T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT PROGRAMI

TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI İKTİSADİ DALGALANMALARIN YAYILMA ETKİSİ VE PARA POLİTİKASI ASİMETRİSİ

Can KARABIYIK

Danışman
Doç. Dr. Coşkun ÇILBANT

MANİSA–2019

	T.C. MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ DOKTORA EĞİTİMİ FORMLARI Tez Savunma Sınavı Tutanağı	Doküman Kodu	FRDR-031
		Yayınlanma Tarihi	26/03/2018
		Revizyon No/Tarih	2-/28/02/2018
		Sayfa	1/1

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 25.09.2018 tarih ve 34/Ek5 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Manisa Celal Bayar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği'nin 22. maddesi gereğince İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Can KARABIYIK'ın **"Türkiye'de Uluslararası İktisadi Dalgalanmaların Yayılma Etkisi Ve Para Politikası Asimetrisi"** Konulu tezi incelenmiş ve aday 27.06.2019 tarihinde saat 11:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır. Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 90.. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna ☒ OY BİRLİĞİ ☒

DÜZELTME yapılmasına * ☐ OY ÇOKLUĞU ☐

RED edilmesine ** ☐ ile karar verilmiştir.

BAŞKAN

Doç. Dr. Coşkun Gilbant

ÜYE

Dr. Öğr. Üyesi Ela Golpon NART

Dr. Öğr. Üyesi Aziz BOSTAN

ÜYE

ÜYE

Doç. Dr. M. Hakan Yalçınkaya

ÜYE

Doç. Dr. C. Erdem HEPAKTAN

	Evet	Hayır
Tez, burs, ödül veya Teşvik programına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.	☐	☐
Tez, mutlaka basılmalıdır.	☐	☐
Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.	☐	☐
Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.	☒	☐
Tez, basımı gereksizdir.	☐	☐

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir. İkinci tez savunma sınavında da başarısız olan öğrencinin Enstitü ile ilişiği kesilir.

** Bu halde adayın Enstitü ile ilişiği kesilir.

Hazırlayan Enstitü Sekreteri	Onaylayan Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum "Türkiye'de Uluslararası İktisadi Dalgalanmaların Yayılma Etkisi ve Para Politikası Asimetrisi" adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

27/06/2019

Can KARABIYIK



ÖZET

TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI İKTİSADİ DALGALANMALARIN YAYILMA ETKİSİ VE PARA POLİTİKASI ASİMETRİSİ

Geçtiğimiz yüzyılın son çeyreğinden günümüze küresel iktisadi sistemin genel görüntüsü, gelişen teknolojinin de etkisiyle hızla değişmektedir. Bu değişime paralel olarak ülkeler arasındaki sınırlar erimekte, küreselleşme ve uluslararası bağlılık günden güne artmıştır. Bütün bu gelişmeler ve özellikle 2009 küresel finansal krizinin sonuçları, ülkelerin iktisadi dalgalanmalarının birlikte hareket ettiği yönündeki savlar üzerinde güçlü bir tartışma yaratmıştır. Öte yandan parasal otoriteler, uyguladıkları konjonktür karşıtı para politikalarıyla, ekonomik istikrar sağlamayı hedeflemektedirler.

Bu çalışmanın ilk aşamasında Diebold ve Yılmaz (2009) Yayılma Endeksi yöntemi ile iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımı incelenmiştir ve Türkiye ekonomisine gelen dış şoklar tahmin edilmiştir. Çalışmanın ikinci aşamasında ise, uygulanan para politikalarının meydana getirdiği etkilerin ekonominin içerisinde bulunduğu daralma ve genişleme rejimlerine göre çeşitlilik gösterip göstermemesi olarak açıklanan para politikasının durum asimetrisi, iktisat literatürüne farklı bir bakış açısı kazandıran Hamilton (1989) Markov Rejim Değişimi yöntemi ile test edilmiştir. Bu çalışma ile yabancı ekonomilerin iktisadi dalgalanmalarının Türkiye ekonomisinin gidişatı için öncü gösterge olarak kullanımı hakkında bilgi verilmesi ve takip eden dönemlerde gelebilecek olan iktisadi dalgalanmanın karakteristiğine uygun para politikası geliştirilebilmesi amaçlanmaktadır.

Yayılım Endeksi yöntemi ile elde edilen bulgulara göre, Türkiye ekonomisini etkileyen iktisadi şokların %48'i iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımından kaynaklanmaktadır. Türkiye'de meydana gelen iktisadi dalgalanmaların %12,5'i Güney Kore'den, %8,4'ü ABD'den, %6,4'ü Japonya'dan, %4,5'i Yunanistan'dan

ve %3,2'si ise İspanya ekonomisinden gelen dış şoklardan kaynaklanmaktadır. Bu sonuçlara göre, bu ülkelerin iktisadi koşulları, Türkiye ekonomisi için bir öncü gösterge niteliğindedir. Markov Rejim Değişimi modeli bulguları ise, Türkiye ekonomisinin büyüme rejiminde ortalama %1.62 büyüdüğünü, daralma rejiminde ortalama %0,95 küçüldüğünü ve döviz kurundaki artışların büyümeyi yavaşlattığını göstermektedir. Son olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın genişleme rejiminde reel etki meydana getirebildiği ancak durgunluk ile mücadelede reel etki yaratamadığına dair ekonometrik kanıtlar elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yayılma Etkisi, Konjonktür Karşıtı Para Politikası, Para Politikası Asimetrisi, Doğrusal Olmayan Zaman Serileri

ABSTRACT

INTERNATIONAL BUSINESS CYCLE SPILLOVER EFFECTS AND MONETARY POLICY ASYMMETRY IN TURKEY

The general view of the global economic system from the last century's 4th quarter to the present day is changing rapidly due to the developing technology. Also in parallel with this change, the boundaries between the countries have been removed. In addition to this, globalization and international dependency have increased day by day. All these developments and especially the results of the 2009 global financial crisis have created a strong debate over the arguments that countries' economic fluctuations are acting together. On the other hand central banks aim to provide economic stability through implementing counter-cyclical monetary policies.

In the first phase of this study the international spillover of economic fluctuations is investigated by Diebold ve Yılmaz (2009) Spillover Index method and external shocks to Turkey has been estimated. In the second stage of the study the state asymmetry of the monetary policy, which is described as the effects of implemented monetary policies differing according to prevailing economic regimes namely expansion and contraction, has been tested by Hamilton (1989) Markov Regime Switching method, which gives a different perspective to the economic literature. In this study, it is aimed to answer the question whether if economic fluctuations of the foreign economies can be used as a leading indicator for Turkish Economy and develop a monetary policy in line with the characteristics of the economic fluctuations that may occur in the following periods or not.

According to the findings obtained by the Spillover Index Method, 48% of economic shocks affecting the Turkish Economy caused by international spillovers of economic fluctuations. More specifically the economic fluctuations that occurred

in Turkey are originated 12,5% from South Korea, 8.4% from US, 6.4% from Japan, 4.5% from Greece and 3.2% from the Spanish Economy's external shocks. According to these results, the economic conditions of these countries are leading indicators for the Turkish Economy. Markov Regime Switching model findings show that Turkish Economy grows 1.62% on an average in the expansion, shrinks 0.95% on an average in the contraction and an increase in the exchange rate slows the economic growth in Turkey. Finally obtained econometric evidence shows that The Central Bank of Turkey can bring real effect in expansion regime but not create real impact in the fight against recession.

