağı getirilmiştir.*
4 Mart 2021	*T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı ve* T.C. Hazine ve *Maliye Bakanlığı Varlık* Kiralama *Anonim Şirketi (HMVKŞ) tarafından kurumsal yatırımcılara ABD doları, euro ve altın cinsinden ihraç edilen devlet tahvilleri ve kira sertifikalarının Bankamızca açık piyasa işlemleri kapsamında gerçekleştirilen geri satım vaadi ile alım(repo) işlemlerinde repo karşılığı kıymet olarak kullanılabilmesine karar verilmiştir.*
18 Mart 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 17'den yüzde 19'a yükseltilmesine karar vermiştir.*

19 Mart 2021	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 17'den yüzde 19'a yükseltilmiştir.*
15 Nisan 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir.*
6 Mayıs 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir.*
15 Haziran 2021	*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Çin Halk Cumhuriyeti Merkez Bankası arasında 30 Mayıs 2019 tarihinde imzalanan ikili para takası (swap) anlaşması, 35,1 milyar TL ve 23 milyar Çin yuanı artırılarak toplam 46 milyar TL ve 35 milyar Çin yuanına ulaşmıştır. Artırılan söz konusu rakam 15 Haziran 2021 tarihi itibarıyla TCMB hesaplarına girmiştir. Bu anlaşmanın temel hedefi yerel para birimleri üzerinden gerçekleştirilen ticareti kolaylaştırmak ve iki ülkenin finansal istikrarına destek sağlamaktır.*
17 Haziran 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir.*
1 Temmuz 2021	*Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranı yüzde 20'den yüzde 10'a düşürülmüş ve söz konusu imkânın 1 Ekim 2021 tesis tarihinde sonlandırılacağı açıklanmıştır. Döviz cinsinden mevduat/katılım fonuna uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmıştır. Ayrıca, 25 Haziran 2021 tarihinde YP mevduat/katılım fonu hesaplarında bulunan ve bu tarihten sonra Türk lirası mevduat/katılım fonuna dönüşen tutarların zorunlu karşılık yükümlülüğünden muaf tutulmasına, Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara, bankacılık sistemindeki toplam mevduat/katılım fonu içinde Türk lirasının payını artırıcı yönde ilave faiz/nema uygulanmasına karar verilmiştir.*
14 Temmuz 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir.*
	Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19 düzeyinde sabit tutulmasına karar vermiştir. Türkiye

12 Ağustos 2021	*Cumhuriyet Merkez Bankası ve Kore Merkez Bankası arasında, 12 Ağustos 2021 tarihinden geçerli olmak üzere, Türk lirası-Kore wonu ikili para takası (swap) anlaşması imzalanmıştır. Geçerlilik süresi 3 yıl olan anlaşma, iki merkez bankası arasında azami 17,5 milyar Türk lirası veya 2,3 trilyon Kore wonu değerinde yerel para birimi takasına imkân sağlamaktadır.*
15 Eylül 2021	*Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânının yüzde 10'dan yüzde 0'a düşürülerek sonlandırılmasıyla aynı tarihte yürürlüğe girmek üzere yabancı para mevduat/katılım fonuna uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmıştır.*
17 Eylül 2021	*İhracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredileri kullanım ve geri ödeme koşullarında değişiklik yapılmıştır. Yapılan değişikliklerle,* *- Toplam reeskont kredisi limiti 30 milyar ABD dolarına yükseltilmiş, bu limitin 20 milyar ABD dolarlık bölümü Türk Eximbank, 10 milyar ABD dolarlık bölümü diğer bankalar aracılığı ile kullandırılacak kredilere tahsis edilmiştir.* *- Toplam limitin Türk lirası reeskont kredisi olarak da kullanılabilmesine imkân tanınmıştır.* *- Kredilerin bazı istisnalar dışında net ihracatçı firmalara kullandırılması şartı getirilmiştir.* *- Kredilerin yalnızca belirlenen Türk lirası cinsi harcama alanlarında kullanılması koşulu getirilmiştir.* *- Kredilerin geri ödemelerinin ihracat bedelleriyle yapılması zorunlu kılınmıştır.* *- Aracı bankaların kredilere uygulayabileceği azami komisyon oranı 100 baz puan olarak belirlenmiştir.* *- Firmaların Merkez Bankasına ilave ihracat bedeli satış taahhüdünde bulunması halinde kredinin ilave indirimli faiz oranları üzerinden kullanılmasına imkân tanınmıştır.*
23 Eylül 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 19'dan yüzde 18'e indirilmesine karar vermiştir.*
24 Eylül 2021	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 19'dan yüzde 18'e indirilmiştir. Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı ile bankacılık sistemindeki toplam mevduat/ katılım fonu içinde Türk lirasının payını artırıcı yönde ilave faiz/nema ödenmesi uygulaması kapsamında politika faizi seviyesinde belirlenen faiz/nema oranları 100 baz puan düşürülmüştür.*

21 Ekim 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 18'den yüzde 16'ya indirilmesine karar vermiştir. Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı ile bankacılık sistemindeki toplam mevduat/ katılım fonu içinde Türk lirasının payını artırıcı yönde ilave faiz/nema ödenmesi uygulaması kapsamında belirlenen tüm faiz/nema oranları 200 baz puan düşürülmüştür.*
22 Ekim 2021	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 18'den yüzde 16'ya indirilmiştir.*
8 Kasım 2021	*Bankaların Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki operasyonel esnekliğinin artırılması amacıyla, Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve/veya Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap İhalelerinde (Geleneksel Yöntem) işlem yapan bankaların, talep etmeleri halinde, işlemlerini swap yerine karşılıklı depolar şeklinde sonuçlandırabilmelerine imkân sağlanmıştır.* *Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasasında vadesi gelmemiş toplam altın swap miktarı 119,5 tondan 140,5 tona, Döviz Karşılığı Altın Swap Piyasasında vadesi gelmemiş toplam altın swap miktarı 133,5 tondan 150,5 tona yükseltilmiştir.*
9 Kasım 2021	*Türk lirası zorunlu karşılıkların standart altın cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranı yüzde 15'ten yüzde 10'a düşürülmüş ve söz konusu imkânın kademeli olarak azaltılarak sonlandırılacağı açıklanmıştır. Ayrıca, yabancı para mevduat/katılım fonuna uygulanan zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmıştır.*
12 Kasım 2021	*Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasasında vadesi gelmemiş toplam altın swap miktarı 140,5 tondan 169 tona, Döviz Karşılığı Altın Swap Piyasasında vadesi gelmemiş toplam altın swap miktarı 150,5 tondan 151 tona yükseltilmiştir.*
18 Kasım 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 16'dan yüzde 15'e indirilmesine karar vermiştir.*
	Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 16'dan yüzde 15'e

19 Kasım 2021	*indirilmiştir.* *Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı ile bankacılık sistemindeki toplam mevduat/ katılım fonu içinde Türk lirasının payını artırıcı yönde ilave faiz/nema ödenmesi uygulaması kapsamında belirlenen tüm faiz/nema oranları 100 baz puan düşürülmüştür.*
01 Aralık 2021	*Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiş ve Borsa İstanbul (BİST) A.Ş. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası nezdinde işlem yapılmıştır.*
03 Aralık 2021	*Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.*
10 Aralık 2021	*Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.*
13 Aralık 2021	*Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.*
16 Aralık 2021	*Para Politikası Kurulu, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 15'ten yüzde 14'e indirilmesine karar vermiştir.*
17 Aralık 2021	*Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası ve Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası Türk lirası faiz oranı yüzde 15'dan yüzde 14'e indirilmiştir.* *Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.* *Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz/nema oranı ile bankacılık sistemindeki toplam mevduat/katılım fonu içinde Türk lirasının payını artırıcı yönde ilave faiz/nema ödenmesi uygulaması kapsamında belirlenen tüm faiz/nema oranları 100 baz puan düşürülmüştür.*
	20 Aralık 2021 tarihinde ABD doları, Euro ve İngiliz sterlini cinsinden döviz tevdiat hesabı veya döviz cinsinden katılım fonu bulunan yurt içinde yerleşik gerçek kişilerin, söz konusu hesaplarını vadeli (3, 6, 12 ay) Türk lirası mevduat/katılma hesabına dönüştürmeleri halinde söz konusu hesaplara destek uygulanmasına karar verilmiştir. Buna göre; *- Açılacak Türk lirası vadeli hesaplara işleyecek faiz/kâr payı ile hesap*

21 Aralık 2021	*açılışı ve vade sonundaki kur değişim oranı kıyaslanarak yüksek olan oran üzerinden mevduat ve katılım fonu sahibine ödeme yapılması,* *- Hesap açılışındaki kur ile vade sonu kurunun ne olduğuna bakılmaksızın anapara ve faiz/kâr payı tutarının müşteriye banka tarafından ödenmesi,* *- Vade sonu kuru üzerinden hesaplanacak tutar, anapara ve faiz/kâr payı tutarından büyükse; aradaki farkın TCMB tarafından karşılanması,* *- Vadeden önce hesaptan para çekilmesi durumunda destekten faydalanılamaması kararlaştırılmıştır.*
27 Aralık 2021	*27 Aralık 2021 itibarıyla BIST Swap Piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin, 2 hafta vadeli geleneksel yöntemli swap ihalelerine kaydırılmasına karar verilmiştir. Geleneksel swap ihalelerinde her bir bankanın ihalede verebileceği teklif tutarı toplam ihale tutarının maksimum yüzde 30'u ile sınırlandırılmış, ihaleler için belirlenen toplam swap pozisyonunun kullanılmayan kısmının bankaların kotasyon yöntemiyle yapılan swap işlem limitlerine aktarılması sonlandırılmış ve vade yapıları ölçülü bir şekilde kısaltılmaya başlanmıştır.* *Bankalararası Para Piyasası'nda gerçekleştirilen TL Depo Satım, Geç Likidite Penceresi ve Gün İçi Limit işlemlerinde bankaların, borçlanmalarına karşılık, borçlandıkları tutarın en az yüzde 30'u oranında DİBS ve/veya HMVKŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikaları cinsinden teminat bulundurmasına karar verilmiştir.* *Bankaların teminat yönetiminde etkinlik ve operasyonel esnekliklerinin artırılması amacıyla, teminat döviz depolarının aynı gün valör ile de tesis edilebilmesine karar verilmiştir.*

Kaynak: (TCMB, 2021a: 14-17)

Tablo 43'ten görüldüğü üzere 2021 yılında da hem iç piyasayı düzenlemek hem de uluslararası piyasada ayakta kalabilmek için çeşitli önlemler ve kararlar alınmıştır. Bu kararlar salgın döneminin değişen ani şartlarına göre bazen hızlı bir şekilde bazen de kademeli olarak uygulanmak üzere tasarlanmıştır. Hepsinin amacı her kesimin salgın döneminden en az hasarla çıkması, ihtiyaç duyulan likidite desteğinin verilmesi ve ekonominin canlandırılması olmuştur.

Uzun yıllardır sağlık sorunlarının bu denli ciddi boyutlarda yaşanmadığı veya yaşanmasının bile tahmin edilemediği bir dönemi içeren Covid-19 süreci, ekonomik birimleri yalnızca temel tüketim mallarında stokçuluğa yöneltmiştir. Bunun nedeni gelecekte ne olacağının tam olarak bilinememesi olmuştur. Böylece tüketim ve satın alma davranışlarında değişimler görülmüş ve harcamalar

sınırlandırılmıştır. Kriz döneminin belirsizlik içermesi nedeniyle özellikle hedonik harcamalarda azalma yaşanmıştır. Virüsün tehlikeli ve aşırı bulaşıcı olması tüketim davranışlarını değiştiren başlıca sebep olarak ortaya çıkmıştır. Ekonomik birimler pandemi öncesinde yerli ve yabancı turist olarak var oldukları turizm sektöründeki taleplerini ciddi oranda azaltmışlardır. Otel rezervasyonlarının neredeyse hepsi iptal edilmiştir.

Normal dönemlerde kişilerin duygusal olarak mutlu oldukları harcamalar hedonik tüketim olarak adlandırılmaktadır. Bu tüketim anlayışına, yapılan alışverişlerle motive olmak şeklinde de yaklaşılmaktadır. Örneğin, rutin alışverişin kişilere verilmiş bir rol olması onu mutlu edebilmektedir. Ya da yapılan alışveriş günlük rutinden uzaklaşmak adına keyifli vakit geçirmeye neden olabilmektedir. Bunlara ek olarak durgun ruh halinden çıkmak, yeni trendleri takip etmek yine rahatlatıcı bir eylem sayılabilmektedir. Bu aktivitelerden keyif almakla birlikte fiziksel bir aktivite de yapılmaktadır. Ancak salgın süreci bu tüketim kalıbını durduran bir neden olarak ortaya çıkmıştır (Tauber, 1972: 47).

Covid-19 ani yaşanan bir salgın süreci olması nedeniyle hedonik harcamaları azaltmış olsa da özellikle yaşanan şoklara karşı düşük gelirli hanelerde daha fazla etki yaratmıştır. Süreçle birlikte fiyatlar genel seviyesindeki yükseliş ise bu gelir gruplarında temel ihtiyaç maddelerine ağırlıklı olarak harcama yaptıklarını ortaya koymuştur. Yani yoksul kesimin yüksek enflasyondan daha fazla etkilendiği görülmüştür. Bu nedenle Covid-19'un da büyük etkisi ile 2021 yılında yoksulluk oranlarında ciddi bir artış yaşanmıştır. Mevcut olan yoksulluk sınıfı yaklaşık 3 milyon kişi daha artarak 2018'e kıyasla yüzde 40 civarına taşınmıştır (Worldbank, 2021: 40, 43). Devletler tarafından alınan önlemler sayesinde büyük bir bölümü engellenmeye çalışılmış ve istihdamda biraz daha iyileşme sağlanmıştır. Ne kadar iyileşme görülse de kriz öncesi dönemdeki rakamlara ise henüz ulaşılamamıştır. Türkiye'de genç işsizlik oranlarının yüksekliği ve hala bazı grupların iş piyasası dışında kalması istihdam oranlarının görünümünü de olumsuz etkilemiştir.

IV. BÖLÜM

4. BANKA KREDİ KANALININ PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINA ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Çalışmanın dördüncü bölümünde Türkiye ekonomisi çerçevesinde parasal aktarım mekanizmalarından banka kredi kanalının geçerliliği sınanmıştır. Bu kapsamda Model-I ve Model-II olmak üzere birbirini tamamlayan ancak ayrı analizleri içeren iki model kurulmuştur. Analizlere geçilmeden önce banka kredi kanalı için yapılan çalışmalar hem yerli hem de yabancı literatürde taranmıştır. Böylece seçilen değişkenler, parasal aktarım mekanizmasının işleyişi ve literatür araştırmaları sonucunda belirlenmiştir. Ardından seçilen değişkenlerin yer aldığı veri setleri tanıtılmış ve hipotezler oluşturulmuş, birim kök testleri yapılarak analizlere dair ekonometrik yöntem açıklanmıştır. Oluşturulan hipotezlerin sınanabilmesi için tercih edilen VAR modeliyle Granger nedensellik analizleri gerçekleştirilmiştir. Nedensellik ilişkisinin tespit edilmesi sonucunda varyans ayrıştırma ve etki-tepki analizleri ile sonuçlar yorumlanmıştır. Böylelikle analize dahil edilen değişkenlerin toplam büyüme üzerinde yarattığı etki ile enflasyonun krediler üzerindeki etkinliği tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yapılan araştırmada 2006-Q1 ve 2021-Q2 yılları arası çeyreklik dönemler baz alınmıştır. Bu dönemlerin baz alınmasının nedeni ise 2006 yılı itibariyle açık enflasyon hedeflemesine geçilmesinden günümüze kadar olan sürecin analiz edilmesidir. Böylece literatüre geniş kapsamlı ve güncel bir çalışma sunulması amaçlanmıştır.

Analizlere dahil edilen değişkenlerle ilgili olarak ilk işlem durağanlık sınamalarının yapılması olmuştur. Yapılan durağanlık sınaması sonucunda uygulanacak olan analize ve değişkenlerin analize tabi tutulmalarının herhangi bir sorun yaratıp yaratmadığı tespit edilmiştir. Bu sınamalar gerçekleştirildiğinde her iki modelin değişkenleri için farklı yapılarda da olsa düzey değerlerinde I(0) durağanlık şartının gerçekleştiği görülmüştür. Böylece VAR modeli uygulanmasına karar verilmiş ve elde edilen bulgular 4.7 ve 4.8 no'lu bölümlerde ayrıntılı olarak sunulmuştur.

4.1. Uygulamanın Amacı ve Önemi

Çalışmanın analiz bölümünde Türkiye ekonomisinin 2006-Q1 ve 2021-Q2 dönemlerine ait çeyreklik verilerle banka kredi kanalının işlerliği incelenmiştir. Model-I'de para arzı, kredi ve büyüme arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Kredi ve TÜFE arasında kurulan Model-II'de ise banka kredi kanalını etkileyen faktörlerin daha belirgin biçimde ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu kapsamda para politikası gelişmeleri çerçevesinde değerlendirmeler yapılmış ve para arzının içselliği konusuna değinilmiştir.

Literatürde banka kredi kanalına dair birçok araştırma yer almaktadır. Bu çalışmaya benzer çalışmalar olsa da hem tarih aralığının geniş bir zaman dilimini içermesi hem de krediyi tetikleyen asıl faktörün varlığının tespiti için ikinci bir modelin oluşturulması çalışmayı diğerlerinden farklı kılmaktadır.

Çalışmanın ekonometrik kısmını oluşturan analizler için ilk olarak veri seti tanıtılmış ve bu değişkenlerin modellere nasıl dahil edildikleri açıklanmıştır. Bu işlemlerden sonra ise kullanılan ekonometrik yöntemin detaylı yorumuna ve analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

4.2. Birim Kök Testleri

Birim kök testlerinin önemli sonuçlara ulaştığı başlıca uygulama alanlarından birisi ekonomidir. Bunun nedeni ise ekonomik göstergeler için var olan bilginin rasyonel kullanımı sonucunda birim kökün teorik bir çıkarım sağlamasıdır (Phillips ve Perron, 1988: 335). Buna ek olarak ekonomik verilerin kullanıldığı çalışmaların genel olarak bir zaman serisi niteliğinde olması durağanlık testlerini zorunlu kılmaktadır. Teorik olarak kesinleşmiş veya tartışmalı konularda bir sonuca ulaşabilmek adına serilerin durağanlık yapıları incelenmekte ve analizin ilerleyişine karar verilmektedir.

Yapılan çalışmanın da bir zaman serisini içermesi ilk aşamada durağanlık kontrollerini gerektirmektedir. Devamında yapılacak olan analiz için ise serilerin durağan olup olmadıkları veya durağanlık seviyeleri önem arz etmektedir (Mert ve

Çağlar, 2019: 97). Zaman serisi eğer durağan ise seriye ait ortalamanın süreç içerisinde sistematik olarak herhangi bir değişim göstermediği kabul edilmektedir. Diğer bir deyişle incelenen zaman serisine ait kovaryans ve ortalama, zaman içerisinde bir değişikliğe uğramıyorsa ve bu zaman serisinin belirlenen iki dönemi arasındaki kovaryansı yalnızca iki dönem arası uzaklığa bağlı bir gelişme göstermişse serinin durağan olduğuna karar verilmektedir (Çakmur Yıldırtan, 2011: 243).

Çalışma kapsamına alınan serilerin de modele dahil edilmeden önce birim kök testleri ile durağanlıkları sınanmıştır. Böylece durağan olmayan serilerde sahte regresyon problemi ile karşılaşma ihtimalinin ve değişkenler arasındaki anlamlılık ilişkisinin tespiti amaçlanmıştır. Sınamalar gerçekleştirilirken yalnızca sabit terimin bulunduğu 'sabitli' yapı, hem sabit hem de trendin olduğu 'trendli ve sabitli' yapı ve son olarak sabitin ve trendin yer almadığı 'sabitsiz ve trendsiz' yapı kullanılmıştır. Durağanlık testleri olarak ise Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi ile Philips Perron Birim Kök Testi tercih edilmiştir.

4.2.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi (Augmented Dickey-Fuller-ADF)

Otoregresif bir model kapsamında oluşturulan model (4.1)'deki denklemde belirtiği şekildedir:

$$Y_{t=}\ \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad t = 1, 2, \ldots \qquad (4.1)$$

(4.1) numaralı denklemde yer alan sabitsiz ve trendsiz modelde $Y_0=0$ iken ρ bir reel sayı ve e_t ise ortalaması sıfır ve varyansı sıfır (σ^2) olan bağımsız rassal değişenler dizisidir (e_t ~ NID (0, σ^2). Y_t zaman serisi durağan bir seri ise IρI <1 şeklindedir. IρI=1 ise zaman serisi durağan değildir ve Y_t'nin varyansı tσ^2 olmaktadır. Ayrıca ρ=1 olduğunda zaman serisi rassal yürüyüş olarak adlandırılmaktadır. IρI> 1 durumda ise zaman serisi durağan olmamakta ve zaman serisinin varyansı t arttığında üstel olarak büyümektedir (Dickey ve Fuller, 1979: 427).

Dickey ve Fuller araştırılan modelde birim kökün var olup olmadığını tespit etmek amacıyla iki seçenek daha bulunduğunu belirtmiştir. Bu seçenekler aşağıdaki denklemlerde yer aldığı şekilde sabit içeren (4.2 no'lu denklem) ve sabitin yanında trend içeren (4.3 no'lu denklem) yapılar olarak gösterilmiştir.

$$Y_t = \mu + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad t = 1, 2, \ldots \qquad (4.2)$$

$$Y_t = \mu + \beta t + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad t = 1, 2, \ldots \qquad (4.3)$$

Geleneksel Dickey-Fuller Testi AR (1) süreci ile yapılmakta iken eğer seride korelasyon içerecek bir durumla karşılaşılırsa ε_t temiz bir dizi olmaktan çıkacaktır. Böylece denkleme ρ gecikmeli fark değerleri de dahil edilerek AR (ρ) süreci uygulanacaktır. Bunun sonucunda elde edilen yeni denklemler sırasıyla sabitsiz ve trendsiz, sabitli, sabitli ve trendli olmak üzere aşağıda sunulduğu şekliyle sınamalara tabi tutulacaktır (Mert ve Çağlar, 2019: 99-100):

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad (4.4)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad (4.5)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad (4.6)$$

Tahmin edilen denklemin t istatistik değeri MacKinnon (1996) tarafından elde edilen ve daha geniş kapsamlı olan kritik değerlere göre değerlendirilmektedir. Elde edilen t istatistik değeri tüm kritik değerlerden büyükse yokluk hipotezinin reddedilemeyeceğine ve serinin birim kök içerdiğine karar verilmektedir. Tam tersi durumda da durağan bir seri olduğu yani birim kök içermediği yönündeki tespitler kabul edilmektedir.

Bu sınamalar gerçekleştirilirken ek gecikmeli değerler eklemek, tahmin edilen kalıntıların kareleri toplamını zorunlu bir şekilde azaltma görevi görmektedir. Bununla birlikte ek katsayıların ve ilişkili serbestlik derecesi kaybının tahmin edilmesini de gerektirmektedir. Bunun için gecikme uzunluklarının çeşitli seçim kriterleri ile tespit edilmesi söz konusudur. En sık kullanılan iki seçim kriteri modeli ise Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwartz Bayesian (SBC) Kriteridir (Enders, 1995: 88).

4.2.2. Philips Perron (PP) Birim Kök Testi

Serilerin durağanlıklarının sınandığı bir diğer birim kök testi Philips Perron birim kök testidir. Literatürde yer alan çalışmalarda yaygın olarak kullanılan bu test zaman serilerinde avantaj sağlamaktadır.

Philips-Perron yaklaşımı hata terimlerine göre parametrik değildir ve bundan dolayı geniş zaman serisi modellerine izin vermektedir. Buna ek olarak heterojen dağıtılmış serilerle çalışma imkanı sunarak, zaman serilerinin hareketli ortalama bileşenleri söz konusu olduğunda önemli avantajlar sağlamaktadır (Phillips ve Perron, 1988: 336). Dickey-Fuller testinin bağımsızlık ve homojenlik varsayımlarına karşın bozulmaların zayıf bir şekilde bağımlı ve heterojen olarak dağılmasını mümkün kılmaktadır. Aslında PP test istatistikleri hata sürecinin daha az kısıtlayıcı olma özelliği olan Dickey-Fuller t-istatistiklerinin alternatifi niteliğindedir (Enders, 1995: 239).

En küçük kareler yöntemi için oluşturulan regresyon denklemleri (4.7) ve (4.8)'de sunulmaktadır (Phillips ve Perron, 1988: 338).

$$y_t = \hat{\mu} + \hat{\alpha} y_{t-1} + \hat{u}_t \tag{4.7}$$

$$y_t = \tilde{\mu} + \tilde{\beta}\left(t - \frac{1}{2}T\right) + \tilde{\alpha} y_{t-1} + \tilde{u}_t \tag{4.8}$$

Denklemlerde yer alan $(\hat{\mu}, \hat{\alpha})$ ve $(\tilde{\mu}, \tilde{\beta}, \tilde{\alpha})$ geleneksel en küçük kareler yönteminin regresyon katsayılarını ifade etmektedir. T ise gözlem sayısını göstermektedir.

Dickey-Fuller'de olduğu gibi PP test istatistiğinin de kritik değerlerden küçük olması yokluk hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Teste ilişkin sınamalar gerçekleştirilirken sabitli model, sabitli ve trendli model ile sabitsiz ve trendsiz model kullanılabilmektedir. Asimptotik dağılımların aynı olması nedeniyle bu testte de MacKinnon (1996) kritik değerleri kullanılmaktadır. Yalnızca gecikme uzunluğu tespit edilirken farklı yöntem ve stratejilerin varlığı söz konusudur (Mert ve Çağlar, 2019: 101).

4.3. Vektör Otoregresif Modeller (VAR)

Parasal aktarım mekanizmasına dair süreçlerin analiz edilmesi açısından VAR modeli uygun bir yöntemdir. Bunun nedeni analize dahil edilen değişkenlerin birbirleri ile olan etkileşimlerinin daha net bir şekilde yorumlanabilmesidir. Böylece seçilen zaman aralığı için uygulanan para politikalarının sayısal veriler yardımıyla daha anlaşılır olduğu düşünülmektedir.

VAR modeli farklı zaman serilerinin arasındaki karşılıklı ilişkilerin analiz edilmesinde oldukça yararlı bir başlangıç noktası durumundadır. İlişkilerin tek değişkenli otoregresif modellerin genişletilmiş versiyonu olması bakımından alternatif yöntem olarak tanımlanmıştır. Bunun nedeni ise içsel ve dışsal olarak ayrılan değişkenlerin bu ayrıma tabi tutulmadan modelin uygulanmasıdır (Maddala, 1992: 578). Zaman serileri ile ilgili olan bu yaklaşımı ilk olarak Sims ortaya atmıştır. Ona göre büyük modellerin fazla kısıtlama içermeleri nedeniyle tüm değişkenlerin içsel olarak değerlendirilmesi mümkündür (Sims, 1980: 14-15).

Bir değişkenin dışsal değişken olup olmadığı konusunda kesinlik olmadığında, transfer fonksiyonu analizinin normal ve doğal bir uzantısıymış gibi her değişkenin simetrik kabul edilmesi gerekmektedir. İki değişkenin olduğu modelde $\{y_t\}$ zaman serisinin, $\{z_t\}$ dizisinin var olan ve geçmiş gelişmelerinden etkilendiği bir durum ile $\{z_t\}$ zaman serisinin aynı zamanda $\{y_t\}$ zaman serisinin mevcut ve geçmiş gelişmelerinden etkilenmesi söz konusudur. İki değişkenli basit sistem ve matrisi formülle açıklanacak olursa (4.9), (4.10), (4.11), (4.12) ve (4.13) no'lu denklemler bu formülleri yansıtmaktadır (Enders, 1995: 294-295).

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \tag{4.9}$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \tag{4.10}$$

(4.9) ve (4.10) numaralı denklemlerin matris gösterimleri (4.11) no'lu denklem yardımıyla sunulmaktadır.

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{yt} \\ e_{zt} \end{bmatrix} \tag{4.11}$$

Denklem (4.12) ve (4.13) yardımıyla sunulmaktadır.

$$y_t = \alpha_{10} + \alpha_{11} y_{t-1} + \alpha_{12} z_{t-1} + \varepsilon_{1t} \tag{4.12}$$

$$z_t = \alpha_{20} + \alpha_{21} y_{t-1} + \alpha_{22} z_{t-1} + \varepsilon_{2t} \tag{4.13}$$

Vektör Otoregresif Modeller ile eş anlı denklem sistemlerinin karmaşıklığının giderilmesi avantaj yaratmaktadır. Yani herhangi bir kısıt olmadan yapısal modelin dinamiklerinin yorumlanabilmesi zaman serileri bakımından kolaylık sağlamaktadır. VAR modellerinde katsayıların yorumlanması güç olduğundan ve değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkisi açıklanmak istendiğinden etki-tepki analizi, varyans ayrıştırma işlemi veya Granger nedensellik analizi bu konuda yardımcı olmaktadır (Mert ve Çağlar, 2019: 215).

4.4. Etki-Tepki Analizi

VAR modelinin tahmin edilmesinin ardından elde edilen artıkların analizi yapılabilmektedir. Bu artıkların tahmini aynı zamanda geleceğe dair yorumlama imkânı da vermektedir. Etki tepki fonksiyonları ile bir değişkene verilen bir birimlik standart sapmalık şokun diğer değişkende nasıl bir etki yarattığı ölçümlenebilmektedir (Lütkepohl ve Saikkonen, 1997: 127-157; Recep ve Bozkurt, 2006: 5).

Birinci dereceden ve iki değişkenli olan (4.12) ve (4.13) no'lu denklemleri içeren VAR modelinin matrisi (4.14) no'lu veya (4.15) no'lu denklemler yardımıyla sunulmaktadır. (4.16), (4.17), (4.18) ve (4.19) no'lu denklemler ise hareketli ortalamaya giden formülleri göstermektedir (Enders, 1995: 305-306).

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{t1} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \tag{4.14}$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} e_{1t-1} \\ e_{2t-1} \end{bmatrix} \tag{4.15}$$

(4.15) no'lu denklemin ε_{yt} ve ε_{zt} cinsinden ifadesi (4.16) no'lu denklem yardımıyla sunulmaktadır.

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = [1/(1 - b_{12}b_{21})] \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (4.16)$$

(4.15) ve (4.16) no'lu denklemlerin birleştirilmiş hali (4.17) no'lu denklemde gösterilmektedir.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y}_t \\ \bar{z}_t \end{bmatrix} + [1/1 - b_{12}b_{21})] \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^{i} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (4.17)$$

Daha basit bir hale indirgenmiş olarak ise (4.18) no'lu denklemde sunulmaktadır.

$$\emptyset_i = \left[A_1^i/(1 - b_{12}b_{21})\right] \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \quad (4.18)$$

(4.15) ve (4.16) no'lu denklemlere ait hareketli ortalama gösterimi (4.19) no'lu denklem yardımıyla gösterilmektedir.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \emptyset_{11}(i) & \emptyset_{12}(i) \\ \emptyset_{21}(i) & \emptyset_{22}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt-i} \\ \varepsilon_{zt-i} \end{bmatrix} \quad (4.19)$$

Enders (1995) hareketli ortalamanın y_t ve z_t serileri arasındaki etkileşimin anlaşılabilmesi için faydalı bir araç niteliğinde olduğunu belirtmiştir. $\emptyset'$nin katsayıları ε_{yt} ve ε_{zt}'nin şoklarının y_t ve z_t serilerinin zaman yolu üzerindeki etkilerini oluşturmak için kullanılabilmektedir. Denklemden de görüldüğü üzere dört öğenin $\emptyset_{jk}(0)$ 'nin etki çarpanları olduğu açıktır. Örneğin $\emptyset_{j2}(0)$, ε_{zt}'deki bir birimlik değişimin y_t üzerindeki etkisini göstermektedir. Aynı şekilde $\emptyset_{11}(1)$ ve $\emptyset_{12}(1)$ sırasıyla ε_{yt-1} ve ε_{zt-1}'in bir birimlik değişimlerinin y_t üzerindeki tepkileridir. Bir periyod güncellemesinde de $\emptyset_{11}(1)$ ve $\emptyset_{12}(1)$ ε_{yt} ve ε_{zt}'in bir birimlik değişimlerinin y_{t+1} üzerindeki etkilerini göstermektedir. Bu dört katsayı seti olan $\emptyset_{11}(i), \emptyset_{12}(i), \emptyset_{21}(i)$ ve $\emptyset_{22}(i)$ etki tepki fonksiyonları olarak adlandırılmaktadır.

4.5. Varyans Ayrıştırması Analizi

Varyans ayrıştırmasında, VAR modelinde belirlenen bağımlı ve bağımsız değişkenlerin varlığı altında bağımsız değişkenlerde meydana gelen şoklara karşılık

bağımlı değişkende kendi şokları nedeniyle ortaya çıkan hareketlerin oranı görülmektedir. Yani modelde yer alan değişkenler için yapılan varyans ayrıştırmasında gerçekleşecek olan değişimlerin yüzdesel olarak kendisi ve diğer değişkenler tarafından açıklanma oranı ortaya konulmaktadır.

Bu durum bir örnek yardımıyla açıklanacak olursa $x_{t+1} = A_0 + A_1 x_i + e_{t+1}$ denkleminde A_0 ve A_1'in katsayılarının tahmin edilmeye çalışılması x_t ve x_{t+i}'in gözlemlenen değerine bağlıdır. x_{t+1}'in koşullu beklentisi (4.20) no'lu denklemde gösterilmektedir. (4.21), (4.22), (4.23), (4.24), (4.25) ve (4.26) no'lu denklemler de ilgili örnek üzerinden detaylı formülleri içermektedir. Formüllerin açıklamaları beraberinde sunulmaktadır (Enders, 1995: 310-311).

$$E_t x_{t+1} = A_0 + A_1 x_t \tag{4.20}$$

Tahmin hatası ise $x_{t+1} - E_t x_{t+1} = e_{t+1}$'dir. İki periyod sonra ise (4.21) no'lu denklem ile gösterilmektedir.

$x_{t+2} = A_0 + A_1 x_{t+1} + e_{t+2}$'den $x_{t+2} = A_0 + A_1(A_0 + A_1 x_t + e_{t+1}) + e_{t+2}$ (4.21)

İki periyod sonraki dönem için koşullu beklentiler denklem (4.22)'deki gibi tahmin edilmektedir.

$$E_t x_{t+2} = (I + A_1)A_0 + A_1^2 x_t \tag{4.22}$$

İki periyod sonraki tahmin hatası $e_{t+2} + A_1 e_{t+1}$, n dönem sonraki tahmin hatası ise $e_{t+n} + A_1 e_{t+n-1} + A_1^2 e_{t+n-2} + \cdots + A_1^{n-1} e_{t+1}$ olacaktır. Bu tahmin hatası genel olarak denklem (4.23)'deki gibi ifade bulmaktadır.

$$x_{t+n} = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \emptyset_i \, \varepsilon_{t+n-i} \tag{4.23}$$

$\{y_t\}$'nin n dönem sonraki hata tahminine ait denklem ise (4.24) no'lu denklem yardımıyla sunulmaktadır.

$$y_{t+n} - E_t y_{t+n} = \emptyset_{11}(0)\varepsilon_{yt+n} + \emptyset_{11}(1)\varepsilon_{yt+n-1} + \cdots + \emptyset_{11}(n-1)\varepsilon_{yt+1} + \emptyset_{12}(0)\varepsilon_{zt+n} + \emptyset_{12}(1)\varepsilon_{zt+n-1} + \cdots + \emptyset_{12}(n-1)\varepsilon_{zt+1} \quad (4.24)$$

y_{t+n}'nin n dönem sonraki tahmin hatası varyansının $\sigma_y(n)^2$ $o$lduğu kabul edildiğinde (4.25) no'lu denklem elde edilmektedir.

$$\sigma_y(n)^2 = \sigma_y^2[\emptyset_{11}(0)^2 + \emptyset_{11}(1)^2 + \ldots + \emptyset_{11}(n-1)^2] + \sigma_z^2[\emptyset_{12}(0)^2 + \emptyset_{12}(1)^2 + \ldots + \emptyset_{12}(n-1)^2] \quad (4.25)$$

$\emptyset_{jk}(i)^2$'nun tüm katsayı değerlerinin negatif olmaması, n yani dönem arttıkça tahmin hatası varyansının da artmasına neden olmaktadır. Şokların her birinden dolayı n dönem sonra tahmin hata varyansının ayrıştırılmasına dikkat edilmelidir. Sırasıyla $\sigma_y(n)^2$varyansındaki $\in_{yt}$ ve $\in_{zt}$ serilerindeki şoklardan kaynaklanan oranlar (4.26) no'lu denklem yardımıyla sunulmaktadır.

$$\frac{\sigma_y^2[\emptyset_{11}(0)^2 + \emptyset_{11}(1)^2 + \ldots + \emptyset_{11}(n-1)^2]}{\sigma_y(n)^2}$$

ve (4.26)

$$\frac{\sigma_z^2[\emptyset_{12}(0)^2 + \emptyset_{12}(1)^2 + \ldots + \emptyset_{12}(n-1)^2]}{\sigma_y(n)^2}$$

Tahmin hatası varyans ayrıştırması bir seride meydana gelen değişimlerin, diğer değişkene yönelik şoklara karşın kendi şoklarından kaynaklanan oranı hakkında bilgi vermektedir.

4.6. Granger Nedensellik Analizi

Granger 1969 yılında yapmış olduğu çalışmasında değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkilerinin yönü ve nedensellik bağları ile ilgili bazı sonuçlara ulaşmıştır. Bir değişkenin mevcut dönemdeki değerinin yorumlanmasında diğer bir değişkenin gecikmeli değerinin katkı sağlaması iki değişken arasındaki nedensellik bağının bir göstergesi niteliğindedir. Mesela X_t ve Y_t'nin iki değişken olduğu varsayıldığında, kurulan modelde Y_t değişkeninin gecikmeli değeri ile birlikte X_t değişkeninin gecikmeli değeri de oluşturulan modele dahil edildiğinde modelin açıklama gücü

artıyorsa 'X_t, Y_t'nin Granger nedenidir' denilebilmektedir (Mert ve Çağlar, 2019: 339-340). X_t ve Y_t sıfır ortalamalı ve durağan iki zaman serisine ait basit nedensellik modeli (4.27) no'lu denklem yardımıyla gösterilmektedir (Granger, 1969: 431).

$$X_t = \sum_{j=1}^{m} a_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^{m} b_j Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$Y_t = \sum_{j=1}^{m} c_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^{m} d_j Y_{t-j} + \eta_t \qquad (4.27)$$

ε_t ve η_t hata terimleri ak gürültülü seriler olmasının yanında birbirleri ile ilişkileri yoktur. Yani tüm t ve s için $E[\varepsilon_t \varepsilon_s] = 0 = E[\eta_t \eta_s], t \neq s$ ve $E[\varepsilon_t \varepsilon_s] = 0$'dir. (4.27) no'lu denklemde m sonsuza eşit olmasına rağmen var olan seriye göre sonlu ve zaman serisinden daha kısa olabilmektedir. Nedensellik tanımına göre b'lerin sıfır olmadığı durumda Y_t, X_t'nin nedenidir. Benzer olarak c'lerin sıfır olmadığı durumda X_t, Y_t'nin nedenidir. Bu iki olay birlikte meydana gelirse X_t ve Y_t arasında geri bildirim ilişkisi olduğu söylenebilecektir. Daha genel ifade ile anlatılacak olursa (4.28) no'lu denklem yardımıyla açıklanmaktadır (Granger, 1969: 431).

$$X_t + b_0 Y_t = \sum_{j=1}^{m} a_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^{m} b_j Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$Y_t + c_0 X_t = \sum_{j=1}^{m} c_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^{m} d_j Y_{t-j} + \eta_t \qquad (4.28)$$

VAR modeli kapsamında yapılan etki-tepki analizleri, varyans ayrıştırma ve Granger nedensellik analizi sonuçları Model I ve Model II olarak ayrı ayrı sunulmuştur. Elde edilen sonuçlar 4.7. ve 4.8. numaralı bölümlerde detaylarıyla açıklanmıştır.

4.7. Banka Kredi Kanalı Uygulama Sonuçları-Model I

Bu bölümde öncelikle parasal aktarım mekanizmalarından biri olan ve çalışmanın asıl konusunu oluşturan banka kredi kanalına dair hem yerli hem de yabancı literatür sunulmaktadır. Ardından bu kanalın işlerliğinin araştırıldığı ekonometrik analizin sonuçları paylaşılmaktadır.

4.7.1. Banka Kredi Kanalına İlişkin Yabancı ve Yerli Literatür

Yerli ve yabancı literatür incelendiğinde Türkiye'nin ve diğer ülkelerin ekonomilerine dair yapılmış birçok araştırmaya rastlanmaktadır. Özellikle parasal aktarım mekanizmalarının merak konusu olduğu bu araştırmalar içerisinde banka kredi kanalı önemli bir yer tutmaktadır. Bunun nedeni ise ülkelerin uyguladıkları para politikalarında kredilerin büyük oranda etkili olmasıdır. Banka kredi kanalının etkinliğinin tespit edilebilmesi için kullanılan değişkenler arasında farklı nedensellik ilişkileri görülmektedir. Bu nedensellik ilişkilerine dair araştırma sonuçları Tablo 44 ve Tablo 45 yardımıyla sunulmaktadır.

Tablo 44. Yabancı Literatür-Banka Kredi Kanalı

Yazar	**Sonuç**
Bernanke & Blinder, 1990	ABD ekonomisinde kredi kanalının işleyişinin tespiti için yapılan çalışmada parasal aktarım mekanizmasında banka kredi kanalının etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Kashyap & Stein, 1997	ABD ekonomisi için yapılan bir başka çalışmada para politikası aktarımının banka kredi kanalına güçlü destek sağladığına yönelik bulgulara ulaşılmıştır.
Romer & Romer, 1993	Çalışmada sıkı para politikasının bankaların borç verme kabiliyetleri üzerindeki orantısız etkisinin parasal aktarım mekanizmasından ziyade büyük ölçüde FED'in banka kredilerini azaltma amacıyla bağdaştığı tespit edilmiştir.
Oliner &	ABD imalat sektörü verileri kullanılarak toplam kredi arzı

Rudebusch, 1996	üzerinden işleyen bir para politikası uygulamasının kredi kanalı üzerindeki etkisinin araştırıldığı çalışmada kredi kanalının varlığı tespit edilmiştir.
Kishan & Opiela, 2000	ABD'de 13.042 tane ticari banka üzerine yapılan çalışmada varlık büyüklüğünün yetersiz olan bankaların sıkı para politikaları uygulandığında fon toplama zorlukları yaşadığı tespit edilmiştir.
Safaei & Cameron, 2003	Kanada ekonomisi için yapılan çalışmada elde edilen bulgular sonucunda parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalını destek nitelikte olduğu saptanmıştır. Buna ek olarak gerçek kişilere verilen kredilerin kısa dönemde reel çıktıda değişime neden olurken işletmelere verilen kredilerin etkisiz kaldığı tespit edilmiştir.
Suzuki, 2004	Japonya için yapılan bir çalışmada kullanılan data seti ile oluşturulan üç hipotez sınanmıştır. Elde edilen sonuçlar kredi kanalının hem ödünç verme hem de bilanço kanalı yoluyla işlediği yönündedir.
Thangavelu & Jiunn, 2004	Avustralya için yapılmış olan çalışmada ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişki banka ve piyasa temelinde incelenmiştir. Elde edilen bulgular ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik olmamasının yanı sıra ekonomik büyümeden finansal aracılara doru bir nedensellik olduğu yönündedir.
Hülsewig vd., 2006	Almanya için yapılan çalışmada yaşanan kredi şokunun hem kredi arzını hem de çıktı seviyesini düşürdüğü ortaya konulmuştur. Aynı zamanda faiz oranlarındaki artışın kredi talebini düşürerek dip seviyeye getirdiği tespit edilmiştir.
Iacoviello & Minetti, 2008	Finlandiya, Almanya, Norveç ve İngiltere ekonomilerinde kredi kanalının işlerliğini analiz etmek için yapılan çalışmada ülkeler genelinde kredi kanalının var olduğu tespit edilmiştir.
Sunde, 2013	Namibya ekonomisi için yapılan çalışmada kredileri de içeren finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgular ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu yönündedir.

Murthy & Samantaraya, 2014	Hindistan için yapılan çalışmada oluşturulan üç ayrı endekste ekonomik faaliyetler ile finansal gelişme ilişkisi araştırılmıştır. Üçüncü ve en geniş kapsamlı endeksten elde edilen sonuçlara göre ekonomik faaliyetten finansal büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmaktadır.
Ciccarelli vd., 2015	Euro Bölgesi ve ABD için yapılan çalışmada kredi kanalının hane halkları, firmalar ve bilançolar üzerinden GSYİH ve fiyatlar genel seviyesini etkilemekte olduğu tespit edilmiştir.
Macit, 2018	Yapılan çalışmada E7 ülkeleri çerçevesinde Amerikan Merkez Bankası'nın 2008 yılından sonra politika değişikliğine gitmesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde kredi kanalının işleyişini incelenmiştir. E7 ülkelerinde banka kredi kanalının bir şekilde etkin çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.
Ismail vd., 2019	Malezya ekonomisi yapılan çalışmada ekonomik büyüme ile kredileri de içeren finansal gelişme değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik içermekte olup ekonomik gelişmenin finansal gelişme için önemli olduğunu göstermektedir.
Li vd., 2021	Çin ekonomisi için parasal aktarım mekanizmalarının varlığının araştırıldığı çalışmada kredi kanalının rolü kademeli olarak azalsa bile ortalamaya bakıldığında yüzde 42 oranla en önemli kanal olduğu tespit edilmiştir.

ABD ekonomisinde 1959 yılı ocak ayı ve 1989 yılı aralık ayı dönemleri için kredi kanalının işlerliği VAR modeli yardımıyla araştırılmıştır. Sonuçlar para politikasının banka varlıklarının bileşimini kısmen etkilediği yönündedir. Sıkı para politikası uygulaması krediler üzerinde çok az etkili olmakta ve banka menkul kıymetlerinin kısa vadede satılmasına neden olmakla birlikte bankaların kredi arzlarını kısmaları piyasada hissedilebilmektedir. Borçluların bir kısmı krediye bağlı yaşadığından azalan kredi arzı ekonomiyi olumsuz etkileyebilmektedir. Para politikası yeniliklerine kredileri ve işsizliğin aynı zamanda tepki vermesi ise kanalın işlerliğinin kanıtı niteliğindedir. Yani krediler dolaylı olarak işsizliğe neden

olmaktadır . ABD'de ticari bankalar üzerinde 1976-1993 dönemlerini baz alan bir çalışmada para politikasının borç verme davranışları üzerindeki etkisinin daha az likit bilançoya sahip olan bankalar üzerinde belirgin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylece kredi kanalının parasal aktarım mekanizması sürecinde işlerliği olduğu belirtilmiştir (Kashyap ve Stein, 1997). ABD için yapılan bir çalışmada gerçekleşen parasal sıkılaşmanın parasal aktarım mekanizmasından ziyade FED'in banka kredilerini kısma isteği nedeniyle olduğu iddia edilmiştir. Ülkede sıkı para politikası uygulaması sonrasında sürekli faizler artmış ancak kredi arzı bu nedenle azalmamıştır. Arzda yaşanan azalmanın nedeni ise FED'in bankaların rezerv ihtiyaçları, ahlaki teşvik veya açık kredi kontrolleri gibi uygulamalar yapmasıdır (Romer ve Romer, 1993). ABD imalat sektörü verilerinin baz alındığı bir çalışmada 1958 ve 1992 yıllarının son çeyrekleri arasındaki dönem araştırılmıştır. 7000 adetten fazla imalat şirketinden oluşan bir örneklem üzerinden gerçekleştirilen analiz sonucunda parasal bir sıkılaşma sonrasında küçük firmaların dış finansman bulmada sorun yaşarken aksine büyük firmalar için bir değişikliğe neden olmadığı tespit edilmiştir (Oliner ve Rudebusch, 1996).