Key Words: Spillover Effect, Counter-cyclical Monetary Policy, Monetary Policy Asymmetry, Non-Linear Time Series

TEŞEKKÜR

Çalışmamın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren danışman hocam Sayın Doç. Dr. Coşkun ÇILBANT'a, bilgi ve tecrübesi ile lisansüstü öğrenim hayatımın tüm zorlu aşamalarında maddi manevi her yönden yardımcı olan, tecrübeleri ile beni aydınlatan ve desteğini hiç eksik etmeyen, kendisini tanımaktan büyük onur duyduğum sevgili hocalarım Sayın Doç. Dr. C. Erdem HEPAKTANA'a ve Dr. Ela ÇOLPAN NART'a, çalışmalarım sırasında manevi desteğini her zaman hissettiğim eşim Büşra KUTLU KARABIYIK'a, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan aileme yürekten teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ……...III
ÖZET……....IV
ABSTRACT……....VI
TEŞEKKÜR……..VIII
İÇİNDEKİLER……IX
SİMGELER VE KISALTMALAR ……...XII
TABLOLAR LİSTESİ……. XIII
ŞEKİLLER ……...XIV
GİRİŞ 1
1. İKTİSADİ DALGALANMALAR İLE İKTİSADİ DALGALANMALARIN YAYILMA ETKİSİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE TEORİK ÇERÇEVE.....12
1.1. İktisadi Dalgalanma Kavramı.....13
1.2. İktisadi Dalgalanmaların Uluslararası Aktarılma Kanalları..16
1.2.1. Dış Ticaret Kanalı.....16
1.2.2. Finansal Bağlantılar Kanalı 18
1.2.3. Döviz Kuru Kanalı.....19
1.2.4. Güven Kanalı 21
1.3. İktisadi Dalgalanmaların Uluslararası Yayılımını Açıklayan Teoriler 21
1.3.1. Lokomotif Hipotezi.....22
1.3.2. Ortak Şoklar Hipotezi 24
1.3.3. Kapalı Devre (Mode-Locking) Hipotezi.....26
1.4. Uluslararası İktisadi Dalgalanmaların Yayılımı Literatüründe Yapılmış Olan Çalışmalar 28
2. PARA POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ASİMETRİSİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE TEORİK ÇERÇEVE.....34
2.1. Para Politikası ve Üretim İlişkisi.....35

2.2. Parasal Aktarım Mekanizması....39
2.2.1. Faiz Oranı Kanalı....45
2.2.2. Kredi Kanalı....49
2.2.2.1. Banka Kredileri Kanalı....51
2.2.2.2. Bilanço Kanalı....52
2.2.3. Döviz Kuru Kanalı....55
2.2.4. Varlık Fiyatları Kanalı....57
2.3. Para Politikasının Avantajları ve Limitleri....59
2.4. Para Politikası Asimetrisi Teorileri....66
2.4.1. Nominal Ücret Yapışkanlıkları....68
2.4.2. Menü Maliyetleri ve Asimetrik Fiyat Katılıkları....69
2.4.3. İktisadi Kapasite....72
2.4.4. Beklentiler....74
2.4.5. Kredi Kullanımına Dair Kısıtlamalar....79
2.4.5. İpi Çekme Teorisi....83
2.5. Konjonktür Dalgalanmalarının Yayılımı, Para Politikası Asimetrisi ve Konjonktür Karşıtı Para Politikası....86
2.5.1. Konjonktür Karşıtı Politikaların Uygulanmasını Güçleştiren Etmenler....90
2.5.2. Optimal Konjonktür Karşıtı Para Politikası İçin Gerekli Koşullar....94
2.6. Para Politikası Asimetrisi Literatüründe Yapılmış Olan Çalışmalar....98
3. VERİ VE YÖNTEM....118
3.1. Veri....118
3.2. Yöntem....120
3.2.1. Diebold ve Yılmaz Yayılma Endeksi Metodolojisi....121
3.2.2. Markov Rejim Değişim Modeli....124
4. AMPİRİK BULGULAR VE SONUÇ....128

4.1. Diebold ve Yılmaz Yayılma Endeksi Bulguları 128
4.2. Para Politikası Şoklarının Reel Asimetrik Etkisi 132
4.2.1. Durağanlık Analizi 132
4.2.2 Doğrusal Regresyon Modeli ve Doğrusallık Analizleri 133
4.2.3 Markov Rejim Değişim Modeli Bulguları 138
5. SONUÇ VE ÖNERİLER 143
KAYNAKÇA 162

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Genişletilmiş Dickey Fuller
ARDL	Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
CUSUM	Kümülatif Toplam
CUSUMSQ	Kümülatif Toplamların Karesi
DY	Diebold ve Yılmaz
ESDA	Açıklayıcı Mekânsal Veri Analizi
EKK	En Küçük Kareler
FED	ABD Merkez Bankaları Sistemi
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
LSTVAR	Lojistik Yumuşak Geçişli VAR Modeli
MENA	Orta Doğu ve Kuzey Afrika
MS-AR	Markov Switching Autoregresyon
NBER	ABD Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu
PAM	Parasal Aktarım Mekanizması
PVAR	Panel Vector Autoregressive Model
STAR	Yumuşak Geçişli Otoregresif Modeli
STVECM	Yumuşak Geçişli Vektör Hata Düzeltme Modeli
SVAR	Yapisal Vektör Otoregresif Modeli
TAR	Eşik Otoregresif Model
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TVC-VAR	Zaman Değişkenli Katsayı VAR Modeli
TVP	Zaman Değişkenli Parametre
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	Vektör Otoregresyon
ZA	Zivot ve Andrews

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1	Yayılım Tablosu	131
Tablo 2	Birim Kök Sınaması	133
Tablo 3	Doğrusal Regresyon Modeli	134
Tablo 4	Chow Yapısal Kırılma Testi Bulguları	137
Tablo 5	Ekonometrik Model Seçim Kriterleri	138
Tablo 6	MS(2)-AR(4) Modeli Tahmin Sonuçları	140
Tablo 7	Rejim Geçiş Olasılıkları Matrisi	142

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığı Yayılımı 4
Şekil 2: Döviz Kuru Oynaklığı Yayılımı 4
Şekil 3**:** Devlet Tahvili Oynaklığı 5
Şekil 4: İktisadi Dalgalanmalar 14
Şekil 5: Para Politikasının Aktarımını Etkileyen Faktörler 42
Şekil 6: Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması 44
Şekil 7: Finansal Hızlandıran 54
Şekil 8: Dışbükey Arz Eğrisi 70
Şekil 9: Kapasite Kullanım Düzeyi Ve Para Politikası 73
Şekil 10: Asimetrik Etkiler Ve Sermayenin Marjinal Etkinliği 77
Şekil 11: Finansal Hızlandıran 82
Şekil 12: İpi Çekme Teorisi 85
Şekil 13: Almanya Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü 91
Şekil 14: İsveç Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü 91
Şekil 15: Brezilya Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü 92
Şekil 16: Türkiye Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü 93
Şekil 17: CUSUM Testi 136
Şekil 18: CUSUMSQ Testi 136

GİRİŞ

1900'lü yılların son çeyreğinden günümüze küresel iktisadi sistemin genel görüntüsü, gelişen bilişim ve lojistik teknolojilerinin de yardımıyla büyük oranda değişmiştir. Bu değişim, ülkelerin aralarındaki ticari ve finansal bağlantıların hızla çoğalmasına sebep olmuştur. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri küresel iktisadi aktörler haline gelirlerken, dış ticaret vasıtasıyla uluslararası bir ağ oluşmuş ve uluslararası bağlılık günden güne artmıştır. Bütün bu gelişmeler, 2009'da yaşanan küresel finansal krizin neticeleri ve bu krizin uluslararası yayılma etkileri ile birlikte, ülkelerin iktisadi dalgalanmalarının birlikte hareket ettiği yönündeki savlar üzerinde güçlü bir tartışma yaratmıştır.

Ekonomilerin iktisadi dalgalarının senkronize bir şekilde hareket etmesine olanak sağlayan çeşitli kanallar mevcuttur. Ülkelerin güçlü finansal ve ticari bütünleşme içerisinde olmaları, benzer para ve maliye politikaları yürütmeleri veya küresel ölçekte gerçekleşen faiz oranı ya da petrol fiyatı şokları ülkelere özgü şokların uluslararası yayılımına neden olabilmektedir (Akın, 2007, s. 2). Dünyadaki karşılıklı iktisadi bağımlılık olarak da nitelendirilebilecek olan küresel şoklar sonucunda, herhangi bir ülkede meydana gelebilecek bir gelişme, ülkelerin dışa açıklık derecesine bağlı olarak ödemeler dengesi aracılığıyla dünyanın geri kalan bölgelerine kolaylıkla yayılabilmektedir (Dellas, 1986, s. 381). Küresel şokların dünya ekonomisini yönlendirmede baskın rolü olmasına rağmen, ülkelere özgü ve bölgesel şoklar da iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımını etkileyebilmektedir (Schneider ve Fenz, 2011, s. 2777).

Son dönemlerde artan küreselleşme, bir yandan ülkelerin birbirlerine olan karşılıklı bağımlılığını arttırmakta, bir yandan da her bir ülkenin kendisine has olan iktisadi dalgalarının birbirlerine yakınsamasına neden olabilmektedir. Artan dış ticaret açıklığı ve sermaye hareketleri sonucunda ülkeler dışsal şoklara karşı hassasiyet kazanarak kırılganlaşmakta ve bu kırılganlık iktisadi dalgalarının birbirlerine yakınsaması sonucunda çeşitli kanallar vasıtasıyla ülkeden ülkeye sıçrayarak küresel krizleri tetikleyebilmektedir. Öte yandan, son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinin etkileyici büyüme performansının birçok sanayileşmiş ülkedeki durgunluktan etkilenmemiş gibi görünmesi, iktisadi dalgaların yayılma etkisi teorilerine tezat görünmektedir (Kose, Otrok, ve Prasad, 2008, s. 1).