ABD'de 13,042 ticari bankanın örneklem olarak seçildiği bir çalışmada 1980 yılı ocak ayı ve 1995 yılı nisan ayı arası dönem araştırılmıştır. Genel olarak kredi kanalının ve özel olarak banka kredi kanalının para politikasının etkisi ve yürütülmesi üzerine önemli etkilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Bankaların varlık büyüklüğünün ve sermayesinin sıkı para politikası esnasında fon toplama ve kredi büyümesi kabiliyetini etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır (Kishan ve Opiela, 2000). Kanada için 1956:1 ve 1997:2 arası dönem için yapılan çalışmada reel gayrisafi yurtiçi hasıla, tüketici fiyat endeksi, para tabanı, nominal kısa vadeli faiz oranı, dar tanımlı para stoku, kişilere verilen krediler, işletmelere verilen krediler ve toplam banka kredileri değişken olarak tercih edilmiştir. Yapısal VAR modeli kullanılan çalışmaya göre parasal aktarım mekanizması kredi kanalı görüşünü desteklemektedir. Ayrıca kişilere verilen kredilerin kısa vadede reel çıktıyı etkilerken işletmelere verilen kredilerin etkisiz kaldığı da bulgular arasındadır (Safaei ve Cameron, 2003).

Japonya için yapılan bir çalışmada kredi kanalının işlerliği araştırılmıştır. 1981 ve 2000 yılları arası dönem baz alınarak sanayi üretimi, tüketici fiyat endeksi,

Japon Merkez Bankası gecelik faiz oranı, para tabanı, döviz kuru, emtia endeksi, ABD faiz oranı, banka kredileri, banka kredileri faiz oranı değişkenler olarak tercih edilmiştir. Üç hipotezin test edildiği analizin sonuçlarına göre bilanço kanalının kredi kanalından daha etkin bir şekilde işlemekte olduğu bulgusuna ulaşılmıştır (Suzuki, 2004). Avustralya için 1960-1999 yılları arası çeyreklik veriler kullanılarak yapılan çalışmada ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Bu araştırma için VAR modeli tercih edilmiş ve Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Analizde yer alan değişkenler; kişi başına reel GSYİH, özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı, yerel bankaların reel GSYİH'ye oranı ve özkaynak cirolarının GSYİH'ye oranıdır. Elde edilen bulgular ise ekonomik büyümeden finansal aracıların gelişimi yönünde nedenselliğin var olmasına rağmen ekonomik büyümeden finansal piyasalara doğru bir nedensellik olmadığı yönündedir (Thangavelu ve Jiunn, 2004). Almanya için yapılan çalışmada 1991 yılının ilk çeyrek dönemi ve 2003 yılının ikinci çeyrek dönemi baz alınmıştır. Çıktıyı ifade eden reel GSYİH, fiyat seviyesi için TÜFE, merkez bankası kısa vadeli faiz oranları, banka kredileri toplamı, kredi faiz oranı ve kredi faiz oranı ile kısa vadeli faiz oranı farkı değişken olarak tercih edilerek VAR yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar bir para politikası şoku sonrasında kredi arzının kısılması ile çıktıda meydana gelen düşüş ve faizlerdeki artışla birlikte kredi talebindeki azalmayı göstermektedir. Kredi arzındaki azalış hemen gerçekleşmeye başlayarak sonunda dibe vurmakta iken kredi talebindeki düşüş kademeli de olsa daha ısrarcı görünmektedir (Hülsewig vd., 2006).

Finlandiya, Almanya, Norveç ve İngiltere ekonomilerinde kredi kanalının etkinliğinin araştırıldığı çalışmada reel GSYİH, tüketici fiyat endeksi, para piyasası kısa dönem faiz oranı, reel konut fiyatları, bankalar ve diğer finans kuruluşları tarafından verilen reel konut kredileri, bankalar tarafından verilen reel toplam krediler, ipotek oranı gibi değişkenler tercih edilmiştir. VAR modelinin kullanıldığı analizde ülkelerde genel olarak kredi kanalının varlığı tespit edilmiştir. Buna ek olarak konut finansmanının etkinliği ve ipotek sağlamada aktif olan kurumların türleri arasında net ilişki bulunmuştur (Iacoviello ve Minetti, 2008). Namibya için 1990 ve 2011 yılları arası çeyreklik veriler kullanılarak yapılan çalışmada reel GSYİH, kişi başına düşen reel GSYİH, finans sektörü tarafından özel sektöre

kullandırılan krediler ve M2 para arzı değişkenleri tercih edilmiştir. Granger nedensellik analizi varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizlerinin yapıldığı çalışmada ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Elde edilen bulgular sonucunda finans sektörü gelişiminin ekonomik büyüme gerçekleştiğinde ortaya çıktığı belirtilmiştir (Sunde, 2013). Hindistan için yapılan çalışmada 1951-52 ile 2011-12, 1982-83 ile 2011-12 ve 1990-91 ile 2011-12 yılları arası üç ayrı dönem ve dönemlere ait oluşturulmuş endekslerden oluşmaktadır. Ekonomik faaliyetler ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada eşbütünleşme ve VECM analizleri kullanılmıştır. Finansal yenilik oranı, m3 para arzının m2 para arzına oranı, GSYİH'nin yüzdesi olarak m3 para arzı ve GSYİH'nin yüzdesi olarak banka kredileri, Bombay Borsasının piyasa kapitalizasyon oranı, net faiz oranı marjı, genel giderler ve finansal firmaların devir oranı ve GSYİH değişken olarak kullanılmıştır. Üçüncü ve en geniş kapsamlı endeksten elde edilen sonuçlar ekonomik faaliyetten finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğu yönündedir (Murthy ve Samantaraya, 2014). Euro bölgesi için 1992:3 ve 2013:1 dönemlerini, ABD için 2002:4 ve 2013:1 dönemlerini kapsayan çalışmada VAR modeli yardımıyla kredi kanalının etkinliği tahmin edilmiştir. Reel GSYİH, gecelik para piyasası faiz oranı ve fiyatların makroekonomik değişken olarak kullanıldığı iki model sonucunda kredi kanalının etkin olmasının yanı sıra para politikası şokunun hane halkı, firma ve banka bilançoları aracılığıyla GSYİH ve enflasyon üzerinde güçlü hissedilmesine neden olduğu tespit edilmiştir (Ciccarelli vd., 2015).

2008:1 ve 2017:9 arası dönemin baz alındığı çalışmada ABD Merkez Bankası'nın 2008 yılından sonra gittiği politika değişiklikleri E7 ülke grubu çerçevesinde incelenmiştir. Sanayi üretimi, kısa vadeli faiz oranı, özel sektöre verilen krediler, banka mevduatları, para piyasası araçları ve oynaklık endeksinin (Volatility Index-VIX) değişken olarak tercih edildiği analizde VAR modeli uygulanmıştır. 2008 yılı sonrasında ABD'de uygulanan genişlemeci para politikası gelişmekte olan ülkelerde yarattığı baskı ile banka kredi kanalının farklı bir mekanizma ile çalışmasına neden olmuştur. ABD'nin finansal baskısı ile ulusal faiz oranlarındaki değişim reel hasıla üzerinde etkin bir araç olabilmesi fikrini ortaya çıkarmıştır

(Macit, 2018). 1984-2013 yılları arası dönemde Malezya için yapılan çalışmada Johansen eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Reel GSYİH, özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı, mevduatların GSYİH'ye oranı, likit borçların GSYİH'ye oranı, kredi-mevduat marjı finansal gelişmenin göstergeleri olarak tercih edilmiştir. Ayrıca TÜFE ve kamu harcamalarının GSYİH'ye oranı da kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda ekonomik büyümenin tüm finansal gelişme değişkenleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir (Ismail vd., 2019). Çin ekonomisinde 2000-2019 yılları arasında parasal aktarım mekanizmalarının varlığının araştırıldığı çalışmada IRSVAR yöntemi kullanılmıştır. M2 para arzı, TÜFE, krediler, … gibi değişkenlerin yer aldığı analizin sonucunda yüzde 42 oranla kredi kanalını etkinliğinin diğer kanallara kıyasla halen baskın olduğu saptanmıştır (Li vd., 2021). Banka kredi kanalına dair yerli literatür çalışmaları Tablo 45 yardımıyla sunulmaktadır.

Tablo 45. Yerli Literatür-Banka Kredi Kanalı

Yazar	**Sonuç**
Kar & Pentecost, 2000	Türkiye'de kredileri de içeren finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin tespit edilmesi amacıyla yapılan çalışmada ekonomik büyümenin, finansal sektörün gelişimine destek olduğu tespit edilmiştir.
Çavuşoğlu, 2002	Türkiye için yapılan bir çalışmada 58 mevduat bankasının verileri dikkate alınmıştır. Kredi kanalının işlemediği yönünde bulgulara ulaşılmıştır.
Şengönül & Thorbecke, 2005	Yapılan çalışmada uygulanan daraltıcı para politikaları sonucunda likiditesi daha düşük olan bankaların daha fazla etkilendikleri sonucuna ulaşılmıştır.
Özçiçek, 2006	Banka kredi kanalının var olup olmadığının araştırıldığı çalışmada nedensellik ilişkisinin üretimden krediye doğru olduğu tespit edilmiştir. Böylece üretim miktarının kredi hacmini belirlediği vurgulanmıştır.

Öztürkler & Çermikli, 2007	Türkiye'de banka kredi kanalının işlediğini tespit etmek amacıyla yapılan çalışmada alınan para politikası kararlarından reel kredilere doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmuştur. Buna ek olarak reel krediler ile sanayi üretim endeksi arasında çift yönlü yani karşılıklı bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Kandır vd., 2007	Türkiye ekonomisi için yapılan çalışmada kredileri de içeren finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi araştırılmıştır. Elde edilen bulgular ise finansal gelişmişlik ekonomik büyümeyi desteklemezken ekonomik büyümenin finansal gelişmişliği desteklediği yönündedir.
Adanur Aklan & Nargeleçekenler, 2008	Türkiye'de kredi kanalının geçerliliğini araştıran bu çalışmada uygulamaya alınan para politikalarının bankaların kredi arzlarını arttırıp azaltmaları için zayıf etkileri bulunmaktadır.
Ceylan & Durkaya, 2010	Türkiye'de ekonomik büyüme ve krediler arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırıldığı çalışmada ekonomik büyümeden kredilere doğru tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.
Peker & Canbazoğlu, 2011	İki para politikası değişkeninin temel alındığı bu çalışmada banka kredi kanalının etkin olup olmadığı araştırılmıştır. Merkez Bankası'nın para arzını kontrol ettiği durumda kredi kanalının aktif bir şekilde işlediği tespit edilmiştir.
Özcan & Arı, 2011	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin tespit edilebilmesi amacıyla yapılan çalışmada ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Özdemir, 2012	Yapılan çalışmada Türkiye'deki bankacılık sektörü verileri kullanılmış ve VAR/VHD modeli ile analiz edilmiştir. Parasal aktarım mekanizması açısından değerlendirildiğinde banka kredi kanalının sınırlı etkisinin olduğu sonucunda varılmıştır.
Alkan, 2014	Kredi kanalının etkinliğinin araştırıldığı bu çalışmada etki-

	tepki analizleri ve varyans ayrıştırması işlemlerinin sonucunda kısmi işlerliğe sahip olduğu belirtilmiştir. Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünden dolayı banka kredi kanalının etkin çalıştığı vurgulanmıştır.
Tuna & Bektaş, 2013	Türkiye ekonomisinde mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi ve GSYİH arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi amacıyla yapılan analizde her iki değişken arasında herhangi bir nedensellik bulunamamıştır.
Çağlarırmak Uslu & Karahan, 2016	Bu çalışmada bankaların para politikası şoklarına karşı değiştirdikleri kredi arzlarının reel ekonomik faaliyetler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın ampirik sonuçlarına göre para politikaları kısa vadede reel ekonomi üzerinde ciddi etkiler yaratmaktadır. Yani Türkiye'de kredi kanalı işlemektedir.
Kaya, 2017	Türkiye'de kredi ve döviz kuru kanalının işleyişini konu alan çalışmada banka kredi kanalının kısmi olarak işlerken döviz kuru kanalının işlemediği tespit edilmiştir.
Tunalı & Onuk, 2017	Türkiye için yapılan ve banka kredilerinin de değişken olarak kabul edildiği çalışmada ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir.
Mirasedoğlu, 2017	Yapılan çalışmada banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde etkinliği tespit edilmeye çalışılmıştır. Uygulanan analiz neticesinde kredi kanalının kısmen etkin olduğu belirtilmiştir.
Demirci, 2017	Yapılan çalışmada imalat sektörü ile banka kredileri arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre finansal sektör reel sektöre göre şekil almaktadır.
Serel & Güvenoğlu, 2019	Türkiye'de kredi kanalının etkinliğinin belirlenmeye çalışıldığı bu çalışmada elde edilen bulgular kanalın işlediği yönündedir.
Şahbaz Kılınç &	Bu çalışmada faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin

Kılınç, 2020	özel sektörün kredi hacminde yarattığı değişim araştırılmıştır. Bu yolla banka kredi kanalının etkin çalışıp çalışmadığı tespit edilmek istenmiş ve etki-tepki analizleri ile mekanizmanın işlediği sonucuna ulaşılmıştır.
Günbegi & Karahan, 2021	Türkiye'de para politikası kararlarının etkin bir şekilde belirlenebilmesine destek olmak amacıyla yapılan çalışmada banka kredi kanalının aktif bir şekilde işlediği tespit edilmiştir. Buna göre uygulanacak olan para politikalarının banka kredi kanalı üzerinde etkili olması nedeniyle Merkez Bankası tarafından değerlendirilmesinin uygun olduğu belirtilmiştir.
Doğanalp, 2022	Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi ile ilgili olarak banka kredi kanalının etkinliğinin araştırıldığı çalışmada Türkiye ekonomisi açısından oldukça önemli bir kanal olduğu tespit edilmiştir.

Türkiye ekonomisi için 1963 ile 1995 yılları arası dönemin analiz edildiği araştırmada; m2 para arzının GSYİH'ye oranı, banka mevduat yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı, özel sektör alacaklarının GSYİH'ye oranı, özel sektör kredilerinin yurtiçi krediler içindeki payı, yurtiçi kredilerin GSYİH'ye oranı değişkenleri kullanılmıştır. Tüm değişkenlerin logaritmaları alındıktan sonra eşbütünleşme ve VECM analizleri uygulanmıştır. Elde edilen bulgulardan biri Türkiye'de finansal sektörün gelişimi için ekonomik büyümenin öncülük ettiği yönündedir (Kar ve Pentecost, 2000). 1988-1999 yılları arası dönemi baz alan bir çalışmada genelleştirilmiş momentler yöntemi kullanılmıştır. 58 bankaya ait verilerin kullanılarak yapılan ekonometrik analizde Türkiye ekonomisinde kredi kanalının varlığına dair bir bulguya rastlanılamamıştır (Çavuşoğlu, 2002). 1997-2001 yılları arası dönemi inceleyen bir çalışmada 60 bankaya ait 3240 aylık veri seti ile analiz yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre uygulanan daraltıcı para politikaları likiditesi daha düşük olan bankalarda kredi arzını daha fazla azaltmaktadır. Yani likiditesi yüksek olan bankalara kıyasla düşük olanların banka kredi kanalından daha fazla etkilendiği yönündedir (Şengönül ve Thorbecke, 2005).

GSYİH, GSYİH deflatörü, M1, mevduat bankalarının kredi hacmi ve vadesiz mevduat hacmi değişkenlerinin analize dahil edildiği bir çalışmada VAR modeli ve vektör hata düzeltme (VECM) yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre 1982 yılı sonrası dönem için para politikası uygulamalarının kredi arzı üzerinde çok kısa süreli etkinliği söz konusudur. Buna ek olarak GSYİH'de meydana gelen değişimler kredi hacminde değişimlere yol açmaktadır. Bu nedenle kredi hacminde oluşan artış veya azalışların talebe bağlı olarak gelişme gösterdiği saptanmıştır (Özçiçek, 2006). 1990-2006 yılları arası dönemi baz alan bir çalışmada nominal faiz oranı, sanayi üretim endeksi, toptan eşya fiyatı endeksi, M1 para arzı, para politikası şokları ve reel krediler değişkenler olarak belirlenmiştir. Bu değişkenlerin kullanıldığı analiz için VAR modeli tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre para politikası şoklarından reel kredi değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmuştur. Ayrıca reel kredi ve sanayi üretim endeksi arasında çift yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir. Bu iki sonuçtan hareketle faiz oranlarının Merkez Bankası tarafından bir para politikası aracı olarak kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır (Öztürkler ve Çermikli, 2007). 1988-2004 dönemi için yapılan çalışmada Türkiye'de ekonomik büyüme ve finansal gelişmiş arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çeyreklik verilerin kullanıldığı çalışmada Joahnsen eşbütünleşme analizi ve hata düzelme modeli yapılmış, ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Kandır vd., 2007). 1991 yılı ilk çeyrek ve 2001 yılı son çeyrek dönemleri arasında yapılan çalışmada 51 banka verisi dikkate alınarak kredi kanalının etkinliği araştırılmıştır. Faiz, enflasyon, GSYİH ve interaksiyon katsayısı değişkenleri ile oluşturulan modelde genelleştirilmiş momentler yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda uygulanan sıkı para politikalarının kredi arzı üzerinde sınırlı da olsa etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bankaların likidite seviyelerine göre değişen kredi arzının güçlü olmasa da banka kredi kanalının işlediğini teyit ettiğine dair bulgulara ulaşılmıştır (Adanur Aklan ve Nargeleçekenler, 2008).

1998-2008 yılları arası dönmede çeyreklik verilerle yapılan çalışmada yurtiçi kredi hacmi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki araştırılmıştır. Granger nedensellik analizi ve hata düzeltme modelinin kullanıldığı analizde; reel GSYİH,

ticari ve bireysel krediler, küçük esnaf kredileri ve konut kredileri değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda ekonomik büyümeden kredilere doğru tek yönlü bir nedensellik bulgusuna ulaşılmıştır (Ceylan ve Durkaya, 2010). 1990-2008 yılları arası dönemde kredi kanalının işlerliğinin araştırıldığı bir çalışmada M2 para arzı, bankalararası gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranı, mevduat bankalarının toplam mevduat, menkul ve kredileri, sanayi üretim endeksi ve tüfe değişkenleri analiz edilmiştir. VAR modeli ile tahmin edilen analiz sonucunda para arzının, gecelik faiz oranına göre daha etkin bir para politikası aracı olduğu saptanmıştır. Merkez Bankası aracılığıyla kontrol edilen para arzının kredi kanalı aktarım mekanizması sonucunda hem çıktı hacmini hem de enflasyonu kolay bir şekilde yönlendirmesi ile kredi kanalının etkin olacağı belirtilmiştir (Peker ve Canbazoğlu, 2011). 1998-2009 yılları arası dönemde üç aylık verilerin kullanıldığı çalışmada; reel GSYİH, mevduat, kalkınma ve yatırım bankalarının özel sektöre sağladığı kredi hacmi değişken olarak kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda ortaya çıkan nedensellik yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu tespit edilmiştir. Talep takipli hipotez görüşünün desteklendiği belirtilmiştir (Özcan ve Arı, 2011). 2010 ve 2012 yılı aralığını kapsayan bir çalışmada banka kredi kanalının etkin olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın analiz bölümünde belirtilen yıllar aralığındaki mevduat bankalarına ait veriler kullanılmıştır. Kredi, mevduat, menkul kıymet, faiz oranı, tüfe, sanayi üretim endeksi ve kur değişkenlerinden oluşan modelleme için Türkiye'de banka kredi kanalının en önemli aktarım kanalı olmadığı tespit edilmiştir (Özdemir, 2012). 1998-2012 yılları arası dönemde çeyreklik veriler kullanılarak yapılan analizde mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi ve GSYİH arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Zivot-Andrews bitim kök testi ile Gregory-Hansen eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik analizinin yapıldığı çalışmada her iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanılmamıştır (Tuna ve Bektaş, 2013).

2000-2014 yılları arasını kapsayan çalışmada sanayi üretim endeksi, zorunlu karşılıklar, M2 para arzı, toplam mevduat, bankalararası gecelik faiz oranı, TL kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı, toplam krediler, bankaların menkul stoklarının toplam varlıklarına oranı ve toptan eşya fiyat endeksi değişkenleri

kullanılmıştır. Bu değişkenler ile oluşturulan VAR modeli sonucunda etki-tepki analizinin bazı bulguları haricinde kredi kanalının kısmi olarak işlediği tespit edilmiştir (Alkan, 2014). 2002-2014 yılları arası dönemi aylık veriler ile analiz eden çalışmada tüfe, reel döviz kuru, sanayi üretim endeksi, gecelik para piyasası faiz oranı, özel sektör kredileri, toplam mevduat ve menkul kıymet değişkenleri yer almaktadır. VAR modeli ile yapılan analiz sonucunda Türkiye ekonomisinde banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerinde kısa vadede önemli bir etken olduğu belirtilmiştir (Çağlarırmak Uslu ve Karahan, 2016). 2003 yılı ocak ayı ve 2016 yılı aralık ayı dönemlerini kapsayan bir çalışmada Türkiye'de döviz kuru ve kredi kanalının işlerliği aylık veriler kullanılarak araştırılmıştır. VAR modeli kapsamında etki-tepki analizi, varyans ayrıştırması ve Granger nedensellik testleri sonucunda banka kredi kanalının kısmi olarak işlediği ve döviz kredi kanalının işlemediği sonucuna varılmıştır (Kaya, 2017).

2003-2015 yılları arası çeyreklik verilerin baz alındığı bir çalışmada kredilerin GSYİH'ye oranı, hisse senetleri hacminin GSYİH2ye oranı ve banka kredilerinin de GSYİH'ye oranı finansal gelişmişlik göstergeleri olarak kabul edilmiş reel GSYİH değişkeni de ekonomik büyümeyi temsilen model dahil edilmiştir. Granger nedensellik analizinin kullanıldığı çalışmada ekonomik büyümeden finansal gelişmişliğe doğru tek yönlü bir nedensellik bulgusu elde edilmiştir. Bu sonuç, reel sektörde meydana gelen büyümenin finansal sisteme olan talebi artırdığı şeklinde yorumlanmıştır (Tunalı ve Onuk, 2017). 2006 yılı ve 2017 yılının ayık verilerle analiz edildiği çalışmada banka kredi kanalının etkinliği tartışılmıştır. Bankalararası gecelik faiz oranı, bankacılık sektörünün toplam krediler, mevduatlar ve menkul değerleri, sanayi üretim endeksi ve TÜFE'nin değişken olarak belirlendiği araştırmada VAR modeli tercih edilmiştir. Sonuç olarak banka kredi kanalının kısmen işlediğine ulaşılmıştır (Mirasedoğlu, 2017). İmalat sektörü özelinde yapılan bir başka çalışmada ise 1999-2015 yılları arası aylık veriler dikkate alınarak finansal sektör ile reel sektör arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Johansen eşbütünleşme ve VECM analizlerinin yapıldığı çalışmada talep yönlü görüşü

destekler nitelikte finansal sektörün reel sektöre göre şekillendiği bulgusu elde edilmiştir (Demirci, 2017).

2011-2018 yılları arası dönemde aylık veriler ile yapılan çalışmada mevduat bankaları tarafından kamu sektörüne açılmış krediler, sanayi üretim endeksi, tüfe ve TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti değişkenleri kullanılmıştır. VAR modeli ile tahmin edilen sonuçlara göre Türkiye'de banka kredi kanalı işlediğine dair tespitlerde bulunulmuştur (Serel ve Güvenoglu, 2019). 2003 yılı ilk çeyrek ve 2018 yılı son çeyrek dönemleri için yapılan çalışmada tüfe, kısa vadeli faiz oranı, M2 para arzı, özel sektör kredileri, nominal efektif döviz kuru ve sanayi üretim endeksi değişkenleri tercih edilmiştir. VAR modeli ile incelenen dönem için faiz oranlarına gelen bir pozitif şokun etkisinin sanayi üretim endeksi ve özel sektör kredi hacminde uzun dönemde negatif etki yarattığı tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular nedeniyle de banka kredi kanalının etkin olduğu ve işlediği belirtilmiştir (Şahbaz Kılınç ve Kılınç, 2020). 2005-2019 yılları arası dönemin baz alındığı çalışmada M2 para arzı, kredi hacmi ve yatırım değişkenleri VAR modeli ile analize dahil edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre Türkiye'de banka kredi kanalı aktif bir şekilde işlemektedir. Yani uygulanan politikalar ile kredi kanalı mekanizması sonucunda reel ekonomi etkilenmektedir (Günbegi ve Karahan, 2021). 2004:Q1 ve 2021:Q3 dönemleri aralığını baz alan bu çalışmada para arzı, fiyatlar genel seviyesi, reel GSYİH, yurt içi kredi hacmi, borç verme faiz oranı ve döviz kuru değişkenleri kullanılarak VAR yöntemi ile bir analiz yapılmıştır. Yapılan analizin amacı banka kredi kanalının işlerliğinin ne kadar etkili olduğunun araştırılması yönünde olup kanalın Türkiye ekonomisi için oldukça önem arz ettiği tespit edilmiştir (Doğanalp, 2022).

4.7.2. Banka Kredi Kanalının İşleyişine İlişkin Ekonometrik Analiz

Tezin bu bölümünde Türkiye ekonomisinde uygulanan para politikaları çerçevesinde banka kredi kanalının işlerliği sınanmaktadır. Model-I olarak adlandırılan analize ait veri seti ve bulgular sonraki başlıklarda sırasıyla sunulmaktadır.

4.7.2.1. Analizin Metodolojisi

Zaman serisi şeklinde düzenlenen değişkenler için 2006:Q1-2021:Q2 dönemleri arası çeyreklik veriler kullanılmıştır. Parasal aktarım mekanizması banka kredi kanalının etkinliğinin test edilmesi amacıyla VAR analizi gerçekleştirilmiştir. Analize geçilmeden önce serilerin durağanlıkları veya birim kök içerip içermedikleri tespit edilmiştir. Durağanlık sınamaları için Genişletilmiş Dickey-Fuller ((Augmented Dickey-Fuller (ADF)) ve Philips-Perron birim kök testilerinden yararlanılmıştır (Dickey ve Fuller, 1981: 1057-1072; Phillips ve Perron, 1988: 339-344). Durağanlıklar tespit edildikten sonra en uygun gecikme uzunluğu işlemine geçilmiştir. Gecikme uzunluğu belirlenen modelin durağanlığı ve istikrarlı olup olmadığının önem taşıması nedeniyle bu işlemler sırasıyla gerçekleştirilmiş ve raporlanmıştır.

VAR modelinin karmaşık yapısı nedeniyle elde edilen çıktılar ve katsayılar tam olarak yorumlanamamaktadır. Bu nedenle değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti ve açıklamaları için varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri yapılarak daha detaylı bulgular elde edilmiştir. Yapılan tüm ekonometrik analizler için E-Views 10.0 programı kullanılmıştır.

4.7.2.2. Veri Seti

Parasal aktarım mekanizmalarının içerisinde önemli bir yeri olan ve çalışmanın konusunu oluşturan banka kredi kanalı çeşitli tarih aralıklarında literatürdeki araştırmalara konu olmuştur. Bu çalışmada da 2006Q1-2021Q2 arası dönem baz alınarak Model-I çerçevesinde banka kredi kanalının işlerliği araştırılmıştır. 2006 yılının başlangıç yılı olarak seçilmesinin nedeni Türkiye'de 2006 yılından itibaren bir para politikası stratejisi olarak açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi sonucunda daha şeffaf bir sisteme adım atılması ve böylece daha aktif bir Merkez Bankası varlığının yanı sıra 2006 yılı itibariyle daha sağlıklı verilere ulaşılabilmesidir. Bu nedenlerle o tarihlerden günümüze kadar olan süreçte yaşanan ekonomik meselelerin yorumlanabilmesi adına 2006 yılının ilk çeyreği ile verilerin tam olarak elde edilebildiği 2021 yılı ikinci çeyreği arası dönem araştırılmıştır. Çalışmada yer alan değişkenler Tablo 46 yardımıyla sunulmuştur.

Tablo 46. Model-I Veri Seti

Değişken adı	**Sembol**	**Kaynak**
Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (2009=100)	BÜYÜME ORANI	TÜİK
Ticari (TL Üzerinden Açılan) (Akım Veri, %), Tüketici Kredisi (TL Üzerinden Açılan) (İhtiyaç+Taşıt+Konut) (Akım Veri, %)	FAİZ	TCMB
Toplam Krediler (Milyon TL)	KREDİ	BDDK
M2 Kur Etkisinden Arındırılmış Para Arzı	M2	TCMB
Paranın Dolaşım Hızı	V2	TÜİK, TCMB

Analizi yapılan VAR modeline ait değişkenlerin seçiminde Mishkin'in 1996 yılında yapmış olduğu çalışması[35] temel alınmıştır. Toplam çıktıyı ifade eden BÜYÜME ORANI verisi bağımlı değişken olarak tercih edilmiş ve modele dahil edilmiştir. Bağımlı değişken olarak tercih edilmesinin nedeni uygulanan para politikaları sonucunda banka kredi kanalı aracılığıyla nasıl etkilendiğinin tespit edilmeye çalışılmasıdır. Mishkin'in çalışmasının yanı sıra Bernanke ve Blinder'in de yine VAR modeli ile 1988 yılında yapmış oldukları çalışma[36] banka kredi kanalı değişkenlerini içermektedir. Bu modelde banka rezervleri, tahviller, krediler, borçlar, mevduatlar, zorunlu karşılıklar gibi değişkenler dikkate alınmış ve kendi aralarında gruplandırılmıştır. Banka kredi kanalı kapsamında literatürde VAR modellerine dair temel alınan bir başka çalışma ise Suzuki'nin çalışması[37] olup bu çalışmalardan derlenen verilerle ekonometrik boyut tartışılmıştır.

Bu çalışmada yer alan FAİZ değişkeni, Merkez Bankası tarafından bir para politikası aracı olarak kullanılması nedeniyle bireysel ve ticari kredilere uygulanan faiz oranları şeklinde ayrı ayrı elde edilmiştir. Faiz oranları para politikasının kontrolü için bir araç niteliğinde olduğundan özellikle banka kredi kanalındaki yeri

[35] Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass, USA*, 5464.
[36] Bernanke, B. S., ve Blinder, A. S. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass, USA,* 2534.
[37] Suzuki, T. (2004). Is the Lending Channel of Monetary Policy Dominant in Australia?. *Economic Record*, *80*(249), 145-156.

önemlidir. Faiz oranlarının arttırılıp azaltılması sonucunda aktarım mekanizmasının şekil alması analizdeki temel değişkenlerden biri olmasını gerektirmektedir.

Toplam kredi değişkeni ise çalışmanın asıl konusunu oluşturan aktarım mekanizmasının temel verisi olması nedeniyle analizde yerini almıştır. Toplam krediler verisinin elde edilmesi için tüm bankacılık sektörüne ait TL ve YP veriler kullanılmıştır.

Bir diğer değişen olan M2'nin tercih edilmesinin sebebi ise bankaların kaydi para yaratma mekanizması sonucunda yarattığı vadesiz ve vadeli mevduatları içermesidir. Buna ek olarak para politikalarının genişleyici veya sıkılaştırıcı özelliği olmasının para arzı ile birebir bağlantılı olması bu değişkenin analizde yer almasını gerekli kılmaktadır.

Banka kredi kanalı çerçevesinde dolaşımda olan paranın analize katılması ile çalışmanın daha kapsamlı yorumlanabileceği düşünülmüştür. Dünyada ve Türkiye'deki parasal olguların değişim göstermesi bu değişkenin ekonomik açıdan önemini giderek arttırmıştır. Bu nedenle V2 paranın dolaşım hızının bir başka değişken olarak veri setine eklenmesi literatürdeki diğer çalışmalardan farklı bir araştırma olma özelliğini ortaya koymaktadır.

Yukarıda tüm değişkenlerin tanımı yapıldıktan sonra değişkenlere ait serilerin nasıl oluşturulduğu ve hangi kaynaklardan elde edildiği açıklanmıştır. Buna göre BÜYÜME ORANI değişkeni, GSYİH'nin mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış zincirlenmiş değişim oranı olarak çeyreklik veriler şeklinde TÜİK'ten elde edilerek derlenmiştir. FAİZ değişkeni ise TCMB'nin elektronik veri tabanı sistemi olan EVDS'den ticari krediler ve tüketici kredileri olarak akım veri halinde ve çeyreklik dönemler şeklinde elde edilmiştir. Bu her iki kredi türüne ait faiz oranları ağırlıklandırılarak çeyrek dönemlik değişimleri hesaplanmış ve yeni bir faiz verisi oluşturulmuştur. M2 para arzı değişkeni yine EVDS'den yararlanılarak kavramsal tutar endeksi şeklinde kur etkisinden arındırılmış olarak ve çeyreklik dönem değişimleri hesaplanarak analize dahil edilmiştir.

Toplam kredi değişkenine ait çeyreklik veriler için ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun elektronik veri tabanı sisteminden yararlanılmıştır. Elde edilen veri TCMB'nin açıklamış olduğu dinamik yöntem[38] ile kur etkisinden arındırılmış ve TÜFE ile reel hale getirilmiştir. Ardından dönemsel değişim oranları hesaplanarak analize dahil edilmiştir.

V2 değişkeni ise TÜİK'den elde edilen nominal GSYİH verisinin EVDS'den elde edilen M2 para arzı kavramsal tutar endeksine bölünmesi ile oluşturulmuştur. Elde edilen serinin çeyrek dönem değişim oranları hesaplanarak analize dahil edilmiştir.

Banka kredi kanalının etkinliğinin araştırılması için oluşturulan modelde BÜYÜME ORANI bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Böylece aktarım mekanizmasının toplam büyümeye olan etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu fonksiyonel yapıyı açıklayan ve Model-I için oluşturulan (4.29) no'lu denklem aşağıda sunulmuştur.

$$\text{BÜYÜME ORANI}_t = \beta_{1+}\beta_2 M2_t + \beta_3 FAİZ_t + \beta_4 KREDİ_t + \beta_5 V2_t + \varepsilon_t \quad (4.29)$$

4.29 no'lu denklemde BÜYÜME ORANI$_t$; reel Gayri Safi Yurtiçi Hasılayı, FAİZ$_t$; faiz oranını, KREDİ$_t$; kur etkisinden arındırılmış toplam reel kredi hacmini, M2$_t$; M2 para arzını, V2; paranın dolaşım hızını, ε_t; hata terimini ve t; zamanı ifade etmektedir. Modelde yer alan değişkenlere ait hipotezler aşağıda yer almaktadır.

4.7.2.3. Hipotezler

Banka kredi kanalının etkinliğinin ölçülebilmesi için M2 para arzı (M2), faiz oranı (FAİZ), toplam kredi hacmi (KREDİ), paranın dolaşım hızından (V2) oluşan bağımsız değişkenlerin tümünün hem birbirleri ile hem de reel GSYİH (BÜYÜME ORANI) ile olan ilişkisinin incelenmesi amacıyla hipotezler kurulmuştur. Her bir değişken için ayrı ayrı hipotezler oluşturulmuş olup ilk olarak bağımlı değişken olan BÜYÜME ORANI'na ait olanlar sunulmuştur:

[38] Dinamik Kur Yöntemi ile kur etkisinden ayırma işlemi için Kur+Etkisinden+Arındırma_+Teknik+Açıklama_+Final+-+BIS+(Ortalama+kur).pdf (tcmb.gov.tr) internet sayfasından yararlanılmıştır.

- ✓ $H_0 = M2$, BÜYÜME ORANI'*nın Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_1 = FAİZ$, BÜYÜME ORANI'*nın Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_2 = KREDİ$, BÜYÜME ORANI'*nın Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_3 = V2$, BÜYÜME ORANI'*nın Granger nedeni değildir*.

M2 para arzı değişkenine ait oluşturulan hipotezler aşağıda sunulmuştur:

- ✓ $H_4 =$ BÜYÜME ORANI, $M2'$*nin Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_5 = FAİZ, M2'$*nin Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_6 = KREDİ, M2'$*nin Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_7 = V2, M2'$*nin Granger nedeni değildir*.

FAİZ değişkenine ait oluşturulmuş olan hipotezler aşağıda sunulmuştur:

- ✓ $H_8 =$ BÜYÜME ORANI, $FAİZ'$*in Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_9 = M2, FAİZ'$*in Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_{10} = KREDİ, FAİZ'$*in Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_{11} = V2, FAİZ'$*in Granger nedeni değildir*.

KREDİ değişkenine ait oluşturulmuş olan hipotezler aşağıda sunulmuştur:

- ✓ $H_{12} =$ BÜYÜME ORANI, $KREDİ'$*nin Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_{13} = M2, KREDİ'$*nin Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_{14} = FAİZ, KREDİ'$*nin Granger nedeni değildir*.
- ✓ $H_{15} = V2, KREDİ'$*nin Granger nedeni değildir*.

V2 paranın dolaşım hızı değişkenine ait oluşturulan hipotezler aşağıda sunulmuştur:

- ✓ $H_{16} = \text{BÜYÜME ORANI}, V2'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_{17} = M2, V2'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_{18} = FAİZ, V2'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_{19} = KREDİ, V2'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$

Oluşturulan hipotezler değişkenlerin nedenselliklerine dair yapılan ekonometrik analizin bulgularını desteklemek ve ortaya koymak amaçlıdır. Bu nedenle analizin yöntemi açıklandıktan sonra elde edilen bulgular detaylı bir şekilde yorumlanmaktadır.

4.7.2.4. Analiz

Analizde yer alan değişkenlerin tümü her açıdan değerlendirilip analize hazır hale getirildikten sonra durağanlık sınamalarına geçilmiştir. VAR modeli için değişkenlerin tamamının durağan olması gerektiğinden ADF ve PP testleri yardımıyla durağanlıklarına ilişkin sonuçlara ulaşılmıştır.

Her iki test türü için de yokluk hipotezi 'Birim kök içermektedir' şeklinde kurulmuştur. Yani elde edilen olasılık değerlerinin kritik değerlerden küçük olması halinde H_0 hipotezi reddedilmiş ve birim kök olmadığına karar verilmiştir. Tam tersi durumda da birim kök olduğu ve H_0 hipotezinin reddedilemeyeceği kabul edilmiştir.

H_0: Birim kök vardır ve seri durağan değildir.

H_1: Birim kök yoktur ve seri durağandır.

Hipotezler kurulduktan sonra her iki test yardımıyla tüm değişkenlerin 'sabitli modelde', 'sabitli ve trendli modelde' ve 'sabitsiz ve trendsiz modelde' durağanlıkları sınanmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 47'de sunulmuştur.

Tablo 47. Model-I Durağanlık Test Sonuçları (PP ve ADF)

Philips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Değişkenler	Sabitli	Sabitli & Trendli	Sabitsiz & Trendsiz
BÜYÜME ORANI	-9,8668***	-9,8152***	-8,3836***
M2	-6,3939***	-6,4180***	-2,1120**
FAİZ	-5,2415***	-5,2328***	-5,2470***
KREDİ	-6,8579**	-6,9724***	-6,8830***
V2	-8,6744***	-9,7480***	-8,6739**
Not: '*' 0,10, '**' 0,05 ve '***' 0,01 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.			

Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Değişkenler	Sabitli	Sabitli & Trendli	Sabitsiz & Trendsiz
BÜYÜME ORANI	-9,8662***	-9,8126***	-8,3656***
M2	-6,3367***	-6,3540***	-1,2749
FAİZ	-5,2009***	-5,1987***	-5,2087***
KREDİ	-6,8541***	-6,9652***	-6,8792***
V2	-8,7205***	-9,7480***	-8,7185***
Not: '*' 0,10, '**' 0,05 ve '***' 0,01 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.			

Tablo 47'den de anlaşılacağı üzere Philips-Perron test sonuçları tüm değişkenlerin sabitli yapıda, sabitli ve trendli yapıda, sabitsiz ve trendsiz yapıda durağan olduklarını göstermektedir. Bu birim kök testi için bant genişliği Bartlett Kernel olarak tercih edilmiş ve Newey-West stratejisine istinaden otomatik şekilde belirlenmiştir. MacKinnon (1996) tarafından belirlenen kritik değerlere göre yapılan sınamalar sonucunda tüm değişkenlerin düzey değerlerinde durağan olduklarına karar verilmiştir.

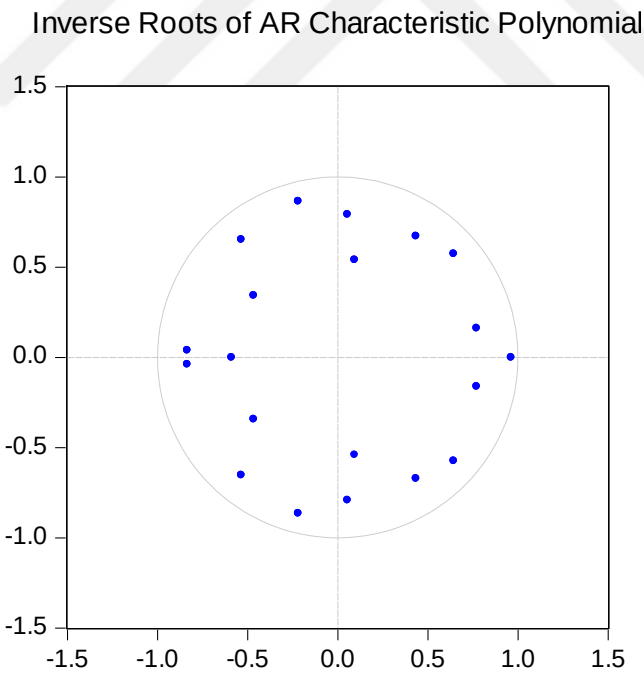
ADF testi kullanılarak elde edilen sonuçlar ise PP testine göre farklılıklar göstermektedir. Bu teste göre tüm değişkenler hem sabitli yapıda hem de sabitli ve trendli yapıda durağandır. Sabitsiz ve trendsiz yapıda ise tüm değişkenler durağan iken yalnızca M2 durağan değildir. Değişkenlere ilişkin durağanlık tahminleri yapılırken en uygun gecikme uzunluğu Schwartz Bilgi Kriteri olarak tercih edilmiştir. Tahmin sonuçları ise PP'de olduğu gibi MacKinnon (1996) kriterlerine göre belirlenmiş ve tüm değişkenlerin düzey değerlerinde elde edilen istatistik

sonuçlarına göre birim kök içermedikleri tespit edilmiştir. Dolayısıyla serilerin birim kök içerdikleri yönündeki hipotez reddedilmiştir.

Yapılan birim kök testleri ile serilerin durağanlıklarına karar verildikten sonra modelin tahminine ilişkin işlemlere geçilmiştir. Ancak VAR modelinin tahminine geçilmeden önce modele ait optimal gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Buna göre en uygun gecike uzunluğu 4 dönem olarak belirlenmiştir.

Modelin gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra bir bütün olarak durağanlık araştırması yapılmıştır. Bu araştırmanın sonucuna ait bulgular ise modelden elde edilen karakteristik polinomların ters köklerinin çember içerisinde yer alıp almamasına göre tespit edilmiştir. Şekil 4'ten de görüldüğü üzere model durağan değişkenlerden oluşmaktadır.

Şekil 4. Model-I AR Polinomlarının Ters Kökleri



Şekil 4'ten de anlaşılacağı üzere karakteristik kökler mutlak değerleri alındığında 1'den küçüktür ve ters kökler çember içerisindedir. Bu istikrar koşulunun net bir şekilde görülebilmesi için sonuçlar Tablo 48'de sunulmaktadır.

Tablo 48. Model-I AR Roots Değerleri

Kökler	Modül
0.962134	0.962134
-0.217956 - 0.864136i	0.891199
-0.217956 + 0.864136i	0.891199
0.644095 + 0.573796i	0.862612
0.644095 - 0.573796i	0.862612
-0.534222 - 0.652608i	0.843380
-0.534222 + 0.652608i	0.843380
-0.833865 - 0.038036i	0.834732
-0.833865 + 0.038036i	0.834732
0.434939 + 0.671695i	0.800217
0.434939 - 0.671695i	0.800217
0.055379 + 0.791313i	0.793249
0.055379 - 0.791313i	0.793249
0.771030 - 0.161267i	0.787715
0.771030 + 0.161267i	0.787715
-0.587935	0.587935
-0.465496 + 0.343542i	0.578539
-0.465496 - 0.343542i	0.578539
0.094628 + 0.540180i	0.548406
0.094628 - 0.540180i	0.548406

Tablo 48'de yer alan değerler tüm modül değerlerinin 1'in altında olduğunu göstermektedir. Böylece modelin istikrarlı ve durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Modelin istikrar koşulunun araştırılmasının ardından yapısal bir sorun bulunup bulunmadığına dair otokorelasyon ve değişen varyans testleri uygulanmıştır. Bu testlere ilişkin sonuçlar Tablo 49 yardımıyla sunulmuştur.

Tablo 49. Model-I Otokorelasyon (Lagrange Çarpanları-LM) ve Değişen Varyans (White) Test Sonuçları

LM Testi		
Gecikme Uzunluğu	**LM İstatistik Değeri**	**Prob**
1	22,45170	0,6141
2	29,52578	0,2472
3	34,43337	0,1020
4	35,40754	0,0837
White Test		
Ki-kare	**Df**	**Prob**
578,4883	600	0,7288

Tablo 49'dan da görüldüğü üzere modelin hata terimlerinin arasında 4 gecikme düzeyi ve 0,05 anlamlılık düzeyi için otokorelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda bütün model açısından hata terimlerinin varyanslarının sabit olup olmadığı araştırılmış ve modelde değişen varyans sorunu bulunmadığı saptanmıştır.

Modele ait anlamlılık sınamalarında bir problem bulunmadığı tespit edilmiş ve değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkinin bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Uygun olan VAR modelinin tespitinden sonra değişkenlerin birbirleri ile olan kısa dönemli nedensellik ilişkisinin anlaşılabilmesi amacıyla VAR-Granger Nedensellik Analizi işlemine geçilmiştir.