İktisadi dalgalanma hareketlerinin ülkeler arasındaki yayılma etkisi iktisat yazınında büyük ilgi görmektedir. Ülkelerin mevcut durumunda iktisadi dalgalanmaların hangi aşamasında olduğunun öğrenilmesi, etkin ve başarılı bir politika geliştirilebilmesi açısından büyük önem taşıdığı gibi, iktisadi dalgalanmaların yayılma etkisi de Türkiye gibi yükselen piyasa ekonomilerinin gidişatı hakkında önemli bilgiler verebilecektir. İktisat yazınında iktisadi dalgalanmalardaki karşılıklı bağımlılığı ifade etmek için sıklıkla kullanılan "ABD hapşırırsa dünya nezle olur" deyişi, uluslararası iktisadi dalgalanmaların birlikte hareket ettiğini vurgulamaktadır. Ayrıca, ülkelerin kendi iç sorunlarını çözmeye yoğunlaşarak yabancı ekonomilerden gelebilecek şoklara karşı önlem almakta geciktiği zaman dış dünyadan gelen bir dalganın etkisinin daha yıkıcı olabileceğine dair bir uyarıyı da içermektedir.

İki adet ampirik araştırmanın yer aldığı bu çalışmanın ilk bölümünde, iktisadi dalgalanmaların yayılımı dünyanın en gelişmiş

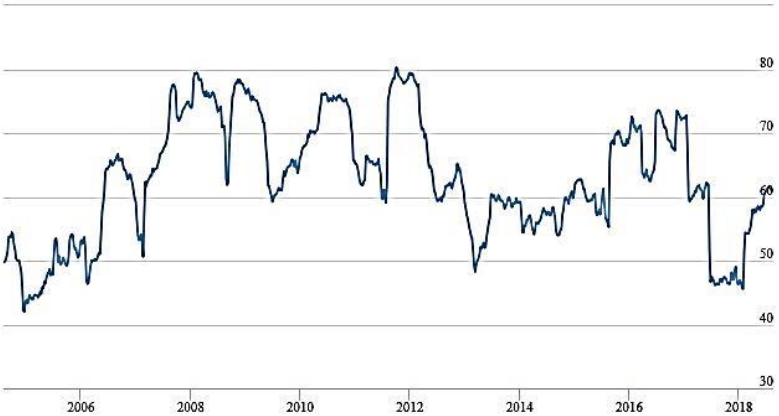
ekonomilerini de içeren 24 ülke[1] özelinde incelenmektedir. Bu çalışmanın da en büyük kısıtlarından birisini veri yetersizliğidir. Bu çalışmada iktisadi dalgalanmaların karşılıklı bağımlılığını incelemek amacıyla aylık endüstriyel üretim endeksi kullanılmıştır ve analizler elde edilebilen en geniş veri seti ile gerçekleştirilmiştir.

Veri setini oluşturan ülkelerde meydana gelen iktisadi dalgalanmaların birbirleri aralarında ve özellikle Türkiye'ye yayılıp yayılmadığı, yayılıyorsa ne derecede yayıldığı soruları, Diebold ve Yılmaz (2009) tarafından geliştirilen "Yayılma Endeksi" yaklaşımı kullanılarak incelenmektedir. Yayılma endeksi metodolojisi iktisadi literatürde büyük ilgi görmüş olup hisse senedi fiyatlarının birlikte hareket etmesi, oynaklığın yayılımı ve tahvil getirisi yayılımı gibi konuların analizinde kullanılmaktadır (bkz., Nikolaos Antonakakis, Chatziantoniou, ve Filis, 2013; Bubák, Kočenda, ve Žikeš, 2011; McMillan ve Speight, 2010; Yılmaz, 2010; Zhou, Zhang, ve Zhang, 2012). Yayılım endeksi Prof. Dr. Kamil YILMAZ tarafından hazırlanan "Finansal ve Makro İktisadi Bağlılık" bloğu[2] üzerinden küresel anlamda hisse senedi piyasası oynaklığı yayılımı, döviz kuru oynaklığı yayılımı ve devlet tahvili oynaklığı konuları için belirli aralıklarla güncellenerek aşağıda şekilde görüntülenebilmektedir (bkz. Şekil 1, Şekil 2 ve Şekil 3).

[1] ABD, Almanya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Danimarka, Fransa, Hollanda, İngiltere, Irlanda, Ispanya, İsrail, İsveç, İtalya, Kanada, Kore, Lüksemburg, Macaristan, Meksika, Norveç, Japonya, Portekiz, Türkiye, Yunanistan

[2] http://financialconnectedness.org/

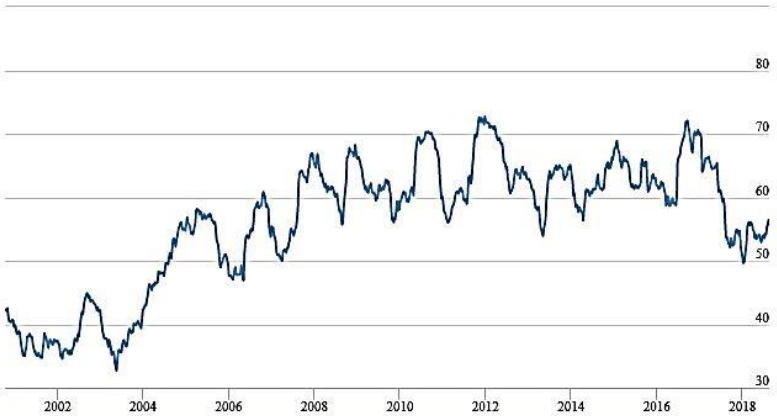
Şekil 1: Hisse Senedi Piyasası Oynaklığı Yayılımı



Kaynak: http://financialconnectedness.org/

Hisse Senedi Piyasası Oynaklığı yayılımı, Döviz Kuru Oynaklığı yayılımı, Devlet Tahvili Oynaklığı yayılımı ve iktisadi dalgalanmaların yayılımı analizleri ekonomilerin uluslararası iktisadi ilişkilerinin zaman boyutunda nasıl değiştiği konusunda önemli bilgileri içerebilmektedirler.

Şekil 2: Döviz Kuru Oynaklığı Yayılımı



Kaynak: http://financialconnectedness.org/

Şekil 3: Devlet Tahvili Oynaklığı



Kaynak: http://financialconnectedness.org/

Bir ülkede meydana gelebilecek olan iktisadi daralmaların ve genişlemelerin diğer ülkeler üzerindeki olumlu veya olumsuz etkisi göz önüne alındığında, dünyanın en gelişmiş ülkelerinin iktisadi hareketlerinin ülkemize ne şekilde yayıldığı hakkında bilgi edinilmesi, etkin ve öngörülü politika geliştirilebilmesi için büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın ilk bölümü ile Türkiye'nin iktisadi dalgalanmalarının gerek dış ticaret gerekse de dış politika vasıtasıyla bağlı olduğu ekonomiler özelliklede ABD, Almanya ve İngiltere gibi büyük ekonomilerden ne derece etkilendiğinin saptanmasını amaçlamaktadır.

İktisat politikasının iki enstrümanından birisi olan maliye politikasının makro iktisadi istikrarın sağlanması, vergilerin tahsilatı ve gelirin yeniden dağıtılması gibi hedefler üzerinde önemli rol oynadığı, gerek iktisatçılar gerekse politikacılar tarafından kabul edilmektedir. Öte yandan, iktisat politikasının bir diğer enstrümanı olan ve merkez bankalarının uygulayabildiği para politikası, uygulama süresinin daha kısa olması nedeniyle iktisatçıların ve

politikacıların iktisadi durgunluğa karşı ilk tercih ettiği tedbirler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Uzun dönemde paranın nötr olması genel kabul gören bir görüş olsa da, para politikalarının kısa dönemde toplam talebi etkileyebildiği kabul edilmektedir (Fontana ve Palacio-Vera, 2007, s. 270). Bu bağlamda iktisadi istikrar için para politikası büyük önem arzetmektedir. Bu nedenle araştırmanın ikinci ampirik bölümünde ise, para politikası ve iktisadi dalgalanmalar incelenmektektir.