Tablo 50. Model-I VAR-Granger Nedensellik Analizi Sonuçları (VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests)

Bağımlı değişken: BÜYÜME ORANI

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
M2	15.52854	4	**0.0037**
FAİZ	5.199700	4	0.2674
KREDİ	8.741997	4	0.0679
V2	123.2537	4	**0.0000**
Tümü	225.3454	16	0.0000

Bağımlı değişken: M2

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
BÜYÜME ORANI	1.063560	4	0.9000
FAİZ	11.41260	4	**0.0223**
KREDİ	5.300794	4	0.2578
V2	3.275123	4	0.5129
Tümü	23.13417	16	0.1102

Bağımlı değişken: FAİZ

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
BÜYÜME ORANI	3.573229	4	0.4668
M2	2.159684	4	0.7064
KREDİ	5.699781	4	0.2227

V2	6.858237	4	0.1436
Tümü	22.12133	16	0.1393

Bağımlı değişken: KREDİ

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
BÜYÜME ORANI	17.27960	4	**0.0017**
M2	10.51594	4	**0.0326**
FAİZ	2.163517	4	0.7057
V2	3.937448	4	0.4145
Tümü	46.87653	16	0.0001

Bağımlı değişken: V2

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
BÜYÜME ORANI	2.714003	4	0.6068
M2	2.957177	4	0.5650
FAİZ	3.611522	4	0.4611
KREDİ	4.409761	4	0.3534
Tümü	12.13832	16	0.7344

Tablo 50'de yer alan VAR-Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre 0.05 anlamlılık düzeyinde FAİZ, M2 para arzının tek yönlü nedenidir. M2 para arzı ise BÜYÜME ORANI ve KREDİ'nin tek yönlü nedenidir. BÜYÜME ORANI'na doğru tek yönlü nedensellik içeren bir diğer değişken paranın dolaşım hızı V2 iken BÜYÜME ORANI'nın tek yönlü nedeni olduğu değişken ise KREDİ'dir.

Nedensellik analizinden elde edilen sonuçlar ile aşağıda yer alan hipotezlerin reddedileceği ve alternatif hipotezlerin kabul edileceği bulgusuna ulaşılmıştır:

- ✓ $H_0 = M2, \text{BÜYÜME ORANI}'nın\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_3 = V2, \text{BÜYÜME ORANI}'nın\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_5 = FAİZ, M2'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_{12} = \text{BÜYÜME ORANI}, KREDİ'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_{13} = M2, KREDİ'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$

Bu sonuçlara göre BÜYÜME ORANI değişkeni için H_0 ve H_3 hipotezlerinin, M2 para arzı değişkeni için H_5 hipotezinin ve KREDİ değişkeni için H_{12} ve H_{13} hipotezlerinin reddedilmesi ve alternatif hipotezlerinin kabul edilmesi mümkündür.

Modele ait VAR-Granger nedensellik analizi ve hipotez sınamaları gerçekleştirildikten sonra elde edilen sonuçlar, daha detaylı yorumlanabilmesi amacıyla öncelikle varyans ayrıştırması ve sonrasında etki-tepki analizi işlemlerine tabi tutulmuştur.

Varyans ayrıştırması işlemi ile değişkenlerde meydana gelebilecek olan değişimlerin kendileriyle veya diğer değişkenlerle olan ilişkisinin 10 dönemi içerecek şekilde detaylı olarak sunulduğu Tablo 51 aşağıda yer almaktadır.

Tablo 51. Model-I VAR Modeli Varyans Ayrıştırması Sonuçları

BÜYÜME ORANI Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	BÜYÜME ORANI	M2	FAİZ	KREDİ	V2
1	1.423949	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.105815	23.67903	11.35380	3.613116	2.609387	58.74467
3	3.435259	20.14653	19.29320	9.306997	3.175809	48.07747
4	3.539133	19.44461	19.41316	9.767000	4.692543	46.68269
5	3.630443	20.37019	18.51195	10.14486	6.031762	44.94124
6	3.786672	18.74157	17.41587	9.477349	9.173837	45.19137
7	3.809615	18.73117	17.91102	9.477948	9.230891	44.64898
8	3.898355	18.05064	18.94073	10.48323	9.596776	42.92863
9	3.990611	19.41100	19.30536	10.61387	9.613906	41.05587
10	4.041702	19.54591	19.02386	10.83381	9.499539	41.09688

M2 Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	BÜYÜME ORANI	M2	FAİZ	KREDİ	V2
1	0.018394	0.318718	99.68128	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.019777	0.569067	88.14561	6.173518	1.255324	3.856483
3	0.020668	0.663468	85.01639	7.561922	2.376010	4.382207
4	0.021518	0.748825	79.33470	7.268987	6.893772	5.753712
5	0.023000	5.566230	70.29009	12.17236	6.332247	5.639074
6	0.023536	7.332480	67.93816	13.24089	6.058483	5.429987
7	0.024379	11.73154	63.61586	12.76027	6.793864	5.098473
8	0.025103	12.49043	61.02528	12.39193	7.144309	6.948050

9	0.025318	12.30162	60.50127	12.20643	7.185715	7.804961
10	0.025538	12.09193	59.49043	12.09605	7.182375	9.139221

FAİZ Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	BÜYÜME ORANI	M2	FAİZ	KREDİ	V2
1	0.121107	0.935606	23.68670	75.37769	0.000000	0.000000
2	0.134286	0.771911	21.88386	66.86236	9.371098	1.110776
3	0.137773	1.992995	21.08541	65.09946	10.46292	1.359214
4	0.151032	4.778553	18.13390	54.60437	15.90954	6.573632
5	0.163038	11.67193	15.88060	49.78430	13.73376	8.929416
6	0.170810	12.76627	15.28413	47.06583	15.26687	9.616897
7	0.173198	12.55812	15.75323	45.88018	15.73217	10.07629
8	0.173909	12.73918	15.63216	45.65937	15.86689	10.10240
9	0.177924	15.31054	14.95350	44.78110	15.16993	9.784917
10	0.182527	17.29514	14.25222	43.47365	15.22018	9.758809

KREDİ Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	BÜYÜME ORANI	M2	FAİZ	KREDİ	V2
1	1.095866	0.023249	0.784631	0.857731	98.33439	0.000000
2	1.184416	7.724104	1.620489	3.310198	85.83122	1.513991
3	1.266492	12.18565	2.705079	5.784422	75.82926	3.495585
4	1.508314	21.52647	13.87975	4.623640	54.10985	5.860286
5	1.571094	26.71975	13.21352	4.303868	50.15980	5.603074
6	1.577800	26.87866	13.25556	4.366771	49.81608	5.682928
7	1.610339	26.43933	12.77943	4.393926	49.48273	6.904589
8	1.620836	26.21222	12.82070	4.508803	49.00849	7.449791
9	1.623525	26.15060	12.80798	4.494272	49.11703	7.430124
10	1.650986	27.49867	12.72246	4.353107	47.74217	7.683602

V2 Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	BÜYÜME ORANI	M2	FAİZ	KREDİ	V2
1	0.049686	0.789845	42.08319	7.504326	5.390030	44.23261
2	0.050606	1.623926	42.58377	7.544394	5.206179	43.04174
3	0.052339	1.572047	42.64063	8.653232	5.441236	41.69285
4	0.053885	3.681895	40.91159	8.940521	7.092401	39.37360
5	0.055996	4.665970	37.93138	8.685151	9.287579	39.42992
6	0.056091	4.681652	37.96603	8.680921	9.277362	39.39404
7	0.056612	4.683653	38.07877	9.074521	9.107607	39.05545
8	0.058254	6.430507	37.42812	9.041530	9.587339	37.51251
9	0.059107	7.724696	36.86728	9.419029	9.437694	36.55130
10	0.059353	7.830910	36.56319	9.360984	9.521255	36.72366

Tablo 51'den görüldüğü üzere ilk çeyrekte BÜYÜME ORANI'nda meydana gelen değişimin tamamı kendisi tarafından açıklanırken ikinci çeyrekte yaklaşık yüzde 60'ı paranın dolaşım hızı (V2) tarafından açıklanmaktadır. Ancak orta ve uzun vade dikkate alındığında V2'nin etkileme gücü düşerken diğer taraftan M2 para arzının, FAİZ ve KREDİ değişkeninin etkisinin arttığı görülmektedir. 10 çeyrek sonunda ise yüzde 41'lik bir oranla en önemli açıklayıcı değişken hala paranın dolaşım hızı (V2) iken M2 para arzının oranı yüzde 20'lere yükselmektedir.

M2 para arzı değişkeninin ilk dönemdeki değişimi incelendiğinde neredeyse tamamının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Ancak orta ve uzun vadede kendisini açıklama oranı düşmektedir. Dönem sonunda ise FAİZ ve BÜYÜME ORANI'nın en etkili değişkenler olduğu bulgular arasındadır.

FAİZ değişkeninde meydana gelen değişimler ele alındığında ilk çeyrekte büyük çoğunluğu kendisi tarafından açıklanırken yüzde 23'lük kısmının M2 para arzı ile açıklandığı görülmektedir. Dönem sonuna doğru FAİZ ve M2 para arzı etkisini kaybederken BÜYÜME ORANI ve KREDİ açıklama gücünü arttırmaktadır.

KREDİ değişkeni ilk çeyrekte meydana gelen değişimlerin neredeyse tamamını kendisi açıklarken dönem sonuna doğru açıklama gücünü yitirmektedir. KREDİ değişkenini en çok açıklayan değişkenler yüzde 27,50'lik oranla BÜYÜME ORANI ve yaklaşık yüzde 13 oranla M2 para arzıdır.

Son değişken olan V2 paranın dolaşım hızı ise diğer değişkenlerden farklı olarak ilk çeyrekte yüzde 44 oranında kendini açıklamaktadır. V2'yi ilk çeyrekte açıklayan değişken yüzde 42 oranla M2 para arzı olarak tespit edilmiştir. Dönem sonuna doğru para arzı ve paranın dolaşım hızı birlikte etki gücünü kaybederken yine dengeli biçimde BÜYÜME ORANI, FAİZ ve KREDİ değişkenleri paylarını arttırmaktadır.

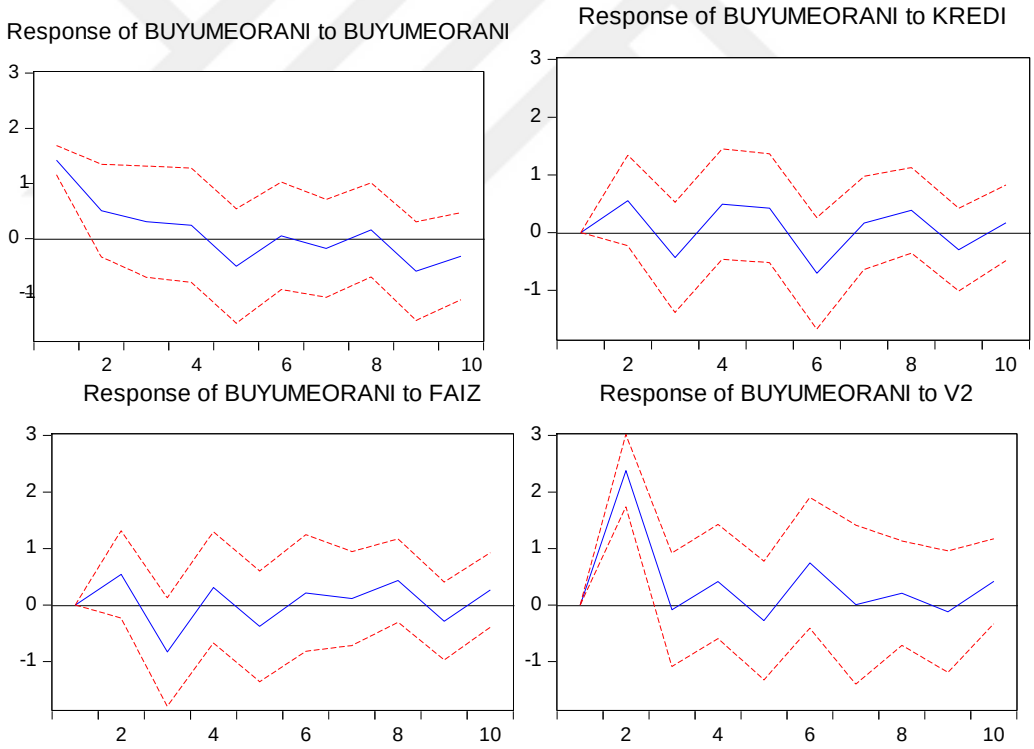
Tüm varyans ayrıştırması tabloları incelendiğinde modele dahil edilen değişkenlerin hata terimlerinde meydana gelen şokların ilk çeyrekte büyük oranda kendileri tarafından açıklandığı görülmektedir. Ancak daha sonraki dönemlerde

bağımlı değişkene etki eden değişkenlerin oranlarında farklılıklar olduğu tespit edilmiştir.

Buraya kadar yapılan analizler ile kredi, para arzı ve büyüme arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Varyans ayrıştırması ile daha ayrıntılı yorum yapılabilmiş ancak etkileşimin daha net ifade bulması amacıyla etki-tepki analizleri de ekonometrik model içerisinde incelenmiştir.

Etki-tepki analizinin amacı değişkenlere ait serilere verilen bir birimlik standart sapmalık şokun diğer değişkenler üzerinde yaratacağı etkinin ölçülebilmesidir. Banka kredi kanalının etkinliğinin araştırıldığı Model-I için yapılan etki-tepki analizine dair sonuçlar Grafik 12 yardımıyla sunulmuştur.

Grafik 12. Model-I Etki-Tepki Analiz Sonuçları



Grafik 12'den de anlaşılacağı üzere BÜYÜME ORANI'na verilen bir birimlik standart sapmalık şoka kendisinin verdiği tepki beşinci çeyreğe kadar azalarak devam etmiştir. Beşinci çeyrekten sonra inişli çıkışlı bir seyir izleyerek genel olarak negatif seyretmiştir. M2 para arzına verilen bir şoka büyümenin verdiği tepki ise ikinci çeyrek döneme kadar negatif iken üçüncü çeyrekte pozitif

etkilemiştir. Dördüncü çeyrek dönemde keskin bir biçimde negatife dönse de sonraki dönemlerde hafif dalgalı bir seyir izlemiştir. KREDİ değişkenine verilen bir birimlik standart sapmalık şok karşısında genel olarak dalgalı bir görünüm söz konusudur. Buna göre büyüme ilk iki çeyrek dönemde pozitif etkilenmiş ve üçüncü dönemde negatif tepki vermiştir. Ardından beşinci çeyreğe kadar tekrar pozitif bir tepki verirken altıncı çeyrekte hızlıca negatife dönmüştür. Dönem sonuna kadar aynı dalgalı seyir devam etmiştir. FAİZ değişkenine verilen bir şok büyümeyi KREDİ değişkenine çok benzer bir şekilde ikinci çeyreğe kadar pozitif etkilerken üçüncü çeyrekte hızlıca negatife dönmüştür. Dördüncü çeyrekte tekrar pozitif etki yaratırken beşinci çeyrek dönemde negatife dönmüştür. Altıncı çeyrekte de devam eden dalgalı seyir yeniden pozitife dönerek sekizinci çeyreğe kadar pozitif bölgede kalmıştır. Son olarak paranın dolaşım hızına (V2) verilen şok karşısında büyüme ilk çeyrekte pozitif olarak etkilenmiş ve ikinci çeyrekte sıçrama şeklinde gerçekleşerek dördüncü çeyreğe kadar pozitif bölgede kalmaya devam etmiştir. Beşinci çeyrekte negatife dönmüş ancak altıncı çeyrekte tekrar pozitif etkilenmiştir. Bu dalgalı seyir dönem sonuna kadar devam etmiştir.

Model-I kapsamında yapılan analizin sonuçlarını daha kapsamlı yorumlayabilmek ve büyüme üzerindeki net etkiyi ortaya çıkartabilmek amacıyla kredi ve enflasyon arasındaki ilişki de bir analiz yardımıyla incelenmiştir. Model-II için elde edilen uygulama sonuçları (4.8) no'lu bölümde sunulmuştur.

4.8. Kredi ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Uygulama Sonuçları – Model II

Bu bölümde yer alan analiz, bir önceki bölümde (bkz. 4.7.) incelenen banka kredi kanalından elde edilen sonuçların Türkiye ekonomisi çerçevesinde yorumlanabilmesi amacıyla hazırlanmıştır. Böylece banka kredi kanalı mekanizmasının etkinliği ikinci bir model yardımıyla detaylı bir şekilde ortaya konulmaya çalışılmıştır. Model-II olarak adlandırılan analize ait veri seti ve bulgular aşağıda başlıklar halinde sunulmuştur.

4.8.2.1. Analizin Metodolojisi

Zaman serisi şeklinde düzenlenen değişkenler için 2006:Q1-2021:Q2 dönemleri arası çeyreklik veriler kullanılarak VAR analizi gerçekleştirilmiştir. Analize geçilmeden önce serilerin durağanlıkları veya birim kök içerip içermedikleri tespit edilmiştir. Durağanlık sınamaları için Genişletilmiş Dickey-Fuller ((Augmented Dickey-Fuller (ADF)) ve Philips-Perron birim kök testilerinden yararlanılmıştır (Dickey ve Fuller, 1981: 1057-1072; Phillips ve Perron, 1988: 339-344). Durağanlıklar tespit edildikten sonra en uygun gecikme uzunluğu işlemine geçilmiştir. Gecikme uzunluğu belirlenen modelin de durağanlığı ve istikrarlı olup olmadığının önem taşıması nedeniyle işlemler sırasıyla gerçekleştirilmiş ve raporlanmıştır.

VAR modelinin karmaşık yapısı nedeniyle elde edilen çıktılar ve katsayılar tam olarak yorumlanamamaktadır. Bu nedenle değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti ve açıklamaları için etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması yapılarak daha detaylı bulgular elde edilmiştir. Yapılan tüm ekonometrik analizler için E-Views 10.0 programı kullanılmıştır.

4.8.2.2. Veri Seti

Enflasyon ve kredi arasındaki ilişki Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sıkça çalışılmış ve güncelliğini koruyan bir konudur. 2006:Q1-2021:Q2 arası dönemin araştırıldığı bu çalışmada da banka kredi kanalının etkinliğinin ve mekanizmanın işlerliğinin tartışılabilmesi amaçlanmıştır. Buna göre çalışmada yer alan değişkenler Tablo 52 yardımıyla sunulmuştur.

Tablo 52. Model-II Veri Seti

Değişken adı	**Sembol**	**Kaynak**
Toplam Krediler (Milyon TL)	KREDİ	BDDK
Tüketici Fiyat Endeksi (2003=100)	TÜFE	TCMB

Tablo 52'den de görüldüğü üzere analizi yapılan ikinci VAR modeline ait değişkenler kredi ve enflasyondur. KREDİ değişkeni bu modelde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Toplam kredi değişkenine ait veriler Bankacılık Düzenleme ve

Denetleme Kurumu'nun elektronik veri tabanından yararlanılarak çeyreklik bazda ve nominal olarak elde edilmiştir. Ardından Merkez Bankası'nın açıklamış olduğu dinamik yöntem[39] ile kur etkisinden arındırılmış ve elde edilen serinin çeyrek dönem değişim oranları hesaplanarak analize dahil edilmiştir.

Bir diğer değişken olan TÜFE ise TCMB'nin elektronik veri tabanı sistemi olan EVDS'den yüzde değişim olarak tercih edilmiştir. Aylık olarak elde edilen veriler çeyreklik dönem verilerine dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

Kredi ve enflasyondan oluşan Model-II'de iki değişkenin birbiri ile olan nedensellik ilişkisinin yorumlanabilmesi için oluşturulan modelin fonksiyonel yapısını açıklayan denklem (4.30) no'lu denklem yardımıyla sunulmuştur.

$$KREDİ_t = \beta_{1+}\beta_2 TÜFE_t + \varepsilon_t \qquad (4.30)$$

4.30 no'lu denklemde $KREDİ_t$; toplam kredileri, $TÜFE_t$; tüketici fiyat endeksini, ε_t; hata terimini ve t; zamanı ifade etmektedir. Modelde yer alan değişkenlere ait hipotezler aşağıda yer almaktadır.

4.8.2.3. Hipotezler

Model-II'nin etkinliğinin ölçülebilmesi için tüketici fiyat endeksi (TÜFE), ve toplam krediler (KREDİ) değişenlerine ait hipotezler aşağıda sunulmuştur:

- ✓ $H_0 = KREDİ, TÜFE'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$
- ✓ $H_1 = TÜFE, KREDİ'nin\ Granger\ nedeni\ değildir.$

Oluşturulan hipotezler değişkenlerin nedenselliklerine dair yapılan ekonometrik analizin bulgularını desteklemek ve ortaya koymak amaçlıdır. Bu nedenle analizin yöntemi açıklandıktan sonra elde edilen bulgular detaylı bir şekilde yorumlanmaktadır.

[39] Dinamik Kur Yöntemi ile kur etkisinden ayırma işlemi için Kur+Etkisinden+Arındırma_+Teknik+Açıklama_+Final+-+BIS+(Ortalama+kur).pdf (tcmb.gov.tr) internet sayfasından yararlanılmıştır.

4.8.2.4. Analiz

Analizde yer alan değişkenlerin tümü her açıdan değerlendirilip analize hazır hale getirildikten sonra durağanlık sınamalarına geçilmiştir. VAR modeli için değişkenlerin tamamının durağan olması gerektiğinden ADF ve PP testleri yardımıyla durağanlıklarına ilişkin sonuçlara ulaşılmıştır.

Her iki test türü için de yokluk hipotezi 'Birim kök içermektedir' şeklinde kurulmuştur. Yani elde edilen olasılık değerlerinin kritik değerlerden küçük olması halinde H_0 hipotezi reddedilmiş ve birim kök olmadığına karar verilmiştir. Tam tersi durumda da birim kök olduğu ve H_0 hipotezinin reddedilemeyeceği kabul edilmiştir.

Her iki test türü için de yokluk hipotezi 'Birim kök içermektedir' şeklinde kurulmuştur.

H_0: Birim kök vardır ve seri durağan değildir.

H_1: Birim kök yoktur ve seri durağandır.

Hipotezler kurulduktan sonra her iki test ile tüm değişkenlerin durağanlıkları sınanmış ve modele ait tahminler Tablo 53'te sunulmuştur.

Tablo 53. Model-II Durağanlık Test Sonuçları (PP ve ADF)

Philips-Perron (PP) Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Sabitli	Sabitli & Trendli	Sabitsiz & Trendsiz
KREDİ	-7,4021***	-8,1956***	-7,4622***
TÜFE	-6,5317***	-7,1187***	-2,7809***

Not: '*' 0,10, '**' 0,05 ve '***' 0.01 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Sabitli	Sabitli & Trendli	Sabitsiz & Trendsiz
KREDİ	-7,4021***	-8,1060***	-7,4622***
TÜFE	-6,5157***	-7,1491***	-0,9395

Not: '*' 0,10, '**' 0,05 ve '***' 0.01 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

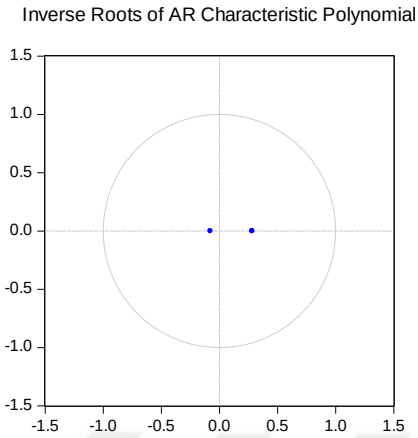
Tablo 53'ten de anlaşılacağı üzere Philips-Perron test sonuçları tüm değişkenlerin sabitli yapıda, sabitli ve trendli yapıda, sabitsiz ve trendsiz yapıda düzey değerlerinde durağan olduklarını göstermektedir. Bu birim kök testi için tıpkı Model-I'de olduğu gibi bant genişliği Bartlett Kernel olarak tercih edilmiş ve Newey-West stratejisine istinaden otomatik şekilde belirlenmiştir. MacKinnon (1996) tarafından belirlenen kritik değerlere göre yapılan sınamalar sonucunda da tüm değişkenlerin düzey değerlerinde durağan olduklarına karar verilmiştir.