İktisat politikası literatürünün para politikası bölümü incelendiğinde para politikası ile ekonomik büyüme etkileşimi sıklıkla incelenmiş ancak analizde genellikle doğrusal ekonometrik yaklaşımlar tercih edilmiştir. Oysa para politikasının ekonominin genişleme ve daralma dönemlerindeki etkisinin aynı olup olmadığı, bir başka deyişle doğrusal olup olmadığı uzun süredir makro iktisatçılar tarafından tartışılmaktadır. 1930'lu yıllara dönülecek olursa; para politikasının, ekonominin daralma döneminde daha az etkili olduğu Keynes ve Pigou tarafından öne sürülmüş, 1960'lı yıllara gelindiğinde ise para politikasının, daralma dönemlerinde daha etkin sonuçlar verebileceği iddia edilmiştir (Garcia ve Schaller, 2002, s. 102). Keynes, "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" isimli kitabında, para politikası uygulamalarının efektif talep yetersizliğini önlemede etkili olmadığını öne sürerek bunun altında yatan sebebin fiyatların aşağı yönlü katı, yukarı yönlü ise esnek olduğunu öne sürmüştür. Bu mekanizma literatürde "ipi çekme (pushing on a string)" teorisi olarak adlandırılmıştır. Para politikası asimetrisi için, ipi çekme teorisini Barnichon, Matthes, ve Sablik (2017) bir benzetme yardımıyla açıklamıştır: "Bir ucunda para

politikası diğer ucunda ise ekonomi olan bir ip olduğunu varsayalım. Ekonomi enflasyonist bir sürece girdiğinde, ekonomiyi soğutmak amacıyla daraltıcı para politikası uygulamak, fiyat istikrarını sağlamak için ekonominin bağlı olduğu ipin para politikası tarafından çekilmesine benzemektedir ve işe yarar bir politikadır. Öte yandan yavaşlamakta olan bir ekonomiyi canlandırmak için genişletici para politikası uygulamak ise ipi itmeye benzer ve çok etkili değildir". Benzer şekilde Davig ve Doh (2013) enflasyonist dönemlerde gerçekleştirilen para politikası uygulamalarının çok daha etkili olduğunu iddia etmektedir. Öte yandan uygulanan para politikalarının daralma dönemlerinde daha etkin olduğunu savunan iktisatçılar, esnek olmayan nominal ücret ve fiyatların varlığının toplam arz eğrisini dışbükey hale getirmesiyle para politikası uygulamalarının genişleme döneminde daha etkisiz hale geldiğini iddia etmektedirler (Lenz, 1997, s. 441). Yakın zamanlarda yapılmış olan pek çok çalışma, para politikalarının etkilerinin ülkelere ve uygulandığı döneme özgü sonuçlar doğurduğunu, doğrusal olmadığını, bir başka deyişle de asimetrik olduğunu göstermektedir (Ergeç, 2009b; Sola, Spagnolo, ve Spagnolo, 2007; Tenreyro ve Thwaites, 2016; Thoma, 1994). Toplum tarafından beklenmeyen para politikası uygulamalarının makro iktisadi değişkenler üzerinde meydana getirdiği etkinin büyüklüğü, uygulanan politikanın yönüne, şiddetine ve mevcut iktisadi konjonktürün durumuna göre çeşitlilik göstermesi, literatürde para politikası asimetrisi olarak ifade edilmektedir (Ergeç, 2009a, s. 67).

Literatür üç asimetri çeşidine odaklanmıştır (Lo ve Piger, 2005, s. 3):

- Uygulanan politikanın yönünden kaynaklanan asimetri (Yön Asimetrisi)
- Uygulanan politikanın büyüklüğünden kaynaklanan asimetri (Büyüklük Asimetrisi)
- Mevcut ekonomik konjonktürden kaynaklanan asimetri (Durum Asimetrisi)

Gerçekleştirilen teorik ve ampirik çalışmalar göstermiştir ki toplam çıktı, uygulanan para politikasının yönüne ve şiddetine olduğu kadar politikanın uygulandığı dönemin durumuna göre de asimetrik tepki vermektedir (Lenz, 1997, s. 441). Ancak özellikle Türkiye Ekonomisini inceleyen ampirik çalışmalarda da, uygulanan para politikalarının meydana getirdiği etkilerin iktisadi dalgalanmalara göre çeşitlilik gösterip göstermemesi (durum asimetrisi) üzerine yapılan çalışmalar gerekli ilgiyi henüz görmemiştir. Oysa para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerindeki etkilerinin simetrik/doğrusal olmadığı, mevcut iktisadi konjonktüre ve uygulanan politikanın doğasına göre çeşitlilik gösterdiği iktisatçılar tarafından Büyük Buhran'dan bu yana iddia edilmektedir (Lo ve Piger, 2005, s. 2).

Bu çalışmanın öncelikli amacı uygulanan para politikasının ekonominin genişleme ve daralma fazlarına girip çıktığı dönemlerde reel çıktı üzerinde asimetrik bir etkiye sahip olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaçla doğrusal olmayan bir tahmin yöntemi olan Markov Rejim Değişimi Modeli kullanılarak "Uygulanan para politikalarının toplam çıktı üzerindeki etkileri farklı konjonktürel evrelerde gerek yönü gerek de gücü açısından farklı mıdır?" sorusuna cevap aramaktır.

Markov Rejim Değişimi Modeli, doğrusal tahmin yöntemlerinin aksine, doğrusal olmayan ve asimetrik seriler üzerinde çalışmak için daha uygundur (Garcia ve Schaller, 2002, s. 103). Para politikasının tüketim, yatırım, çıktı ve işsizlik gibi makro iktisadi büyüklükler üzerindeki asimetrik etkilerinin incelendiği geniş bir literatür mevcut olmakla birlikte, varlık fiyatları üzerindeki asimetrik etkiye dair de pek çok çalışma mevcuttur. Örneğin Cover (1992), Thoma (1994), Rhee ve Rich (1995), Karras (1996a) ve Karras (1996b) uygulanan pozitif ve negatif para politikası şoklarının çıktı üzerindeki yön asimetrisini, Garcia ve Schaller (2002) para politikasının ekonominin farklı rejimlerindeki durum asimetrisini incelemişlerdir. S. Chen (2007) para politikasının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi, Balke, Brown, ve Yücel (2002) ise para politikasının petrol fiyatları üzerindeki asimetrik etkileri üzerine çalışmışlardır.

Markov Rejim Değişimi yaklaşımı kullanılarak elde edilen bulgular, çalışmanın birinci ampirik bölümünden elde edilecek olan sonuçlarla birleştirilecek ve söz konusu ülkelerden Türkiye'ye yayılabilecek iktisadi dalgalanmalar göz önünde bulundurularak Türkiye'nin içine girebileceği olası makroekonomik koşullar dikkate alınarak konjonktürel para politikası önerisinde bulunulacaktır. Maliye politikası gibi para politikasının da ekonomi üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkabilmektedir (Friedman, 1961, s. 447). Ancak bu gecikme, genellikle maliye politikasında olduğu gibi bürokratik süreçlerin uzun olması veya politik kararların çatışması gibi sebeplerden ziyade, teşhis gecikmesi ve uygulama gecikmesi olarak adlandırılan zincirleme süreçten kaynaklanmaktadır. Bu noktada, ülkenin iktisadi durumunun takip eden dönemlerde ne