ADF testi kullanılarak elde edilen sonuçlar ise PP testine göre bazı farklılıklar göstermektedir. Bu teste göre TÜFE sabitsiz ve trendsiz yapıda durağan değildir. Ancak hem sabitli hem de sabitli ve trendli yapıda durağan olmakta ve dolayısıyla birim kök içerdikleri yönündeki hipotez reddedilmektedir. Değişkenlere ilişkin durağanlık tahminleri yapılırken en uygun gecikme uzunluğu ilk modelde olduğu gibi Schwartz bilgi kriteri olarak belirlenmiştir. Tahmin sonuçları MacKinnon (1996) kriterlerine göre belirlenmiş ve tüm değişkenlerin düzey değerlerinde elde edilen istatistik sonuçlarına göre birim kök içermedikleri tespit edilmiştir.

Yapılan birim kök testleri ile serilerin durağanlıklarına karar verildikten sonra modelin tahminine ilişkin işlemlere geçilmiştir. Ancak VAR modelinin tahminine geçilmeden önce modele ait optimal gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Model -II için en uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Modelin gecikme uzunluklarının belirlenmesi sonrasında bir bütün olarak durağanlık araştırması yapılmıştır. Bu araştırmanın sonucuna ait bulgular ise modelden elde edilen karakteristik polinomların ters köklerinin çember içerisinde yer alıp almamasına göre tespit edilmiştir. Şekil 5'ten de görüldüğü üzere sistem durağan değişkenlerden oluşmaktadır.

Şekil 5. Model-II AR Polinomlarının Ters Kökleri



Şekil 5'ten de anlaşılacağı üzere karakteristik kökler mutlak değerleri alındığında 1'de küçüktür ve ters kökler çember içerisindedir. Bu istikrar koşulunun net bir şekilde görülebilmesi için ise sonuçlar Tablo 54'te sunulmaktadır.

Tablo 54. Model-II AR Roots Değerleri

Kökler	Modül
0.281777	0.281777
-0.078446	0.078446

Tablo 54'te yer alan tüm modül değerlerinin 1'in altında olması modelin istikrarlı ve durağan olduğunu göstermektedir.

Modelin istikrar koşulunun araştırılmasının ardından yapısal bir sorun bulunup bulunmadığına dair otokorelasyon ve değişen varyans testleri uygulanmıştır. Bu testlere ilişkin sonuçlar Tablo 55 yardımıyla sunulmuştur.

Tablo 55. Model-II Otokorelasyon (Portmanteau) ve Değişen Varyans (White) Test Sonuçları

Portmanteau Otokorelasyon Testi		
Gecikme Uzunluğu	**Df**	**Prob**
2	4	0,4984
White Test		
Chi-sq	**Df**	**Prob**
15,83424	12	0,1989

Tablo 55'ten görüldüğü üzere modelin hata terimlerinin arasında 2 gecikme düzeyi ve 0,05 anlamlılık düzeyi için serisel korelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda bütün model açısından hata terimlerinin varyanslarının sabit olup olmadığı araştırılmış ve modelde değişen varyans sorunu bulunmadığı saptanmıştır.

Modele ait tüm anlamlılık sınamalarında bir problem bulunmadığından değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkinin bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Uygun olan VAR modelinin tespitinden sonra değişkenlerin birbirleri ile olan kısa dönemli nedensellik ilişkisinin anlaşılabilmesi amacıyla VAR-Granger nedensellik analizi işlemine geçilmiştir.

Tablo 56. Model-II VAR-Granger Nedensellik Analizi Sonuçları (VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests)

Bağımlı değişken: KREDİ

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
TÜFE	3.244638	1	0.0717
Tümü	3.244638	1	0.0717

Bağımlı değişken: TÜFE

Bağımsız	Ki-kare	df	Prob.
KREDİ	0.901264	1	0.3424
Tümü	0.901264	1	0.3424

Tablo 56'da yer alan VAR-Granger nedensellik sonuçlarına göre 0.05 anlamlılık düzeyinde KREDİ'den TÜFE'ye doğru herhangi bir nedensellik bulunmazken TÜFE'den de KREDİ'ye doğru herhangi bir nedensellik tespit edilmemiştir. Bu nedensellik sonuçlarından anlaşılacağı üzere Model-II için oluşturulan H_0 ve H_1 hipotezleri reddedilemeyecektir.

Modele ait VAR-Granger nedensellik analizi ve hipotez sınamaları gerçekleştirildikten sonra elde edilen sonuçlar, daha detaylı yorumlanabilmesi

amacıyla öncelikle varyans ayrıştırması ve sonrasında etki-tepki analizi işlemlerine tabi tutulmuştur.

Varyans ayrıştırması işlemi ile değişkenlerde meydana gelebilecek olan değişimlerin kendileriyle veya diğer değişkenlerle olan ilişkisinin 10 dönemi içerecek şekilde detaylı olarak sunulduğu Tablo 57 aşağıda yer almaktadır.

Tablo 57. Model-II VAR Modeli Varyans Ayrıştırması Sonuçları

KREDİ Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	KREDİ	TÜFE
1	2.498837	100.0000	0.000000
2	2.565675	94.86849	5.131515
3	2.569111	94.67062	5.329385
4	2.569408	94.65125	5.348750
5	2.569431	94.64980	5.350203
6	2.569433	94.64968	5.350320
7	2.569433	94.64967	5.350329
8	2.569433	94.64967	5.350330
9	2.569433	94.64967	5.350330
10	2.569433	94.64967	5.350330

TÜFE Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	KREDİ	TÜFE
1	0.542423	1.723321	98.27668
2	0.552118	2.659179	97.34082
3	0.552994	2.681081	97.31892
4	0.553060	2.683738	97.31626
5	0.553065	2.683927	97.31607
6	0.553065	2.683943	97.31606
7	0.553065	2.683944	97.31606
8	0.553065	2.683944	97.31606
9	0.553065	2.683944	97.31606
10	0.553065	2.683944	97.31606

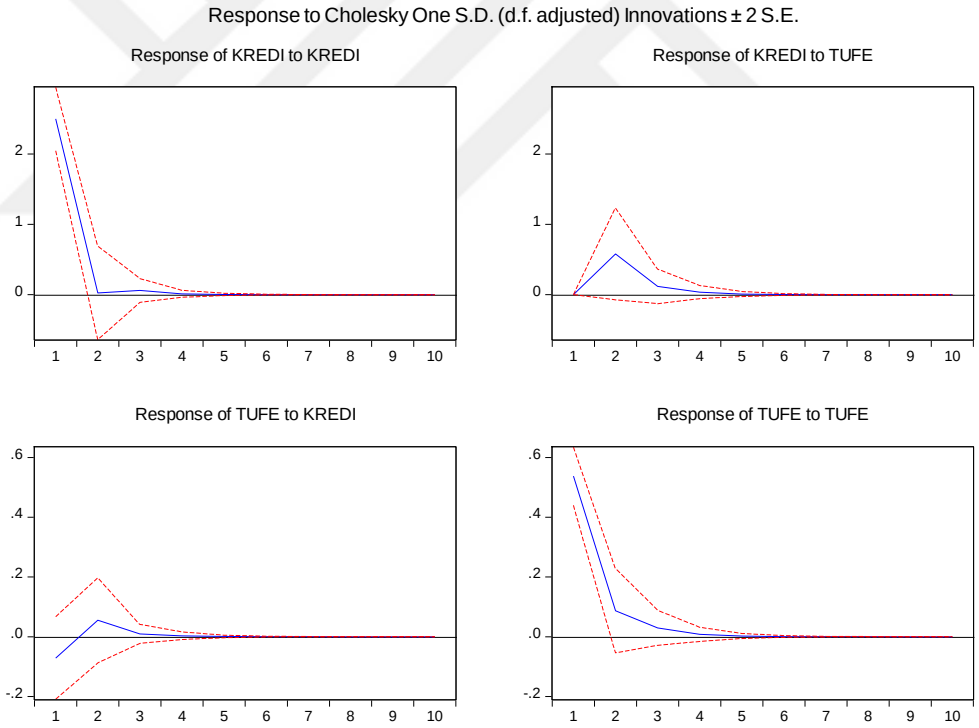
Tablo 57'den de anlaşılacağı üzere KREDİ'de meydana gelen değişimin tamamı ilk çeyrek dönemde tamamen kendisi tarafından açıklanırken ikinci çeyrek dönemde yüzde 5 oranında TÜFE tarafından açıklanmaktadır. KREDİ'nin kendini açıklama oranı ikinci çeyrekten itibaren stabil hale gelirken TÜFE'nin KREDİ'yi

açıklama oranı da dönem sonuna kadar stabil şekilde devam etmektedir. Elde edilen bulgular TÜFE'nin KREDİ'ler üzerinde etkili olmadığını kanıtlamaktadır.

TÜFE'nin varyans ayrıştırmasına bakıldığında ilk çeyrekteki değişimin büyük çoğunluğunun kendisi tarafından açıklanmakta olduğu görülmektedir. Sonraki çeyrek dönemlerde de KREDİ'nin TÜFE'yi açıklama etkisi çok düşük ve her iki değişken de dönem sonuna kadar stabil haldedir.

Yapılan varyans ayrıştırmasının detaylı yorumlarının desteklenebilmesi amacıyla etki-tepki analizleri gerçekleştirilmiştir. Bu analizlerin sonuçları Grafik 13'te sunulmuştur.

Grafik 13. Model-II Etki-Tepki Analiz Sonuçları



Grafik 13'ten de görüldüğü üzere iki değişkene verilen şoklar sonrasında değişkenlerde meydana gelen tepkiler kredi ve enflasyon modeli çerçevesinde ortaya konulmaya çalışılmıştır. Buna göre KREDİ'nin yine kendisinde meydana gelen bir birimlik standart sapmalık şok karşısında verdiği tepki ilk çeyrekten ikinci çeyreğe doğru sert bir düşüş şeklinde gerçekleşmiştir. Üçüncü ve dördüncü çeyrekte yine pozitif kanalda kalarak stabil hale gelmiş ve beşinci çeyrekten sonra

anlamsızlaşmıştır. TÜFE'ye verilen bir birimlik standart sapmalık şok karşısında KREDİ ikinci çeyreğe kadar yükseliş yönünde tepki gösterse de beşinci çeyreğe kadar pozitif kanalda kalarak tepkisi azalmıştır. Beşinci çeyrekten sonra ise stabil hale gelmiştir. Bu sonuç Granger nedensellik analizinde olduğu gibi TÜFE'nin KREDİ'ler üzerinde etkili olmadığı yönündeki bulguları desteklemektedir. Krediye verilen bir birimlik standart sapmalık şok karşısında TÜFE'nin verdiği ilk tepki ise ikinci çeyreğe doğru pozitif yönlü bir seyir şeklinde gerçekleşmiştir. Bu pozitif seyir üçüncü çeyreğe kadar azalarak devam etmiş ve ardından stabil hale gelmiştir. Son olarak TÜFE'ye verilen bir birimlik standart sapmalık şok karşısında kendisine verdiği tepki ilk çeyrek dönemden ikinci çeyrek döneme doğru sert bir düşüş şeklinde olmuştur. Beşinci çeyreğe kadar pozitif kanal içerisinde azalarak devam eden tepki, beşinci çeyrekten sonra anlamsız hale gelmiştir.

Model-II'den elde edilen bulgular VAR-Granger nedensellik analizinin sonuçlarını destekleyen varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri ile TÜFE'nin KREDİ'ler üzerinde etki yaratmadığı yönündedir. Yapılan analizin sonuçlarına göre kredileri arttıran temel faktör TÜFE değildir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Para politikaları temelde merkez bankaları tarafından fiyat istikrarını sağlamak üzere uygulanmalarına ek olarak değişen ekonomik şartlara göre ekonomik büyüme, istihdam, para ve döviz piyasalarında sürdürülebilirlik gibi farklı amaçlara da hizmet etmek için kullanılmaktadır. Ülkeler ulusal ve uluslararası gelişmeleri dikkate alarak hedeflerine ulaşabilmek için kendi ekonomik sistemlerine uygun araçlar belirlemektedir. Türkiye'de de uygulanan ekonomi politikaları tarihsel süreç içerisinde incelendiğinde zamanın şartlarına ve ihtiyaçlarına uygun olarak yapılan araç ve politika değişiklikleri göze çarpmaktadır. Bu değişikliklerin nedenleri arasında 1980'li yıllar ile başlayan liberalleşme hareketleri sonucundaki yapısal dönüşümler, 2001 krizi sonrası dalgalı kur sistemine geçilmesi, 2008 krizi sonrası makro ihtiyati tedbirlerin uygulamaya alınması ve Covid-19 salgını gibi ekonomik dengeleri bozan ani gelişmeler karşısında birden fazla ekonomik tedbirin alınmış olması yer almaktadır.

Ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikaları incelendiğinde para politikası alanında izledikleri metot ve araçların özellikle konjonktüre ve döneme bağlı olarak birbirinden farklılaştığı görülmektedir. Örneğin, 2008 Küresel Finans Krizi sonrası dönemde derinden sarsılan finansal piyasalara istikrar kazandırmak amacıyla ABD ve Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomilerin çoğu, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da sağlanması yönünde kararlar almıştır. Gelişmiş ülkelerin aldıkları politika değişikliği kararları, özellikle negatif faiz uygulaması, kredi genişlemesi, niceliksel genişleme ve faiz taahhüdü politikası uygulaması, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Sermaye girişlerinin artması ise yerli paranın değerlenmesine yol açarak bir taraftan kredi talebinde artışa neden olurken diğer taraftan cari işlemler dengesinde bozulmalar yaratmıştır. Tüm bu sorunlarla baş etmek zorunda kalan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler uyguladıkları para politikalarında amaç değişikliği sebebiyle araç setinde de revizyona gitmiştir (Özşuca, 2019). Metot ve araçların çeşitliliği ekonomilerin ulaşmak istediği büyüme, istihdam, kapasite artışı, fiyat ve finansal istikrar hedeflerine göre değişim gösterebilmektedir. Bu doğrultuda ekonomi otoriteleri

ulaşmak istediği bu amaçlar için döviz kuru, banka kredileri, faiz ve hisse senetleri gibi birçok parasal aktarım mekanizması seçeneğini göz önünde bulundurmaktadır. Özellikle kredilerin ekonomik sistem içerisindeki önemi dikkate alındığında banka kredi kanalı her dönem araştırma konusu olmuş ve olmaya da devam etmektedir.

Türkiye'de 2002–2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi yerine 2006 yılında politika değişikliğiyle açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya alınmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik genel kabul görmüş ve önemli bir para politikası aracı olmuştur. Aynı zamanda sermaye akımlarının ve dış dengenin neden olduğu finansal risklerin azaltılması amacıyla tasarlanan yeni politika bileşimi için kredi büyümesi ana faktörlerden biri olarak belirlendiğinden 2006 yılı çalışmada analiz edilmek istenen dönemin başlangıç yılını oluşturmuştur. Bu dönem sonrasında uygulanan para politikaları ve yaşanan değişimler mevcut veriler ışığında en kapsamlı şekilde 2021 yılının ikinci çeyrek dönemi de dahil edilerek analiz edilmiş ve çalışmaya konu olan ekonometrik modeller bu kapsamda oluşturulmuştur. İncelenen dönemde temel amaç banka kredi kanalı ve kredi-enflasyon ilişkisinin araştırılarak her bir değişkenin birbiri olan ilişkileri ve birbirini etkileme derecelerinin belirlenmesinin yanı sıra iki modelin birbirine olan etkisini tespit etmektir.

Model-I'de, Türkiye ekonomisi için 2006Ç1-2021Ç2 yılları arasında çeyreklik dönem verileri ile banka kredi kanalının etkinliği analiz edilmiştir. Analizde büyüme oranı, faiz oranı, paranın dolaşım hızı (V2), toplam kredi hacmi ve M2 para arzı değişkenleri kullanılmıştır. Bu değişkenler için öncelikle durağanlık sınamaları gerçekleştirilmiş ve ardından VAR modeli çerçevesinde nedensellik analizi, varyans ayrıştırması ve etki-tepi analizleri uygulanmıştır.

Analiz sonuçlarına göre FAİZ'den M2 para arzına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Yani faizlerde meydana gelen bir değişim para arzında değişikliğe yol açmaktadır. Merkez Bankası'nın daraltıcı bir para politikası izlediği varsayımı altında yükselen faizler para arzında düşüşe neden olacaktır. Para arzında meydana gelen düşüş ise mevduatları ve banka rezervlerini azaltacaktır. Bu

nedenle bankalar para arzını kısacak yani kredi tayınlamasına gideceklerdir. Bu nedensellik ilişkisi de analizden elde edilen bir diğer sonuç olan M2 para arzından kredilere doğru tek yönlü nedensellik bulgusunu teyit etmektedir.

Elde edilen sonuçlara göre M2 para arzından büyümeye doğru da tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Bu sonuç, para arzında meydana gelen artışların ekonomik büyümeye etki etmesi olarak yorumlanmıştır. Ancak yapılan analizin varyans ayrıştırması bulguları dikkate alındığında bu etkinin büyük bir etki olmadığı ve yüzde 20'ler seviyesinde kaldığı görülmüştür. Bu bulgu, büyümenin yine tek yönlü nedeni olan paranın dolaşım hızının (V2) daha büyük bir etkinliğe sahip olmasına rağmen dönem sonuna doğru az da olsa zayıfladığı bir diğer nedensellik ilişkisinin parçasıdır.

Analizden elde edilen bir diğer bulgu ise büyümenin kredilere doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi içermesidir. Büyümeden kredilere doğru tespit edilen nedensellik ilişkisi ekonomik büyüme gerçekleştikçe reel kesimin krediye duyduğu ihtiyacı ortaya koymaktadır. Bu durum Patrick (1966)'in 'talep yönlü yaklaşım' olarak adlandırdığı, reel büyüme gerçekleştikçe finansal hizmetlere olan talebin arttığı görüşünü de desteklemektedir. Bu görüşe göre, finansal hizmetlere olan talebi, reel büyümesi ile tarım ve diğer sektörlerdeki parasallaşma belirlemektedir. Reel milli gelirde meydana gelen büyüme ne kadar hızlı bir şekilde gerçekleşirse reel kesimin de dış fonlara ve dolayısıyla finansal aracılara olan talebi o kadar fazla olacaktır. Ve yine belirli bir büyüme oranı ile, farklı endüstri ve sektörler arasındaki büyüme oranı farklılıkları ne kadar büyükse, tasarrufları yavaş büyüyen endüstri ve bireylerden hızlı büyüyenlere aktarım için finansal aracılara ihtiyaç duyulacaktır. Böylece finansal sistemler büyüme sürecinde reel kesime destek olacak ve reel ekonomik büyüme sonucunda finansal sistemin de genişlemesi teşvik edilmiş olacaktır.

Analizden elde edilen bu sonuç aynı zamanda Kar ve Pentecost (2000), Ceylan ve Durkaya (2010), Kandır vd. (2007), Özcan ve Arı (2011), Sunde (2013) ve Demirci (2017), Murthy ve Samantaraya (2014), Tunalı ve Onuk (2017), Ismail vd. (2019)'nin yaptıkları çalışmalardan elde ettikleri bulgularla benzerlik göstermektedir.

Ancak literatürde yer alan çalışmalar göz önüne alındığında finansal gelişmişlik göstergesi için yalnızca kredilerin değil birçok değişkenin analiz edildiği görülmektedir. Bu çalışmada ise banka kredi kanalı mekanizmasının etkinliğinin araştırılması nedeniyle asıl olarak değişken tercihleri bu mekanizmanın işleyişine yönelik yapılmıştır. Böylece yapılan çalışmada elde edilen bu bulgu kısmen talep takipli hipotezi de desteklemektedir.

Ekonomik büyümenin finansal sektörün gelişimine öncülük ettiği varyans ayrıştırması analiz sonuçları incelendiğinde büyümenin krediler üzerindeki etkinliğinin yüzde 27'ler seviyesinde olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda gelirlerde meydana gelen artış veya azalışların bireylerin kredi taleplerini etkileyen önemli unsurlardan biri olduğu söylenebilmektedir. Reel kesim için de benzer bir durum söz konusudur. Merkez Bankası politikalarına da bağlı olarak GSYİH'deki büyüme trendi reel kesimin üretim politikaları üzerinde etkili olacaktır.

Araştırmaya konu olan dönemde Türkiye ekonomisi genel olarak pozitif büyümeler elde etmiştir. Bu ekonomik büyüme hedefi için ise krediler aktif bir araç olarak kullanılmıştır. İzlenen politika ile bankacılık sektörü tarafından finanse edilen kredilerin yatırıma dönüşmesi ve ekonomik büyümeye katkı sağlaması beklenmiştir. Ancak paranın harcama yerine finansal piyasalara yönlenmesi ve enflasyonun da yarattığı baskı ile kredinin etkinliği giderek düşmüştür. (Yapılan analizin varyans ayrıştırması sonuçlarından da görüleceği üzere kredilerin büyüme üzerindeki etkinliği yaklaşık yüzde 10 seviyelerindedir). Bu durum, krediye dayalı büyüme modeli kapsamında daha fazla kredi ile daha düşük büyüme yakalanması veya aynı büyümenin daha fazla kredi ile gerçekleşmesine neden olmuştur.

Banka kredi kanalı için Model-I kapsamında yapılan araştırmadan elde edilen sonuçlar parasal aktarım mekanizmasının ters yönde işlediği gösterse de büyüme ve krediler birbirini besleyen süreçlerdir. Bu nedenle de Greenwood ve Janovic (1989)'in de çalışmalarında belirttiği gibi karşılıklı bir etkileşim içerisinde bulunmaktadırlar. Buna göre Türkiye'de bankacılık sisteminde yapılan regülasyonların ve bankaların kredi yaratma kabiliyetlerinin oldukça önemli olduğu göz ardı edilmemelidir (bkz. Tablo 37 ve 39). Literatürde tartışılan para arzının

içselliği ve dışsallığı konusu çerçevesinde Türkiye ekonomisine dair yapılan analiz sonuçlarından da anlaşılacağı üzere parayı bankalar içsel olarak yaratmaktadır. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde Post Keynesyenlerin para arzının içsel olduğu görüşü de desteklenebilmektedir.

Model-II'de ise 2006Ç1-2021Ç2 yılları arasında çeyreklik dönem verileri ile kredi ve enflasyon arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Model-II'nin oluşturulmasının amacı GSYİH'de meydana gelen değişimler çerçevesinde kredileri tetikleyen ana unsurun net bir biçimde ortaya konulabilmesidir. Bu nedenle analizde KREDİ ve TÜFE değişkenleri kullanılmıştır. Model-I'de olduğu gibi öncelikle durağanlık sınamaları gerçekleştirilmiş ve ardından VAR modeli çerçevesinde nedensellik analizi, varyans ayrıştırması ve etki-tepi analizleri uygulanmıştır.

Analiz sonuçlarına göre TÜFE'den KREDİ'ye doğru herhangi bir nedensellik tespit edilememesinin yanı sıra KREDİ'den TÜFE'ye doğru da herhangi bir nedenselliğe rastlanılmamıştır. Elde edilen bulgular fiyatlarda meydana gelen artışların kredi talebini tetiklemediğini göstermektedir. Dolayısıyla kredilerin enflasyonu finanse ettiği bir süreç söz konusu değildir. Türkiye'nin uzun yıllardır enflasyon baskısına rağmen büyümeye devam etmesi de enflasyonun varlığında da bir düzeni ortaya koymaktadır.

Kredi, para arzı ve büyüme arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amacıyla belirlenen dönem için yapılan analizlerde Türkiye'de banka kredi kanalı çalışırken kredileri arttıran en etkili faktörün büyüme olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ekonomik büyümenin kredileri tetiklemesi doğru büyüme politikalarının uygulanmasının önemini ortaya koymaktadır. Bu bakımdan ekonomi yönetimine ciddi görevler düşmektedir. Özellikle Türkiye gibi yükselen ekonomilerde hem risk hem de fırsat analizlerinin iyi yapılması gerekmektedir. Bu nedenlerle Merkez Bankası'nın itibarı, para politikası uygulamaları, uygulamaların denetimi ve istikrarın kalıcı olarak sağlanacağı bir makroekonomik yapının sürekliliği ön planda olmalıdır.