şekilde olacağının tahmin edilmesi ve hatta mevcut durumunun ne olduğunun iyi bir şekilde anlaşılabilmesi, teşhis ve uygulama gecikmelerinin önüne geçilebilmesi ve etkin politika geliştirilebilmesi açısından büyük önem kazanmaktadır. Ancak ekonomik sistemin tabiatı gereğince, bu koşulların belirlenebilmesi ve tahmin edilebilmesi iktisatçıların farklı dünya görüşlerine sahip olmaları ve ülkeleri yansıtan verilerin her zaman mevcut olmaması gibi gerekçelerle zor bir hal almaktadır. ABD'de yaşanan küresel finansal kriz göstermiştir ki, sanayileşmiş ülkelerdeki iktisadi dalgalanmalar "ABD hapşırırsa dünya nezle olur" deyişini desteklercesine ekonomiden ekonomiye yayılabildiği gibi, sanayileşmiş ülkelerde yaşanan ekonomik genişlemeler de dünya ekonomisini etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımının anlaşılması, ülkenin iktisadi durumunun gelecek dönemlerde ne şekilde olabileceğinin tahmin edilmesi ve mevcut durumunun daha iyi anlaşılabilmesi, koşullara uygun iktisadi politikaların geliştirilebilmesi açısından faydalı olabilecektir. Diğer taraftan para politikası geliştirilmesi sürecinde asimetrik etkilerin gözönünde bulundurulması, geliştirilen para politikasının ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliği için büyük öneme sahiptir. Örneğin, durgunluk döneminde para politikasının etkisinin genişleme dönemindeki para politikasının etkisinden daha büyük olması durumunda, politikayı geliştirmekle yükümlü olan iktisatçıların iktisadi konjonktürün farklı dönemlerinde parasal aktarım mekanizmasının farklı çalıştığının bilincinde olması gerekmektedir. Markov rejim değişimi modeli, asimetrik etkileri dikkate almakla beraber bir çeşit erken uyarı sistemi niteliğindedir ve literatürde daha önce geliştirilmiş olan metodların eksikliklerini

giderebilmektedir (Du, Yu, ve Lai, 2018, s. 1). Ayrıca literatürde kullanılmış olan modellerden daha başarılı sonuçlar üretebilmektedir (Duprey ve Klaus, 2017, s. 22). Geliştirilen politikaların etkin bir şekilde yürürlüğe konulabilmesi amacıyla merkez bankalarının uygulayacakları politika için doğru zamanı dikkatlice belirlemeleri gerekmektedir (Claus ve Grimes, 2003, s. 1). Bu çalışma için seçilmiş olan metodoloji, uygun zamanlamanın belirlenebilmesi için avantajlar sunmaktadır.

Bu çalışma ile ülkenin içine girmesi muhtemel konjonktürel koşullar yayılma endeksi vasıtasıyla tahmin edilerek gelecekte meydana gelecek iktisadi koşulların ön görülmesi ile, müreffeh bir toplum oluşturma amacını güden iktisat politikasının daha hızlı netice verme özelliğine sahip kolu olan para politikasının daha etkin geliştirilebilmesi amaçlanmaktadır. Politika yapıcılar iktisadi dalgalanmaların istikrarsızlığı göz önüne alındığında, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için genişleme dönemlerinde ekonomiyi yavaşlatmaya, durgunluk dönemlerinde ise hızlandırmaya çabalamaktadırlar. Buna ilave olarak yapılan ampirik çalışmalar göstermektedir ki, para politikası uygulamaları daralma döneminde finansal kısıtların daha bağlayıcı olması nedeniyle, ekonominin genişleme dönemindekinden daha farklı etkiler meydana getirebilmektedir. Örneğin durgunluk zamanında artan faiz oranları, sadece sermayenin maliyetini arttırmakla kalmamakta aynı zamanda kredi piyasasındaki dış finansman primini de arttırmaktadır. Bunlara ilave olarak uygulanan bir parasal sıkılaştırma politikasının, yatırım talebi dolayısıyla da toplam çıktı üzerindeki etkisi, ekonominin daralma döneminde genişleme döneminden daha büyük olabilmektedir. Bu bağlamda bu araştırma, takip eden konjonktürün

niteliğinin tahmin edilmesi ve gelecek olan iktisadi dalgalanmanın karakteristiğine uygun para politikası geliştirilebilmesi açısından önem taşımaktadır.

1. İKTİSADİ DALGALANMALAR İLE İKTİSADİ DALGALANMALARIN YAYILMA ETKİSİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE TEORİK ÇERÇEVE

Politika yapıcıların resesyon dönemlerinde meydana gelebilecek iktisadi dalgalanmaların olumsuz etkilerini en aza indirecek istikrar politikalarını zamanında uygulayabilmek için, iktisadi dalgalanmaları dikkatle izlemeleri büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle 20. Yüzyılın başlarından bu yana milli gelir hareketleri, iktisat yazınının en çok ilgi gören konularından birisi olmuştur.

İktisadi dalgalanmalar konusunun büyük ölçüde ilgi görüyor olmasına rağmen, hala cevap bulunamamış olan çok sayıda soru bulunmaktadır. Çalışmanın bu kısmında ilk olarak, iktisadi dalgalanma kavramının genel çerçevesi açıklanmaktadır. 1990'lı yıllardan beri yapılmış olan araştırmalar, sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik dalgalanmaların ortak pek çok yönü olduğunu gösteren güçlü kanıtlar sunmuştur (Yılmaz, 2009, s. 1). İktisadi dalgalanmaların bu özelliğinin aydınlatılabilmesi amacıyla, çalışmanın sonraki bölümlerinde sırasıyla iktisadi dalgalanmaların yayılımı, iktisadi dalgaların yayılma kanalları ve iktisadi dalgalanmaların yayılımını açıklamaya yönelik geliştirilmiş olan teorilere yer verilmektedir. Çalışmanın bu bölümü aşağıdaki gibi düzenlenmiştir. Bölüm 1.1'de iktisadi dalgalanma kavramı kısaca açıklanmaktadır. Bölüm 1.2'de iktisadi dalgalanmaların uluslararası aktarılma kanallarından söz edilmektedir. Bölüm 1.3'te

iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımını açıklayan üç farklı teori açıklanmakta ve son olarak bölüm 1.4'te uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımı literatüründe yapılmış güncel çalışmalar özetlenmektedir.

1.1. İktisadi Dalgalanma Kavramı

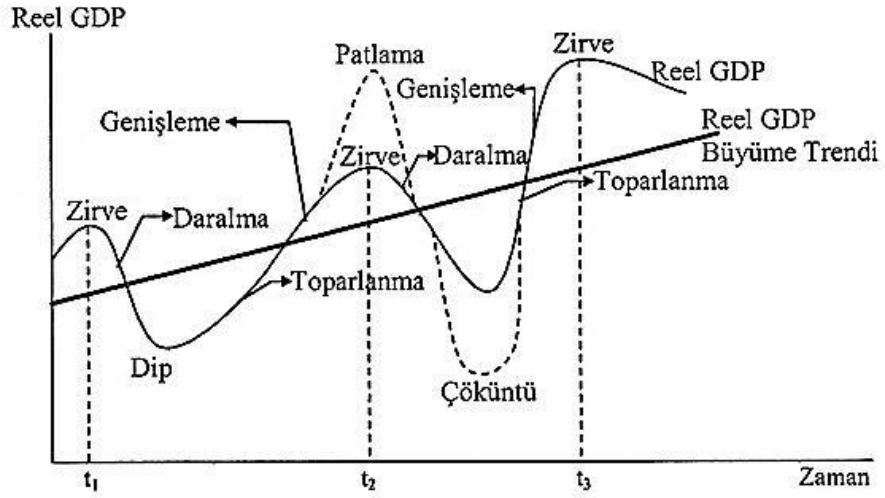
Türkçe yazında, iş çevrimi anlamına gelen "business cycle" ifadesine karşılık olarak konjonktürel dalgalanma, ekonomik dalgalanma, iktisadi dalgalanma, iktisadi konjonktür vb. ifadeler kullanılmaktadır. Konjonktürel dalgalanmalar ve iş çevrimleri literatürde birbirlerinin eş anlamlısı olarak kullanılsa da, bu iki ifade arasında anlam farklılıkları mevcuttur. Konjonktür ifadesi bir anı veya dönemi ifade ederken, iktisadi olayların yanında siyasi ve politik olaylar için de kullanılmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006, s. 7). Ancak iktisat yazınında, bu ifadelerin hepsi aralarındaki anlam farklılığına rağmen birbirlerinin yerlerine kullanılabilmektedir.

İktisadi dalgalanma kavramı, toplam çıktının trendi etrafındaki birbirini tekrar eden dalgalanmalar olarak tanımlanmaktadır (Lucas, 1977, s. 9). Bir başka ifadeyle, iktisadi dalgalanmalar, makro iktisadi değişkenlerde gözlemlenen genişleme ve daralma fazları olarak ifade edilebilmektedir (Kabadayı, 2013, s. 108).

İktisadi dalgalanmalar bir takım özelliklere sahiptirler (Parasız ve Bildirici, 2006, s. 8):

- Genel olarak sadece bir sektörde ortaya çıkmaktadır, ancak etkileri zamanla tüm sektörlere yayılmaktadır. İçsel ve dışsal şoklardan hızlı bir şekilde etkilendiği için çıkış noktasının sanayii sektörü olduğu kabul edilmektedir.

- Süreklidir. Ne zaman ne yönde değişeceği ve gelecek olan dalgalanmanın ne kadar şiddetli olacağı tam bir düzen içerisinde değildir.
- Kapitalist ekonomilere özgü niteliktedir.
- Küresel bir olgudur. Çıkış noktası bir ülke olmasına rağmen diğer ülkelere yayılabilmektedir.



Şekil 4: İktisadi Dalgalanmalar (Ünsal, 2017, s. 16)

Şekil 4'te görülen pozitif eğimli doğru, GSYİH büyüme trendini göstermektedir. GSYİH büyüme trendi ise, ülkenin uzun dönem ortalama büyüme hızını temsil etmektedir. Reel GSYİH, büyüme trendinin etrafında aşağı ve yukarı yönlü olarak salınmaktadır. Bu salınmalar, iktisadi dalgalanmalar olarak ifade edilmektedir. Şekil 4'ten de anlaşılacağı üzere, iktisadi faaliyetlerdeki genişleme dönemini zirve, daralma, dip, toparlanma ve tekrar genişleme dönemleri takip etmektedir. Dip ve zirve ifadeleri, iktisadi dalgalanmaların daralmadan genişlemeye ve genişlemeden daralmaya geçtiği dönüm noktalarını ifade etmektedir. Bazı durumlarda dönüm noktalarının düzeyi alışılandan çok daha

aşağıda veya yukarıda olur. Örneğin genişlemeden daralmaya geçilirken oluşan zirve noktasının alışılandan çok daha yukarıda gerçekleşmesi patlama olarak adlandırılır ve şekilde kesikli çizgi ile gösterilmektedir. Benzer şekilde daralmadan genişlemeye geçilirken oluşan dip noktasının alışılandan çok daha aşağıda oluşması ise, çöküntü olarak adlandırılır ve şekilde kesikli çizgi ile gösterilmektedir.

İktisadi dalgalanmalar düzenli bir şekilde belirli zaman aralıklarına bağlı olarak değişmemekte ve birbiri ardına gelen zirve ve dip noktaları arasında geçen süreler aynı olmamaktadır (Ünsal, 2017, s. 16). Bu sürenin bir yıl, on yıl ve hatta yirmi yıl olabilmesiyle birlikte bir iktisadi dalga, kendi özelliklerine benzeyen nitelikler taşıyan daha kısa döngülere bölünememektedir (Burns ve Mitchell, 1947, s. 3). İktisadi dalgalanmaların bu özellikleri iktisadi faaliyetin önceden kestirilebilmesini güçleştirmektedirler. İktisadi faaliyetteki değişimler sonucu ortaya çıkan iktisadi dalgalanmaların ortaya çıkışına dair pek çok teori ortaya atılmıştır. Örneğin ana akım iktisadi görüş bu dalgalanmaların oluşumunu teknoloji şoklarına bağlamakta, teknolojik yeniliklerin dönem dönem aşırı üretime olanak sağlayarak piyasaların düzgün işleyişini sekteye uğrattığını ve sonuç olarak toplam iktisadi faaliyette artış ve azalışların meydana geldiğini öne sürmektedir (Yeldan, 2009, s. 46). Monetaristler ise, para arzının iktisadi faaliyette dalgalanmalar meydana getirebileceğini iddia etmişlerdir. Para piyasasında dengeyi oluşturan unsurlar, para arzı ve para talebidir. Bu unsurlardan para talebi servetin fonksiyonu olduğu için istikrarlıdır. Ancak para arzı, dışsal olarak belirlenmektedir ve para arzındaki değişimler efektif talebi uyararak iktisadi faaliyetin dalgalanmasına neden

olabilmektedir (Parasız ve Bildirici, 2006, s. 382). Diğer taraftan iktisadi dalgalanmalar, ülkeler arasında oluşturulmuş olan ticari, finansal, siyasi vb. ilişkilerin meydana getirdiği etkileşim sonucu yayılmacı özellik gösterebilmektedir. Bu ilişkiler, iktisadi veya siyasi olduğu gibi psikolojik nitelikte de olabilmektedir (Hohnisch ve Westerhoff, 2008). Çalışmanın izleyen bölümlerinde iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılım kanalları ve yayılımı teorileri açıklanmaktadır.

1.2. İktisadi Dalgalanmaların Uluslararası Aktarılma Kanalları

İktisadi dalgalanmaların diğer ülkelere hangi yollar vasıtasıyla yayıldığını açıklayan çeşitli aktarım kanalları mevcuttur. Bu kanalların işleyişi en başta küreselleşme ve teknolojik ilerleme vasıtasıyla değişmekte ve yeniden şekillenebilmektedir. Bu değişim özellikle ulusal ekonomik sınırların ortadan kalkması, serbest dış ticaret, uluslararası finansal bağlantılar, üretim faaliyetleri, uluslararası şirketlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının artan gücünde belirgin olarak görülmektedir (Khor, 2000, s. 3). İktisadi dalgalanmaların küresel boyutta yayılmalarına olanak sağlayan bu kanallar Eickmeier (2007) tarafından özetlenmiştir. Bu kanallar; ticaret kanalı, finansal bütünleşme kanalı, döviz kuru kanalı ve güven kanalı olarak sıralanabilmektedir.

1.2.1. Dış Ticaret Kanalı

Dış ticaret iki ülkenin karşılıklı iktisadi, sosyoekonomik, vb. yapılarını etkileyebilen önemli bir bağ işlevi görmektedir. Ancak dış ticaretin iktisadi dalgalanmaların yayılımını ne yönde etkilediği hakkında teorik bir görüş birliği henüz kurulamamıştır. Bunun nedeni ise, dış ticaretin toplam çıktı üzerindeki etkisinin, ticareti

gerçekleştiren ülkelerin iktisadi karakteristiğine ve aralarındaki ilişkilerine bağlı olarak değişken bir nitelik taşımasıdır. Burada dikkat edilmesi gereken husus gerçekleşen dış ticaretin yapısıdır. Dış ticaretin endüstri içi veya endüstriler arası olması, ülkelerin iktisadi dalgalanmalarının birbirlerine yakınsamasına veya birbirlerinden ıraksamasına neden olabilmektedir. Klasik dış ticaret teorisi dışa açıklığın üretimde uzmanlaşmayı arttıracağını ve dış ticaretin Heckscher-Ohlin teorisinde olduğu gibi endüstriler arası boyutta gelişeceğini öne sürmektedir. İktisadi dalgalanmaların endüstrilere özgü şoklar tarafından belirlendiği varsayımı altında, Heckscher-Ohlin tipi dış ticaret doğrultusunda üretim yapan ülkeler, farklı endüstrilere sahip oldukları için iktisadi dalgalanmaları da birbirlerinden farklı olacaktır (Inklaar, Jong-A-Pin, ve de Haan, 2008, s. 648). Öte yandan dış ticaret, üretimin farklı aşamalarının dış ülkelerin kaynaklarının kullanımı vasıtasıyla gerçekleştiği endüstri içi ticaret veya dikey uzmanlaşma vasıtasıyla gerçekleştiriliyor ise, ülkeler arasındaki ticari bütünleşmenin düzeyi sektörel yapılarının birbirlerine benzemesi sonucu artacaktır. Sonuç olarak ise, ülkelerin endüstriyel yapıları birbirine benzer bir hale geleceğinden, ülkeler endüstrilere özgü simetrik şoklar üretecek ve iktisadi dalgalanmalar arasındaki senkronizasyon artabilecektir (M. A. Kose ve Yi, 2001, s. 374)

Durum talep açısından ele alındığında ise, bir ülkede gerçekleşebilecek olan pozitif bir talep şoku, söz konusu ülkenin ithalat talebini arttırarak bir diğer ülkenin milli gelirinde olumlu etki yaratabilecektir. Bu ve benzeri mekanizmalar üzerinden ortaya çıkan yayılma etkileri, daha kuvvetli dış ticaret bağları oluşturarak ülkelerarası yüksek korelasyonlu iktisadi dalgalanmaların meydana

gelmesine olanak sağlayabilmektedir. Sonuç olarak dış ticaret, ulusal ekonomilerin genelini etkileyen şokların iletimi için bir kanal görevi görebilmektedir (Baxter ve Kouparitsas, 2005, s. 122). Öte yandan, artan dış ticaret faaliyetlerinin endüstriler arası uzmanlaşmayı arttırması ve uluslararası iktisadi dalgalanmaların şekillenmesinde endüstrilere özgü şokların önemli olması durumunda, farklı endüstrilere sahip ülkeler farklı şoklar üreterek iktisadi dalgalanmalar arasındaki senkronizasyonu azaltabileceklerdir (M. . A. Kose, Prasad, ve Terrones, 2003, s. 57).