Tüm bunlara ek olarak etkin büyümenin sağlanabilmesi için en düşük maliyetle en yüksek üretimin sağlandığı ölçek ekonomilerinden faydalanmak

gerekmektedir. Krediye dayalı politikalar ile tüketimin arttırılması yerine ihracata ve üretime dayalı politikalar ön plana alınmalıdır. Kredilerin yatırıma dönüştüğü bir ortamda iç talebin sağlıklı bir şekilde arttırılması sağlanmalıdır. Bunun için üretimde ithalata bağlı olan yapının değiştirilmesi ve eriyen stokların yerine konulması gerekmektedir. Türkiye'de yapısal bir problem olarak karşımızda duran enflasyonla mücadelenin de bu kapsamda aktif olarak yapılabilmesi önem taşımaktadır.

Diğer taraftan sağlıklı bir büyümenin gerçekleştirilebilmesi için bütçe açıklarının arttığı bir ortamda daha dikkatli adımlar atılmalıdır. Bu kapsamda kamu harcamaları kısıtlanmalı ve bütçe gelir kalemleri kontrol altında tutulmalıdır. Dünya ticaret hacminin giderek daraldığı ve Türkiye için oldukça önem taşıyan sermaye hareketlerinin dikkatle izlenmesi önem taşımaktadır. Küresel likidite arttığında veya FED faiz indirimine gittiğinde Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere, sermaye için uygun koşulların oluşması durumunda, sermaye girişlerinin hızlanacağı ve ekonomik büyümeye olumlu katkı yaratacağı beklenmektedir. Piyasanın ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanması, kredilerdeki iyileşme ve dış finansman bulmada zorluk yaşanmaması büyümeyi etkileyen başlıca nedenler arasında sayılabilmektedir. Bu döngü içerisinde işleyen ekonomik sistemden yabancı sermayenin bir süre sonra ayrılması ise süreci tersine döndürebilmektedir. Kredilerde meydana gelen hızlı büyüme, cari açıktaki artış, ülke içi riskin artması ve reel kurun değerlenmesi olumsuz sonuçları da beraberinde getirebilmektedir. Dolayısıyla para politikası uygulamasında kullanılan araçların çeşitlendirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir. Sermaye akımlarının istenildiği gibi yönetilebildiği, etkin rezerv yönetiminin yapıldığı ve ekonomik dengelerin sağlanabildiği makro ihtiyati politikaların bütüncül çerçevede istikrarlı bir şekilde uygulanması öncelikli olarak devam etmelidir.

KAYNAKÇA/BİBLİYOGRAFİ

Adanur Aklan, N. & Nargeleçekenler, M. (2008). Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 39*, 109-132.

Ağazade, S., & Karakaya, A. (2019). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme: OECD Ülkeleri Örneğinde Panel Nedensellik Analizi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6*(2), 471-484.

Akçay, M. A. (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar,* (T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Uzmanlık Tezi, Yayın No: 2483), s. 3-176.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics, 84*(3), 488-500.

Alkan, U. (2014). *Finans Sektöründen Reel Sektöre Parasal Aktarım Mekanizması: Bankacılık Sektörü Açısından Bir Uygulama* (Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, Basılmamış Doktora Tezi), İstanbul 2014, s. 5-225.

Alkin, E. (2021). *Böyle Devam Ederse Faiz Seviyesi Kronikleşir...* https://emrealkin.com/tr/haber/3941/boyle-devam-ederse-faiz-seviyesi-kroniklesir/, (01.06.2021).

Arat, K. (2003). *Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi* (TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2003, s. 1-91.

Arestis, P., Dunn, S. P. & Sawyer, M. (1999). Post Keynesian Economics and Its Critics. *Journal of Post Keynesian Economics, 21*(4), 527-549.

Baykal, C. M. (2007). Hukuki Boyutlarıyla Finansal Krizler. *Bankacılar Dergisi, 60*(1), 33-48.

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2003). *Yıllık Rapor*. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, https://www.fkb.org.tr/Sites/1/upload/files/bddk_yillik_rapor_2003-46.pdf, (19.09.2021).

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2017). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Mart 2017.* Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, https://www.bddk.org.tr/Veri/EkGetir/8?ekId=32, (20.10.2021), s. 1-22.

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2019). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Haziran 2019.* Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, https://www.bddk.org.tr/Veri/EkGetir/8?ekId=41, (29.05.2021).

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2021a). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Aralık 2021.* Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, https://www.bddk.org.tr/Veri/EkGetir/8?ekId=127, (05.05.2023), s. 1-23.

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2021b). *Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Haziran 2021*. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, https://www.bddk.org.tr/Veri/EkGetir/8?ekId=110, (08.10.2021), s. 1-23.

BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2022). *Toplam Kredi Hacmi*. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/tr/Home/Gelismis, (22.10.2022).

Bernanke, B. & Blinder, A. (1990). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA, 3487*, 2-42.

Bernanke, B. S. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York, 18*, 50-70.

Bernanke, B. S. (1988). Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit? *Business Review*, 3-11.

Bernanke, B. S. & Blinder, A. S. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. *The American Economic Review*, *78*(2), 435-439.

Bernanke, B. S. & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, *9*(4), 27-48.

Bhagwati, J. (1958). Immiserizing Growth: A Geometrical Note. *The Review of Economic Studies*, *25*(3), 201-205.

Boivin, J., Kiley, M. T. & Mishkin, F. S. (2010). How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time? *National Bureau of Economic Research*, *15879*, 1-88.

Brunner, K. & Meltzer, A. H. (1988). Money and Credit in the Monetary Transmission Process. *The American Economic Review*, *78*(2), 446-451.

Bullard, J. (1994). Measures of Money and the Quantity Theory. *Federal Reserve Bank of St Louis*, *76*(1), 19-30.

Cansen, E. (2006). *Faiz, Enflasyon İlişkisi*. Hürriyet Gazetesi, https://www.hurriyet.com.tr/faiz-enflasyon-iliskisi-4794866, (05.06.2021).

Ceylan, S. & Durkaya, M. (2010). Türkiye'de Kredi Kullanımı-Ekonomik Büyüme İlişkisi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 24(2), 21-35.

Chick, V. (1995). Is There a Case for Post Keynesian Economics? *Scottish Journal of Political Economy*, *42*(1), 20-36.

Ciccarelli, M., Maddaloni, A. & Peydró, J.-L. (2015). Trusting the Bankers: A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy. *Review of Economic Dynamics*, *18*(4), 979-1002.

Cin, M. F. (2012). *Post-Keynezyen İktisat*. 1. Basım, Efil Yayınevi, Ankara 2012, s. 1-117.

Crotty, J. R. (1990). Owner–Manager Conflict and Financial Theories of Investment Instability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky. *Journal of Post Keynesian Economics*, *12*(4), 519-542.

Çağlarırmak Uslu, N. & Karahan, P. (2016). An Analysis on the Efficiency of Bank Lending Channel in Turkey. *Journal of Business Economics and Finance*, *5*(2), 206-217.

Çakmur Yıldırtan, D. (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri: Makro Ekonomik Verilerle*. 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2011, s. 1-296.

Çavuşoğlu, A. T. (2002). Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation. *Middle East Technical University ERC Working Papers in Economics*, *2*(03), 1-30.

Çiçek, M. (2011). Paranın Miktar Teorisi ve Türkiye'de Geçerliliği. *Suleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences*, *16*(3), 87-115.

Demiralp, S. (2021). *Dolar/TL Rekor Kırdı: Merkez Bankası, Erdoğan'ın İsteği Doğrultusunda Faiz İndirirse Ne Olur?*. BBC News, https://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-57328838.amp, (03.06.2021).

Demirci, N. S. (2017). İmalat Sanayi Sektöründe Üretim ve Banka Kredileri İlişkisi: Türkiye için Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *19*(1), 35-61.

Demirci, N. S. (2017). İmalat Sanayi Sektöründe Üretim ve Banka Kredileri İlişkisi: Türkiye için Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi. D*okuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *19*(1), 35-61.

Di Martino, P. (2004). Was the Bank of England Responsible for Inflation During the Napoleonic Wars (1897-1815)? Some Preliminary Evidence from Old Data and New Econometric Techniques. *Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa,* (33), 2-24.

Dickey, D. A. & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, *74*(366a), 427-431.

Dickey, D. A. & Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1057-1072.

Doğanalp, N. (2022). Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarından Faiz ve Kredi Kanalının VAR Yöntemiyle İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Avrupa Bilim ve Teknoloji Dergisi*(33), 138-144.

ECB (European Central Bank). (2004). *The Monetary Policy of The ECB*. European Central Bank Report, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf, (12.02.2021).

Eğilmez, M. (2017). *Merkez Bankası Rezervleri.* Kendime Yazılar, https://www.mahfiegilmez.com/2017/04/merkez-bankas-rezervleri.html, (16.09.2022).

Eğilmez, M. (2018a). *Değişim Sürecinde Türkiye.* 19. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul 2018, s. 1-248.

Eğilmez, M. (2018b). *Küresel Finans Krizi.* 15. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul 2018, s. 1-184.

Eğilmez, M. (2020a). *Dolarizasyonda Son Durum*. Kendime Yazılar, https://www.mahfiegilmez.com/2020/12/dolarizasyonda-son-durum.html, (27.03.2023).

Eğilmez, M. (2020b). *Türkiye Ekonomisi*. 2. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul 2020, s. 1-279.

Eğilmez, M. (2022). *Döviz Kuru Rejimleri ve Türkiye Uygulaması*. Kendime Yazılar, https://medyascope.tv/2022/03/14/mahfi-egilmez-yazdi-doviz-kuru-rejimleri-ve-turkiye-uygulamasi/, (16.10.2022).

Eğilmez, M. & Kumcu, E. (2006). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*. 10. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul 2006, s. 1-439.

Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series.* John Wiley&Sons, Inc. https://new.mmf.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2018/03/enders_applied_econometric_time_series.pdf, (29.11.2022).

EPDK (Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu). (2018). *Doğalgaz Piyasası 2017 Yılı Sektör Raporu*. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu, https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-166/resmi-istatistikleri, (22.04.2021).

Ertem, C. (2018). *A Theoretical Overview of Erdoğan's Remarks: The Issue of Interest-Inflation*. Daily Sabah Gazetesi, https://www.dailysabah.com/columns/cemil-ertem/2018/05/18/a-theoretical-overview-of-erdogans-remarks-the-issue-of-interest-inflation, (18.05.2018).

Ertop, K. (2006). *Makroiktisat*. Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, İstanbul 2006, s. 1-306.

FED (Federal Reserve Bank). (2021). *Minutes of the Federal Open Market Committee September 21-22*. Federal Reserve Bank, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20210922.pdf, (10.01.2022).

Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money, Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. The Macmillan Company, New York,

https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=a07TxVOETfAC&oi=fnd&pg=PR21&dq=THE+PURCHASING+POWER+OF+MONEY+1911+fisher&ots=H2RukTlhAH&sig=fKaZlxXSsn9k9UOws2rjzWSkmmw&redir_esc=y#v=onepage&q=THE%20PURCHASING%20POWER%20OF%20MONEY%201911%20fisher&f=false, (11.07.2020).

Friedman, M. & Schwartz, A. J., (1965). Money and Business Cycles, *The State of Monetary Economics*, NBER, 1965, 32-78.

Goodfriend, M. & King, R. G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, *12*, 231-283.

Graff, M. (2008). The Quantity Theory of Money in Historical Perspective. *KOF Working Papers*, *196*, 1-32.

Granger, C. W. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, *37*(3), 424-438.

Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, NBER, 1990, 1-42.

Gurley, J. G. & Shaw, E. S. (1967). Economic Development and Cultural Change, *The University of Chicago Press*, *15*(3), 257-268.

Günbegi, F. & Karahan, Ö. (2021). Türkiye'de Banka Kredi Kanalının Etkinliği. *JOEEP: Journal of Emerging Economies and Policy*, *6*(2), 162-169.

Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021). *Kamu-Özel Bankaların İç Borçlanma Oranı,* Hazine ve Maliye Bakanlığı, https://hmvds.hmb.gov.tr/, (21.10.2021).

Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the" Classics"; A Suggested İnterpretation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, *5*(2), 147-159.

Hicks, J. R. (1953). An inaugural lecture. *Oxford Economic Papers*, *5*(2), 117-135.

Horváth, B. & Maino, R. (2006). Monetary Transmission Mechanisms in Belarus. *IMF Working Papers*, *2006*(246), 1-22.

Howells, P. & Hussein, K. (1998). The Endogeneity of Money: Evidence from the G7, *Scottish Journal of Political Economy*, *45*(3), 329-340.

Hubbard, R. G. (1994). Is There a Credit Channel for Monetary Policy? *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA*, *4977*, 1-45.

Hume, D. (1752). *Political Discourses*. Second Edition, Printed by R. Fleming, For A. Kincaid and A. Donaldson, Edinburgh, https://books.google.com.tr/books?id=m0gVAAAAQAAJ&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false, (10.04.2020).

Humphrey, T. M. (1988). Rival Notions of Money. *Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond*, *74*(5), 3-9.

Hülsewig, O., Mayer, E. & Wollmershäuser, T. (2006). Bank Loan Supply and Monetary Policy Transmission in Germany: An Assessment Based on Matching Impulse Responses. *Journal of Banking & Finance*, *30*(10), 2893-2910.

Iacoviello, M. & Minetti, R. (2008). The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market. *Journal of Macroeconomics*, *30*(1), 69-96.

IMF (International Monetary Fund). (1999). *Letter of Intent of 9 December*. https://www.imf.org/external/np/loi/1999/120999.htm (24.03.2023).

IMF (International Monetary Fund). (2021). *World Economic Outlook October 2021*. International Monetary Fund, https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021, (10.03.2022).

Ismail, F., Ab-Rahim, R., & Pei-Chin, L. (2019). Nexus Between Financial Development and Economic Growth in Malaysia. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, *9*(1), 26-44.

İnan, E. A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye. *Bankacılar Dergisi*, *39*, 3-19.

Kamin, S., Turner, P. & Van't Dack, J. (1998). The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview. In *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies,* (Vol. 3, pp. 5-65). BIS Policy Papers.

Kandır, S. Y., İskenderoğlu, Ö. ve Önal, Y. B. (2007). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *16*(2), 311-326.

Kar, M. ve Pentecost, E. J. (2000). Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Casuality Issue. *00/027*, 3-20.

Kara, H. (2021). *Deja vu*. https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/deja-vu/616970, (10.05.2021).

Kara, H. (2022). *Türkiye Para Politikası Tarihi ve TCMB*. https://www.youtube.com/watch?v=3Cz_O2uj5oc, (02.05.2023).

Karluk, R. (1996). *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim ve Sosyal Değişim,* Genişletilmiş 4. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul 1996.

Kashyap, A. K. & Stein, J. C. (1997). What do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, *6056*, 1-46.

Kaya, H. (2017). *Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Kredi ve Döviz Kuru Kanallarının VAR Analizi.* (Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal Bilimler

Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Burdur 2017, s. 1-141.

Kazgan, G. (2002). 1990 Sonrası Yıllarda Türkiye'de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri için Çözümler Açısından bir İrdeleme. *Galatasaray Üniversitesi*,1-36. https://web.archive.org/web/20061127100414/http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/1990_sonrasi_yillarda_Turkiye.doc (03.04.2021).

Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money*, Volume V, Cambridge University Press, 3-377. keynescw5.pdf (free.fr) (10.05.2022).

Keynes, J. M. (1936). *Genel Teori İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi* (Çev: Uğur Selçuk Akalın). İkinci Baskı, Kalkedon Yayınları, İstanbul 1936.

Kishan, R. P. & Opiela, T. P. (2000). Bank Size, Bank Capital, and the Bank Lending Channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, *32*(1), 121-141.

Kolsuz, G. & Yeldan, A. E. (2014). 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynaklarının Araştırılması. *Çalışma ve Toplum, 1*(40), 49-66.

Li, H., Ni, J., Xu, Y. & Zhan, M. (2021). Monetary Policy and Its Transmission Channels: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, *68*, 101621.

Loayza, N. & Schmidt-Hebbel, K. (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview. *Serieson Central Banking, Analysis, and Economic Policies,*, *4*, 1-20.

Locke J. (1691). *Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interests and Raising the Value of Money.* https://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368LockeSomeConsiderationsAlltable.pdf, (22.03.2020).

Locke, J. (1696). *Further Considerations Concerning Raising the Value of Money*. The Second Edition, London, 1-112.

https://books.google.com.tr/books?id=CIdmAAAAcAAJ&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false, (22.03.2020).

Lopes, F. L. (1998). The Transmission Mechanism of Monetary Policy in a Stabilising Economy: Notes on the Case of Brazil. In The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies, (Ed: Bank for International Settlements), (p. 65-72), BIS Policy Papers.

Lütkepohl, H. & Saikkonen, P. (1997). Impulse Response Analysis in Infinite Order Cointegrated Vector Autoregressive Processes. *Journal of Econometrics*, *81*(1), 127-157.

Macit, D. (2018). *Bir Para Politikası Kanalı Olarak Uluslararası Kredi Kanalı,* (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Basılmamış Doktora Tezi), İstanbul 2018, 1-236.

Maddala, G. S. (1992). *Introduction to Econometrics*. Second Edition, Macmillan Publishing Company, Newyork, https://jigjids.files.wordpress.com/2011/05/introduction-to-econometric-2nd.pdf, (01.12.2022).

Malkiel, B. G. (2010). Bubbles in Asset Prices. In *The Oxford Handbook of Capitalism,* (Vol. 200, pp. 1-21), CEPS Working Paper.

Mankiw, G. N. (2007). *Makroekonomi.* (Çev: Ömer Faruk Çolak), 6. Baskı, Efil Yayınevi, Ankara 2007.

Meltzer, A. H. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. *Journal of Economic perspectives, 9*(4), 49-72.

Mert, M. & Çağlar, A. E. (2019). *Eviews ve Gauss Uygulamalı Zaman Serileri Analizi*. 1. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara 2019.

Meyer, L. H. (2001). Does Money Matter. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2001, 83,* , 1-16.

Miller, C. (2006). Pathways Through Financial Crisis: Turkey. *Global Governance, 12*(4), 449-464.

Mirasedoğlu, M. U. (2017). Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Banka Kredi Kanalının Etkinliğine İlişkin Bir Analiz. *Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 13*, 518-544.

Mishkin, F. S. (1978). The Household Balance Sheet and the Great Depression, *The Journal of Economic History, 38*(4), 918-937.

Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives, 9*(4), 3-10.

Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA, 5464*, 2-26.

Mishkin, F. S. (2000). *Para Teorisi ve Politikası,* (Çev: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak ve Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul 2000.

Mishkin, F. S. (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, Working Paper 8617*, 1-21.

Mishkin, F. S. (1978). The Household Balance Sheet and the Great Depression, *The Jurnal of Economic History, 38*(4), 918-937.

Mishkin, F. S. (2011). *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar.* (Çev: Nazım Engin), 8. Baskı, Akademi Yayıncılık, İstanbul 2011.

Modigliani, F. (1971). Monetary Policy and Consumption Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages. *Boston: Federal Reserve Bank of Boston*, 9-97.

Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, *48*(3), 261-297.

Mohanty, M. S. & Turner, P. (2008). Transmission Mechanisms for Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New? In *Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies* (Vol. 35, pp. 1-60). BIS Policy Papers.

Moore, B. J. (1989). The Endogeneity of Credit Money. *Review of Political Economy*, *1*(1), 65-93.

Mundell, R. A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique*, *29*(4), 475-485.

Murthy, D. S., & Samantaraya, A. (2014). Assessing Financial Development in India and Its Relation with Economic Growth: An Empirical Analysis. *Journal of Economic and Financial Modelling*, *2*(1), 1-12.

National Bureau of Statistics of China. (2022). *Preliminary Accounting Results of GDP for the Fourth Quarter and the Whole Year of 2021*, http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202201/t20220119_1826672.html, (30.05.2022).

Nell, K. S. (2000). The Endogenous/ExogenoUs Nature of South Africa's Money Supply Under Direct and Indirect Monetary Control Measures. *Journal of Post Keynesian Economics*, *23*(2), 313-329.

Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic perspectives*, *9*(4), 73-96.

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). (2021). OECD Economic Outlook. *OECD Publishing*, *2021*(2), No: 110, 113-225.

https://img.lalr.co/cms/2021/12/01163825/OECD-Economic-Outlook-Eng.pdf, (25.06.2022).

OECD. (Organisation for Economic Co-operation and Development). (2022). *Main Economic Indicators (Gross Domestic Product)*. https://read.oecd-ilibrary.org/economics/main-economic-indicators/volume-2022/issue-5_bb256505-en#page13, (30.05.2022).

Officer, L. H. (2000). The Bullionist Controversy: A Time-Series Analysis. *International Journal of Finance & Economics*, *5*(3), 197-209.

Oliner, S. D. & Rudebusch, G. D. (1996). Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy? *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, *1*, 3-13.

Özatay, F. (2009). Türkiye'de 2000-2008 Döneminde Para Politikası. *Iktisat Isletme ve Finans*, *24*(275), 37-65.

Özatay, F. (2021). *2021 Büyümesi*. Dünya Gazetesi, https://www.dunya.com/kose-yazisi/2021-buyumesi/623091, (05.06.2021).

Özcan, B. & Arı, A. (2011). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi: Türkiye Örneği. *Business and Economics Research Journal*, 2(1), 122-142.

Özcan, C. C. (2016). Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları: Türkiye Üzerine Bir Analiz. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, *16*(32), 188-213.

Özçiçek, Ö. (2006). Türkiye'de 1980 Sonrası Para Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Yeri. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *15*(1), 257-268.

Özdemir, A. K. (2012). *Parasal Aktarım Mekanizmasında Banka Kredi Kanalının Yeri: Türkiye Üzerine Bir İnceleme* (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler

Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı Finans Bilim Dalı, Basılmamış Doktora Tezi), İstanbul 2012, s. 1-456.

Özşuca, E. A. (2019). Küresel Kriz Sonrasında Türkiye'de Para Politikasının Banka Karlılığı Üzerindeki Etkisi. Bankacılar Dergisi, 110, 56-74.

Öztürkler, H. & Çermikli, A. H. (2007). Türkiye'de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 44*(514), 57-68.

Palley, T. I. (1994). Competing Views of the Money Supply Process: Theory and Evidence, *Metroeconomica, 45*(1), 67-88.

Palley, T. I. (1997). Optimal Monetary Policy in the Presence of a Monetarist Transmission Mechanism. *Economics Letters, 55*(1), 109-114.

Parasız, M. İ. (2000). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. 7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 2000.

Parasız, M. İ. (2003). *Para Politikası*. 6. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 2003.

Patrick, H. T. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change, 14*(2), 174-189.

Peker, O. & Canbazoğlu, B. (2011). Türkiye'de Banka Kredi Kanalının İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 18*(2), 127-143.

Pétursson, T. G. (2001). The Transmission Mechanism of Monetary Policy. *Monetary Bulletin, 4*, 62-77.

Phillips, P. C. & Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika, 75*(2), 335-346.

Pigou, A. C. (1917). The Value of Money. *The Quarterly Journal of Economics, 32*(1), 38-65.

Pollin, R. (1991). Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence. *Journal of Post Keynesian Economics*, *13*(3), 366-396.

Presedent of Russia. (2015). *Executive Order on Measures to Ensure Russia's National Security and Protection of Russian Citizens Against Criminal and Other Illegal Acts and on the Application of Special Economic Measures Against Turkey*, http://en.kremlin.ru/acts/news/50805, (17.11.2022).