1.2.2. Finansal Bağlantılar Kanalı

İktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımı için genel kabul görmüş olan bir başka mekanizma ise uluslararası finansal bağlantılardır. Özellikle son 30 yılda küresel sermayenin kendisine yeni kar olanakları aramasıyla birlikte hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde finansal açıklık giderek artmaktadır. Bu ise hem uzun hem de kısa vadeli sermaye hareketlerinde büyük bir artışa neden olarak ülke ekonomilerinin ve finansal piyasalarının birlikte hareket etmelerine neden olmaktadır. Küreselleşme nedeniyle artan finansal bağlar ve sermaye hareketlerinin yanında, e-ticarete geçiş ve finansal risklerden korunma fonlarının varlıkları da bu süreçte önemli rol oynamaktadırlar (Diebold ve Yılmaz, 2012, s. 61). Öte yandan iktisatçılar, tüm bu faktörlerin reel ekonomi üzerindeki etkilerini nasıl yorumlayacaklarına dair farklı görüşlere sahiptirler. Dış ticaret gibi uluslararası finansal bağlantıların da, iktisadi dalgalanmaların yayılımı üzerinde karmaşık ve belirsiz etkileri mevcuttur. Örneğin finansal bütünleşme; yatırımları riskli projelere kaydırmakta, ülkelerin karşılaştırmalı üstünlüklerine göre uzmanlaşmasını mümkün kılmakta ve bu da finansal olarak

bütünleşmiş ülkeler arasındaki çıktı büyümesinin negatif olarak ilişkilendirilmesi anlamına gelmektedir. (Kalemli-Özcan, Papaioannou, ve Peydro, 2009, s. 2). Bir başka deyişle finansal bütünleşme, ülkelerin karşılaştırmalı üstünlüklerine uygun bir şekilde sermayenin yeniden tahsis edilmesi yoluyla üretimin uzmanlaşmasını ve sektörel yapılarının farklılaşmasını teşvik ederek ülkeler arası çıktı korelasyonlarını azaltabilmektedir (Kose vd., 2008, s. 1). Buna karşın, Imbs (2004) finansal olarak bütünleşmiş ekonomiler arasındaki arz şoklarının daha geçişken olmasına bağlı olarak, finansal bütünleşme ile iktisadi dalgalanmaların yayılımı arasında pozitif korelasyon bulmuştur. Diğer taraftan güçlenen finansal bağlantılar dışsal şokların meydana getirdiği refah etkisinin yardımıyla iktisadi dalgalanmaların yayılımını arttırabilmektedirler.

1.2.3. Döviz Kuru Kanalı

İktisadi dalgalanmaların yayılımına olanak sağlayan bir başka kanal ise döviz kuru kanalıdır. Döviz kuru işleyişinin iktisadi dalgaların aktarımı üzerindeki etkisi ise, uygulanan döviz kuru rejiminin çeşidine göre farklılık gösterebilmektedir. Ulusal para biriminin yabancı paralar cinsinden değerinin değişmesine izin verilmediği sabit kur sistemi, farklı ülkelerde meydana gelen şokların iç piyasaya kolaylıkla aktarılabilmesine olanak sağlayabilmektedir. İç piyasada döviz kurunun sabit tutulmasına rağmen, yabancı ülkelerde meydana gelebilecek iktisadi şoklar, genellikle dış ticaret vasıtasıyla iç ekonomik koşullara etki edebilmektedir. Örneğin yabancı ülkede meydana gelebilecek olan pozitif bir şok, nominal döviz kurunu değiştirmeyecektir, ancak reel döviz kuru bu değişimden etkilenecektir. Dolayısıyla yabancı ülkede yaşanan pozitif şokun sonucu olarak, yerli paranın reel değer kaybı

vasıtasıyla ev sahibi ekonominin uluslararası rekabet gücü artacak, ihracat artarken ithalat azalacak dış ticaret dengesi olumlu etkilenebilecektir (N. Antonakakis ve Badinger, 2014, s. 3683). Serbest döviz kuru rejiminin savunucuları ise, bu sistemin ülkelere dış şoklara karşı koruma sağlayabileceğini savunmaktadır. Serbest döviz kuru rejiminde, ulusal paranın değeri arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Önceki örnekte olduğu gibi, yabancı bir ülkede pozitif para arzı şoku gibi bir nedenle ortaya çıkabilecek enflasyonist bir sürecin sonucunda ulusal para, yabancı para karşısında değer kazanacaktır. Ancak yabancı ülkede gerçekleşen fiyat artışı, nominal kurdaki değişimi dengeleyebildiği sürece, reel döviz kuru değişmemiş olacağından net dış ticaret üzerinde herhangi bir değişim olmayacaktır. Sonuç olarak ülkelerin satın alım gücü değişmeyeceğinden, yabancı ülkede meydana gelen iktisadi şokların ev sahibi ülkeye yayılması önlenmiş olacaktır. Döviz kurunun iktisadi dalgalanmaların yayılımı üzerindeki etkilerine dair yapılmış olan çalışmalarda çeşitli iddialar mevcuttur. Örneğin García-Iglesias (1999) esnek döviz kuru rejiminin iç piyasayı dışsal şoklardan koruduğunu ve hatta altın standardı döneminde uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımının tecrübe edilmediğini iddia etmektedir. Benzer şekilde Baxter ve Stockman (1989) gerçekleştirdikleri ampirik çalışmada, Bretton-Woods Sisteminin son bulduğu tarihten itibaren çıktı dalgalanmalarının uluslararası korelasyonunda azalmaların meydana geldiğini öne sürmektedir.

1.2.4. Güven Kanalı

İktisadi dalgalanmaların ülkeler arasında yayılımını etkileyen son kanal, güven kanalıdır. Bir ülkede ortaya çıkan bir şok, küresel iktisadi beklentilerin yeniden değerlendirilmesi vasıtasıyla diğer ülkeleri etkileyecek olan güvenin anında değişmesine yol açabilmektedir. Söz konusu güven ise, üç alt kanal vasıtasıyla değişim göstermektedir. Güven kanalı; tüketici güveni, endüstriyel güven ve yatırımcı güveni olarak üç alt kanaldan oluşmaktadır.

Tüketici güveni, tüketim üzerinde etkili olma eğilimindeyken; endüstriyel güven, reel yatırımları; son olarak yatırımcı güveni ise menkul kıymetlere olan talebi etkilemektedir.

Bir ülkedeki iktisadi aktörlerin başka bir ülkedeki iktisadi aktörlerin güveninden etkilenmesi, ekonominin işleyişi üzerinde önemli etkiler ortaya çıkabilmektedir. Güven kanalının bu etkisi, geleneksel dış ticaret ve finans kanallarının etkilerinin ötesinde, makroekonomik şokların iletimini hızlandırmakla kalmayıp, aynı zamanda etkilerin şiddetini de arttırabilmektedir (Fei, 2011, s. 3). Güven kanalı, özellikle hanehalkı göstergelerinin hızla değiştiği finansal kriz veya jeopolitik gerilim dönemlerinde önem kazanmaktadır (Dées ve Soares Brinca, 2013, s. 19). Bunun sebebi, güven kanalının psikolojik bir kanal olmasıdır. Söz konusu dönemlerde makro iktisadi sistemin yapıtaşları olan bireylerin davranışlarının değişmesiyle, iktisadi dalgalanmaların da yeniden şekillenmesi mümkün olabilmektedir.

1.3. İktisadi Dalgalanmaların Uluslararası Yayılımını Açıklayan Teoriler

Uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımı, iktisat yazınında yoğun ilgi gören başlıklardan birisidir. Böylesine yoğun

ilgi gören bir konunun varlığı, yayılımın sebeplerini inceleyen araştırmaların gerçekleştirilmesine neden olmuştur. Sonuç olarak iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımını açıklama amacında olan üç ana hipotez geliştirilmiştir. Bu hipotezler lokomotif hipotezi, ortak şoklar hipotezi ve kapalı-devre hipotezi olarak adlandırılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde bu hipotezlere dair açıklamalara yer verilmektedir.