Rabin, A. A. & Yeager, L. B. (1997). The Monetary Transmission Mechanism. *Eastern Economic Journal*, *23*(3), 293-299.

Recep, T. & Bozkurt, H. (2006). Türkiye'de İstikrarsiz Büyümenin VAR Modelleri ile Analizi (1991.1-2004.3). *Istanbul University Econometrics and Statistics e-Journal*(4), 1-16.

Resmi Gazete. (1940). *Kanunlar*. Devlet Matbaası, https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/4525.pdf, (24.03.2023).

Resmi Gazete. (1955). *Kanunlar*. Devlet Matbaası, https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/8999.pdf, (24.03.2023).

Resmi Gazete. (1965). *Kanunlar*. Devlet Matbaası, https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/11974.pdf, (24.03.2023).

Resmi Gazete. (2001). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*. Başbakanlık Mevzuatı Geliştirme ve Yayın Genel Müdürlüğü, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/05/20010505.htm, (23.03.2023).

Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation*. Third Edition, Batoche Books, Canada. https://books.google.com.tr/books?id=cUBKAAAAYAAJ&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false.

Romer, C. D. & Romer, D. H. (1993). Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA*, *4485*, 2-43.

Romer, D. H. (2000). Keynesian Macroeconomics Without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*, *14*(2), 149-169.

Rothbard, M. N. (2010). Copernicus and the Quantity Theory of Money. *Mises Daily Articles*, https://mises.org/library/copernicus-and-quantity-theory-money, (06.05.2021).

Safaei, J. & Cameron, N. E. (2003). Credit Channel and Credit Shocks in Canadian Macrodynamics-A Structural VAR Approach. *Applied Financial Economics*, *13*(4), 267-277.

Samuel I. K. (2009). Board of Governors of the Federal Reserve System Division of International Finance. (Radcliffe Raporu), Review of Foreign Developments, *334*, 1-18.

Samuelson, P. A. (1948). *Economics an Introductory Analysis*. United States of America, McGraw-Hill Company, First Edition, Newyork Toronto London, https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.50126/page/n3/mode/2up, (02.03.2021).

Selçuk, D. (2007). *Banka Krizleri ve Özel Sermayeli Ticaret Bankaları: Türkiye Örneği.* (Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Edirne 2007, s. 1-95.

Serel, A. & Güvenoglu, H. (2019). Banka Kredi Kanalının İşleyişi: Türkiye Uygulaması (2011-2018). *Business and Economics Research Journal*, *10*(4), 867-883.

Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, *48*(1), 1-48.

Skaggs, N. T. (1999). Changing Views: Twentieth-Century Opinion on the Banking School-Currency School Controversy. *History of Political Economy*, *31*(2), 361-391.

Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations.* (Edwin Cannan), The University of Chicago Press, America, https://www.google.com.tr/books/edition/An_Inquiry_into_the_Nature_and_Causes_of/_lEGnB10-KQC?hl=tr&gbpv=1&dq=The+Wealth+of+Nations.(E.+Cannan+Ed.,+1904),&printsec=frontcover, (26.08.2021).

Snowdon, B. & Vane, H. (2017). *Modern Makroekonomi*. 1. Basım, Efil Yayınevi, Ankara 2017.

Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, *71*(3), 393-410.

Sunde, T. (2013). Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Namibia (1990Q1-2011Q4). *Journal of Emerging Issues in Ecenomics, Finance and Banking (JEIEFB)*, *1*(1), 52-65.

Suzuki, T. (2004). Credit Channel of Monetary Policy in Japan: Resolving the Supply Versus Demand Puzzle. *Applied Economics*, *36*(21), 2385-2396.

Suzuki, T. (2004). Is the Lending Channel of Monetary Policy Dominant in Australia?. *Economic Record*, *80*(249), 145-156.

Şahbaz Kılınç, N. & Kılınç, E. C. (2020). Türkiye'de Banka Kredi Kanalının Etkinliği. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *22*(2), 418-431.

Şen, H. (2004). Hükümranlık Hakkının Kötüye Kullanıma Bir Örnek: Hazine'ye Kısa Vadeli Avans. *Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, *481*, 60-69.

Şengönül, A. & Thorbecke, W. (2005). The Effect of Monetary Policy on Bank Lending in Turkey. *Applied Financial Economics*, *15*(13), 931-934.

T.C. Dışişleri Bakanlığı. (2023). *Rusya Federasyonu'nun Ekonomisi*. https://www.mfa.gov.tr/rusya-ekonomisi.tr.mfa, (30.03.2023).

Tabak, Ş. Ş., Güler, H. & Talaslı, İ. A. (2020). Bankacılık Sektörü Rezerv Tesis Eğiliminin Belirleyicileri. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, *1*, 1-10.

Taş, S., Örnek, İ. & Utlu, S. (2012). Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması. *Journal of the Cukurova University Institute of Social Sciences*, *21*(1), 53-74.

Tauber, E. M. (1972). Marketing Notes and Communications: Why do People Shop?. *Journal of Marketing*, *36*(4), 46-49.

Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic perspectives*, *9*(4), 11-26.

TBB (Türkiye Bankalar Birliği). (2008). *50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi '1958-2007'*. Türkiye Bankalar Birliği, https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/808/2tbb50yil.pdf, (29.05.2022), s. 1-270.

TBB (Türkiye Bankalar Birliği). (2019). *60. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi 1958-2018*. Türkiye Bankalar Birliği, https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7617/60._Yilinda_Turkiye_Bankalar_Birligi.pdf, (03.02.2022), s. 2-295

TBB (Türkiye Bankalar Birliği). (2021). *Türkiye Bankalar Birliği 64. Genel Kurul Toplantısı, 26 Mayıs 2021, Yönetim Kurulu Başkanı Alpaslan Çakar Açılış Konuşması*. Türkiye Bankalar Birliği, https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7772/TBB_YKB_GK_280521.pdf, (05.06.2021), s. 1-4.

TBMM (Türkiye Büyük Millet Meclisi). (2001). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*. Kanun No: 4651, https://www5.tbmm.gov.tr/kanunlar/k4651.html, (24.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2001a). *Para Politikası Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b6e5a15c-1143-4c4a-8e13-77cd67bd022a/baskan_ParaPol01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b6e5a15c-1143-4c4a-8e13-77cd67bd022a-m3fB7u2, (01.05.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2001b). *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/daea59cb-6b14-498f-9b4a-87e8aa58cbbe/program+%281%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-daea59cb-6b14-498f-9b4a-87e8aa58cbbe-m3fB7yW, (24.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2002a). *2002 Yılı Büyüme Performansı Birinci Kısım*. Türkiye Cunhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a064246e-e977-41a6-b4c8-ad980b4e79a4/ODTU.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a064246e-e977-41a6-b4c8-ad980b4e79a4-m3fBePv#:~:text=Kredi%20hacmi%20hari%C3%A7%20yukar%C4%B1da%20say%C4%B1lan,ise%20y%C3%BCzde%208.8%20oldu%C4%9Fu%20a%C3%A7%C4%B1klanm%C4%B1%C5%9Ft%C4%B1r., (29.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2002b). *Para Politikası Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b8888017-db6d-4936-b019-ca4143d254d3/ppr-nisan2002.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b8888017-db6d-4936-b019-ca4143d254d3-m3fBatd, (25.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2002c). *Yıllık Rapor 2002*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4/2002_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4-mh5zkN7, (27.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2003). *Para Politikası Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4f3df94f-9bc8-462e-90b1-479e79c01e4b/ppr-ocak03.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4f3df94f-9bc8-462e-90b1-479e79c01e4b-m3fBatf, (25.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2004). *Yıllık Rapor 2004*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b6152e38-5b65-4f37-aaa7-cc38d5e71072/2004_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b6152e38-5b65-4f37-aaa7-cc38d5e71072-mh5zrWz, (24.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2005). *Yıllık Rapor 2005*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764/2005_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764-mh5zvu9, (27.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2009). *Yıllık Rapor 2009*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/95d30d54-335f-4540-847d-9068a4322c69/09turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-95d30d54-335f-4540-847d-9068a4322c69-mgX2Wig (30.05.2022)

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2010a). *Finansal İstikrar Raporu 2010 Aralık*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cc28bdd8-a5b6-4403-ba4e-31d56b40df4a/Fir_TamMetin11.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-cc28bdd8-a5b6-4403-ba4e-31d56b40df4a-m3fBbSz, (30.05.2022)

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2010b). *Yıllık Rapor 2010*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b/10turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b-mgX2JB0#:~:text=Finansal%20%C4%B0stikrar%20Raporu'nun%202010%20y%C4%B1l%C4%B1%20ilk%20say%C4%B1s%C4%B1%20yay%C4%B1mland%C4%B1.&text=15%20Temmuz%202010-,PPK%20toplant%C4%B1s%C4%B1%20yap%C4%B1ld%C4%B1.,oran%C4%B1%20%25%209%20d%C3%BCzeyinde%20sabit%20tutuldu.&text=Yabanc%C4%B1%20para%20zorunlu%20kar%C5%9F%C4%B1l%C4%B1k%20oran%C4%B1,ten%20%25%2010'a%20y%C3%BCkseltildi., (27.05.2022)

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2011a). *Bülten-Çekirdek Enflasyon*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e2f2a0a0-abc3-4dd6-8ae1-800ae960fec5/Bulten_Turkce21.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e2f2a0a0-abc3-4dd6-8ae1-800ae960fec5-m3fB9BM, (06.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2011b). *Yıllık Rapor 2011*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc2860bf-4a2f-4fd5-81e1-5afe9edf6a14/11turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-fc2860bf-4a2f-4fd5-81e1-5afe9edf6a14-mgX2Jfo, (30.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2012a). *Bülten Aralık 2012*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2-m3fB9BK, (21.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2012b). *Yıllık Rapor 2012*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf (25.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2013a). *Bülten Mart 2013*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ae3e96f-cda6-487e-ad19-8275029109e7/Bulten29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5ae3e96f-cda6-487e-ad19-8275029109e7-m3fB9EG, (22.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2013b). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2013*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0482f012-1ed4-4b7a-a342-10395f8b6a98/Fir_TamMetin17.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0482f012-1ed4-4b7a-a342-10395f8b6a98-m3fBb-gb, (30.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2013c). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES, (14.12.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2013d). *Yıllık Rapor 2013*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2013/tr/, (25.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2014a). *Bülten Haziran 2014*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/60827ab7-ebab-4cf1-9917-6f9dcb7912a3/Bulten34.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-60827ab7-ebab-4cf1-9917-6f9dcb7912a3-m3fB9EI, (27.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2014b). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2014*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d8a64e7b-d057-4590-acbf-64debee911a1/Fir_TamMetin19.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d8a64e7b-d057-4590-acbf-64debee911a1-m3fBc0F, (27.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2014c). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2014*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/daa5c16d-9456-4a1d-a614-8d69639d6437/Fir_TamMetin18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-daa5c16d-9456-4a1d-a614-8d69639d6437-m3fBc3d, (30.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2014d). *Yıllık Rapor 2014*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/tr/, (25.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2015a). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2015*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ccd991ea-3d2e-408e-906e-787b6b0be184/Fir_TamMetin21.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ccd991ea-3d2e-408e-906e-787b6b0be184-m3fBc3g, (30.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2015b). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2015*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c327cd7d-bc58-4d4d-acd6-aaf1bb0f35cb/Fir_TamMetin20.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTW

ORKSPACE-c327cd7d-bc58-4d4d-acd6-aaf1bb0f35cb-m3fBc5T, (30.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2015c). *Yıllık Rapor 2015*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/files/tr-full.pdf, (25.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2016a). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2016*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bc413f52-ca24-42ff-a13d-f9e184c03685/Fir_TamMetin23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-bc413f52-ca24-42ff-a13d-f9e184c03685-m3fBc8p, (02.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2016b). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2016*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/29c546fa-f5b7-4520-a017-dce315678879/Fir_TamMetin22.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-29c546fa-f5b7-4520-a017-dce315678879-m3fBc5W, (01.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2016c). *Yıllık Rapor 2016*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/files/tr-tcmb2016.pdf, (25.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2017a). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2017*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/08f47056-78c3-4a1e-bcea-a5adc926883c/Fir_TamMetin24.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-08f47056-78c3-4a1e-bcea-a5adc926883c-m3fBca-, (02.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2017b). *Yıllık Faaliyet Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/tr/, (26.07.2022)

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018a). *Döviz Rezerv Yönetimi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5b4e46d9-a54d-4ce2-b872-665143119bda/Doviz_Rezerv_Yonetimi2018.PDF?MOD=AJPERES, (13.09.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018b). *Enflasyon Raporu-I*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1ccd950c-629f-4d03-8183-365b6cfbfe2f/enf-ocak2018-I_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1ccd950c-629f-4d03-8183-365b6cfbfe2f-m56LvDc, (27.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018c). *Enflasyon Raporu-II*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ad46c11e-5c10-43c0-b8b5-b3ba397f8809/enf-nisan2018_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ad46c11e-5c10-43c0-b8b5-b3ba397f8809-mclPOvY, (30.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018d). *Enflasyon Raporu-III*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9338c1f9-5862-4686-bb22-1858a6b0b35d/enf-temmuz2018_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9338c1f9-5862-4686-bb22-1858a6b0b35d-msSBEgv, (30.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018e). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2018*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/7be5ffea-3a41-4533-933a-

db63c8943bdc/Fir_TamMetin27.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-7be5ffea-3a41-4533-933a-db63c8943bdc-mtzrkqW, (25.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018f). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri.* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6ccf55f-b2ac-4153-8d5a-c7ba61afa053/TCMB+TK+BASKI+WEB.pdf?MOD=AJPERES (22.03.2023), s. 1-30.

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018g). *Yıllık Rapor 2018*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/tr/, (26.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2018h). *Yıllılk Faaliyet Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/files/tr-full.pdf, (26.07.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2019a). *Enflasyon Raporu-I*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/85fcc9c8-1a68-4937-881d-53f55246d28d/enf-ocak2019-i_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-85fcc9c8-1a68-4937-881d-53f55246d28d-mFYujUo, (05.08.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2019b). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2019*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ef7c0960-1e2d-4c94-bc43-36b959dea47c/Tam+Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ef7c0960-1e2d-4c94-bc43-36b959dea47c-mWS4mm1, (02.08.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2019c). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2019*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/877b1ba1-1aab-43ca-88b8-05e50caeb07d/Tam+Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-877b1ba1-1aab-43ca-88b8-05e50caeb07d-mIc-UB9, (02.08.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2019d). *Yıllık Faaliyet Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2019/files/tr-full.pdf, (06.08.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020a). *31 Mart 2020 Tarihli Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan İlave Tedbirlere İlişkin Basın Duyurusu*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b99d3a9b-7fc9-47c2-9bdc-3346aa81ceae/DUY2020-21.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b99d3a9b-7fc9-47c2-9bdc-3346aa81ceae-n4LQqjp, (29.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020b). *2021 Yılı Para ve Kur Politikası*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e3eb0402-2ea1-43f6-a75f-a17abda0131f/2021ParaKurTR.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e3eb0402-2ea1-43f6-a75f-a17abda0131f-nuRtmWD, (29.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020c). *Enflasyon Raporu-I*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/92437f7d-6a9a-43ed-a351-e37b1881e49f/enfocak2020_i_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-92437f7d-6a9a-43ed-a351-e37b1881e49f-n2BfF.1, (27.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020d). *Enflasyon Raporu-II*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/530bcf58-def9-43d2-a8be-ff9d4dee70da/enfnisan2020_ii_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROO

TWORKSPACE-530bcf58-def9-43d2-a8be-ff9d4dee70da-n7cKPHd, (27.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020e). *Enflasyon Raporu-III*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/80f71497-b85e-4e44-8e09-c5a7bf0de6f8/enftemmuz2020_iii_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-80f71497-b85e-4e44-8e09-c5a7bf0de6f8-ngBn5uJ, (28.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020f). *Enflasyon Raporu-IV*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cca35dc9-7d37-4419-a20d-f3948377f78e/enfekim2020_iv_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-cca35dc9-7d37-4419-a20d-f3948377f78e-no9w7rI, (28.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020g). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2020*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/832a5718-f26c-4869-8480-ab366e1b1eae/F%C4%B0R31_T%C3%BCmMetin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-832a5718-f26c-4869-8480-ab366e1b1eae-nqFxO1W, (29.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2020h). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2020*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c8e5e6c1-307f-4c37-87c2-a76e89dc66c5/Tam+Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c8e5e6c1-307f-4c37-87c2-a76e89dc66c5-n9vlEZv, (29.05.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021a). *2022 Yılı Para ve Kur Politikası*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e9d73d1f-1523-46ea-a307-bb74fe366389/2022+Para+ve+Kur+Politikas%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES

&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e9d73d1f-1523-46ea-a307-bb74fe366389-nU4.h6f, (09.03.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021b). *Enflasyon Raporu-I*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3e8a7d19-0815-492c-b116-8a341a23d35c/enfocak2021_i_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-3e8a7d19-0815-492c-b116-8a341a23d35c-nuMwRqN, (04.11.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021c). *Enflasyon Raporu-III*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f64fe337-d36b-4f3b-83d7-1f9cbab1654a/enftemmuz_2021_iii_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f64fe337-d36b-4f3b-83d7-1f9cbab1654a-nI623ys, (04.11.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021d). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2021*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a14f39d3-85db-4aaa-98e0-e683315d5784/TamMetin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a14f39d3-85db-4aaa-98e0-e683315d5784-nRGD13D, (03.12.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021e). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2021*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/82b86baf-01ad-4eb1-a01d-2210c21fa37d/F%C4%B0R32_TAM+MET%C4%B0N.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-82b86baf-01ad-4eb1-a01d-2210c21fa37d-nGacPVD, (04.06.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021f). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2021*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/82b86baf-01ad-4eb1-a01d-2210c21fa37d/F%C4%B0R32_TAM+MET%C4%B0N.pdf?MOD=AJPERE

S&CACHEID=ROOTWORKSPACE-82b86baf-01ad-4eb1-a01d-2210c21fa37d-nGacPVD, (03.12.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021g). *Hisse Senedi Kanalı.* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_13/5932/DataGroup/turkish/bie_abanlbil/, (25.10.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021h). *Merkez Bankası Analitik Bilanço.* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_13/5932/DataGroup/turkish/bie_abanlbil/, (22.11.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021i). *Rezerv Yönetimi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Rezerv+Yonetimi, (12.09.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021j). *TCMB ile Çin Halk Cumhuriyeti Arasında İmzalanan Swap Anlaşmasına İlişkin Basın Duyurusu (2021-24).* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2021/DUY2021-24, (20.09.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021k). *TCMB ile Güney Kore Merkez Bankası Arasında İmzalanan Swap Anlaşmasına İlişkin Basın Duyurusu (2021-34).* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2021/DUY2021-34, (21.09.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021l). *Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi Tablosu,* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_18/5092/DataGroup/turkish/bie_ulusdovlkd/, (22.11.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2021m). *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2021/duy2021-39, (15.09.2021).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2022a). *Bankacılık Sektörü Krediler* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket, (16.06.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2022b). *Enflasyon Raporu-I*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/75635e65-74bf-4d04-83ca-415ffea1f032/enfocak_2022_i_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-75635e65-74bf-4d04-83ca-415ffea1f032-nYLMlnb, (16.03.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2022c). *Türkiye'nin 1998-2021 Yılları Arası Döviz Kuru Değişimleri* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_18/5092/DataGroup/turkish/bie_ulusdovlkd/, (12.04.2022).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2023a). *Banka Kredi Kanalı* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_13/5932/DataGroup/turkish/bie_abanlbil/, (09.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2023b). *Faiz ve GSYİH Karşılaştırmalı Grafik* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_13/5932/DataGroup/turkish/bie_abanlbil/, (03.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2023c). *Faiz ve Net İhracat Karşılaştırmalı Grafik* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_13/5932/DataGroup/turkish/bie_abanlbil/, (03.03.2023).

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2023d). *Özel Sektörün Toplam Kredi Kullanımı/GSYİH* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket, (26.11.2022).

Thangavelu, S. M., & Beng Jiunn, A. (2004). Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis. *Empirical Economics*, *29*, 247-260.

TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği). (2003). IV. Türkiye Ekonomisinde Hedefler ve Gerçekleşmeler. *59. Genel Kurul Ekonomik Rapor*, https://tobb.org.tr/KamuPolitikalariMudurlugu/Documents/EkonomikRapor/4.pdf, (01.05.2023), s. 1-128.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, *1*(1), 15-29.

Tobin, J. (1978). Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism. *Southern Economic Journal*, *44*(3), 421-431.

Totonchi, J. (2011). Macroeconomic Theories of Inflation. International Conference on Economics and Finance Research, Singapore: IACSIT Press, 4(1), 459-462.

Tuna, K. ve Bektaş, H. (2013). Kredi Hacminin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Rolünün İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, *5*(9), 139-150.

Tunalı, H., & Onuk, P. (2017). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Journal of Economic Policy Researches*, *4*(1), 1-15.

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2021a). *Haber Bülteni, 37180*. Türkiye İstatistik Kurumu, https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Donemsel-Gayrisafi-Yurt-Ici-Hasila-IV.-Ceyrek:-Ekim---Aralik,-2020-37180, (10.06.2021).

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2021b). *Haber Bülteni, 37181*. Türkiye İstatistik Kurumu, https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Donemsel-Gayrisafi-Yurt-Ici-Hasila-I.-Ceyrek:-Ocak---Mart,-2021-37181, (10.06.2021).

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2022a). *Dış Ticaret İstatistikleri.* https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=dis-ticaret-104&dil=1, (10.06.2022).

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2022b). *Haber Bülteni, 45621.* Türkiye İstatistik Kurumu. https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Insaat-Maliyet-Endeksi-Aralik-2021-45621, (08.03.2023).

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2022c). *Kişi Başına Gayri Safi Yurtiçi Hasıla.* https://biruni.tuik.gov.tr/medas/?kn=136&locale=tr, (10.05.2022).

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2022d). *Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi Değişim Oranı.* https://data.tuik.gov.tr/Kategori/GetKategori?p=enflasyon-ve-fiyat-106&dil=1, (07.09.2022).

Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001/1*, 4-38.

Uzunoğlu, S. (2019). 2001 Krizi. (Ed: Turgay Münyas), Türkiye'nin Ekonomik Krizleri kitabı içinde (s. 233-263), İstanbul Okan Üniversitesi Yayını, İstanbul 2019.

Uzunoğlu, S. (2021). *Paranın Tekelleşmesi*. http://sadiuzunoglu.com/paranin-tekellesmesi, (25.12.2022).

Ünsal, E. M. (2007). *Makro İktisat*. 7. Baskı, İmaj Yayınevi, Ankara 2007.

Williams, J. C. (2011). Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years. *FRBSF Economic Letter, 31*, 1-7.

Williams, J. C. (2012). Monetary Policy, Money, and Inflation. *FRBSF Economic Letter*, *21*(9), 2-4.

Worldbank. (2021). *Turkey Economic Monitor April 2021: Navigating the Waves*. https://www.worldbank.org/tr/country/turkey/publication/economic-monitor, (23.03.2023).

Worldbank. (2022). *Dünya, OECD Üyeleri, Euro Bölgesi, Çin, Almanya, ABD ve Türkiye Büyüme Rakamları* https://databank.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators, (30.05.2022).

Yeldan, E. (2011). *İktisadi Büyüme ve Bölüşüm Teorileri*. 2. Baskı, Efil Yayınevi, Ankara 2011.

Yenisu, E. (2019). Türkiye'de Enflasyonun Makroekonomik Belirleyicileri: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, *7*(1), 43-58.

Yiğitoğlu, A. İ. (2005). 2001 Krizi Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinin ve Bankacılık Sektörünün Değerlendirilmesi. *Sosyo Ekonomi*, *1*(1), 115-125.

Yücel, H. (2020). Türk-Amerikan İlişkilerinde S-400 Krizi. *siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*, *302*, 7-26.