1.3.1. Lokomotif Hipotezi

Lokomotif hipotezine göre sanayileşmiş ülkeler dünya ekonomisinin lokomotifi niteliğindedirler. ABD, Japonya gibi büyük ekonomiler ya da AB gibi gelişmiş topluluklar, bir lokomotif gibi hareket ederek küresel ekonomiye yön vermekte ve kendilerine özgü şokları az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerine aktarmaktadırlar (Ibrahim, 2003, s. 12). Ülkeler arasındaki ticari ve finansal bağların gücü ise, uluslararası ticaret ve sermaye akımları gibi aktarım mekanizmaları vasıtasıyla ülkelerin iktisadi dalgalanmalarının yayılımını kolaylaştırıcı etki ortaya çıkartmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerin yön verdiği bu süreç sonucunda, tüm ülkelerin makro iktisadi faaliyetleri senkronize bir şekilde hareket etmekte ve küresel bir iktisadi dalgalanma meydana gelebilmektedir (Canova ve Dellas, 1993, s. 23).

Lokomotif hipotezine göre, iktisadi dalgalanmaların ülkeler arasında yayılımına olanak veren dış ticaret ve sermaye akımları olmak üzere iki ana kanal mevcuttur (Chen ve Shen, 2007, s. 2). Bu kanallardan ilki olan dış ticaretin etkileri şöyle açıklanabilir: Örneğin, gelişmiş bir ülkede milli gelir artışı sonucu meydana gelen pozitif talep ya da yatırım şokunun etkileri, o ülkenin ticaret yaptığı ülkelere yayılabilecektir. Böyle bir gelişmenin sonucunda ise milli

gelirin fonksiyonu olan ithalat talebinin artması, dış ticaret ortağı ülkelerde toplam talebin dolayısıyla da milli gelirin artmasına olanak sağlayacaktır. Bu ve benzeri yayılma etkileri vasıtasıyla güçlü ticaret bağlantıları meydana gelecek ve ekonomiler daha senkronize iktisadi dalgalanmalar üretebileceklerdir (Kose vd., 2003, s. 57). İthalatın gerçekleştirildiği ülkelerin sanayileşmiş ülkeler olması, artan dışa bağımlılık sonucu sanayileşmiş ülkelerin kendilerine has şokları kolaylıkla diğer ülkelere yayarak sanayileşmiş ülkelerin lokomotif gibi hareket edebilmelerine zemin hazırlamaktatır. Buna ilave olarak artan dış ticaret, beraberinde dış piyasalar ile daha koordine para ve maliye politikaları gereksinimini artırarak iktisadi dalgalanmaların yayılımını arttırabilecektir (Shin ve Wang, 2003, s. 4).

Lokomotif hipotezinin ön plana çıkarttığı bir diğer kanal sermaye akımlarıdır. Yabancı sermayenin iç ekonomiye girişinin etkisi, sadece gerekli olan fonların sağlanmasıyla sınırlı kalmamakla birlikte, beraberinde beşeri sermayeyi olumlu etkileyen faktörleri de aktarmakta ve iç piyasadaki yatırımcıların risklerini yabancı yatırımcılarla paylaşabilecekleri alternatif bir finansman yolu sunmaktadır (Chen, Du, Li, ve Ouyang, 2013, s. 660). Bu süreç sonucunda ise, ekonomik yapılar birbirlerine benzemekte ve ülkelerin iktisadi dalgalanmaları birbirlerine yakınsayabilmektedir. Burada sermaye hareketlerini olumsuz etkileyecek ve paniğe neden olabilecek koşulların oluşmaması büyük önem taşımaktadır. Örneğin, yatırımcıların eksik bilgiye sahip olmaları vb. nedenlerle borç verdikleri fonları aniden geri çekmeye meyilli olmaları durumunda, büyük bir sermaye çıkışı gerçekleşerek iktisadi dalgalanmaların birlikte hareket etmelerini olumsuz etkileyebilecektir (Tomljanovich ve Ying, 2005, s. 3). Sermaye

arzının yetersiz olduğu ülkelerin genel olarak az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomileri olması sebebiyle tüm bu süreçler, uluslararası iktisadi dalgalanmaların lokomotif hipotezinde anlatıldığı şekilde gerçekleşmesine neden olmaktadır. Finansal piyasaların ve özellikle de bankacılığın küreselleşmesiyle, sanayileşmiş ülkelerden hareket eden sermaye akımının büyüklüğü ve oynaklığı, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi performansı ve iktisadi dalgalanmaların yayılımı üzerinde önemli rol oynamaktadır (Akın, 2007, s. 9).

Yukarıda sözü edilen iki kanal yakından incelendiğinde, küreselleşmenin hem ticaretin hem de sermaye akımlarının etkilerini güçlendirdiği görülmektedir. Bu bakımdan lokomotif hipotezinin etkisinin, küreselleşme kanalı üzerinden artabileceği iddia edilebilir. Ayrıca lokomotif hipotezi, dünya iktisadi dalgalanmaları literatüründe sıklıkla kullanılan Bayoumi ve Bui (2010) tarafından da dile getirilmiş olan "ABD hapşırırsa, dünya nezle olur" tabiri ile de paralellik göstermektedir. Literatürde ABD ve AB gibi sanayileşmiş ekonomilerin dünya ekonomisi için genel olarak bir lokomotif rolü oynadığını doğrulayan çok sayıda çalışma mevcuttur. Örneğin Bayoumi ve Bui (2010) küresel iktisadi dalgalanmaların asıl sebebinin ABD ekonomisinin iç şoklarından kaynaklandığını, Diebold ve Yılmaz (2013) ise Japonya ve ABD ekonomilerinden yayılan iç şokların diğer ülkelerden yayılan iç şoklara nazaran çok daha etkili olduğunu öne sürmektedirler.

1.3.2. Ortak Şoklar Hipotezi

Dellas (1986) dünyadaki iktisadi hareketlerin bir bütünlük içerisinde olduğunu ancak bunun arkasındaki işleyişin lokomotif hipotezinde açıklandığı gibi olmadığını, ülkeler arası şokların

yayılımında dış ticaret dengesi gibi bağımsız şokların etkisinin çok limitli olduğunu ve dünya iktisadi dalgalanmalarını belirleyen asıl faktörün küresel ekonomiyi etkileme gücü olan ortak şoklar olduğunu iddia etmektedir. Bununla birlikte literatürde, küresel ekonomik sisteme yön veren etkinin ortak küresel faktörler olduğunu iddia eden çok sayıda çalışma mevcuttur. Örneğin Kose, Otrok, ve Whiteman (2003) gerçekleştirdikleri ampirik çalışamada, toplam iktisadi büyüklüklerin oynaklığındaki en önemli etkinin ortak küresel faktörlerden kaynaklandığını iddia etmektedirler.

Ortak şoklar hipotezinin ardındaki düşünce, dış kaynaklı ve tüm dünyayı etkileyen petrol şokları ve teknoloji şokları gibi ortak şokların dünya iktisadi dalgalanmalarının ardındaki itici güç olduğu yönündedir. Örneğin, petrol fiyatlarındaki artışları genel olarak ekonomik durgunluklar izlemektedir ve böyle dönemlerde iktisadi dalgalanmalar daha senkronize bir şekilde hareket etmektedirler (Akın, 2007, s. 12). Bununla birlikte ortak şokların etkileri farklı ekonomilerde farklı boyutlarda ve farklı şekillerde gözlemlenebilmektedir. Örneğin petrol şoklarının sonucunda tüm petrol ithalatçısı ülkeler eşzamanlı olarak etkilenirlerken, bu etkinin derecesi petrolün üretim maliyetlerindeki payının fonksiyonu olmaktadır (Dellas, 1986, s. 387). Buna ilave olarak, hisse senedi piyasası şokları varlıklı bireyleri etkilerken yoksul bireyleri doğrudan etkilememekte, petrol fiyatı şokları ise havayolu taşımacılığı ve otomobil firmalarını bilgisayar firmalarından daha fazla etkilemekte ve hatta bazı şokların bazı kesimlerde hiç etkisi olmayabilmektedir (Andrews, 2005, s. 1552). Örneklerde açıklanan mikro etkiler ise, bir araya gelerek makro iktisadi boyutta çeşitli sonuçlar meydana getirebilmektedir. Öte yandan küresel çapta

gerçekleşen bir likidite krizi sonucu faiz oranları dünya genelinde artabilmektedir. Sonuç olarak artan finansman maliyeti küresel üretimi kısıtlayabilmektedir. Bu nedenle dünya genelindeki faiz artışları da ortak şoklara örnek gösterilebilmektedir (Akın, 2007, s. 2). Küresel ekonomide meydana gelen ortak şoklar neticesinde etkilenen ülkeler, etkisinde kaldıkları şokun aynı olması sonucunda benzer ekonomik politikalar uygulamaya koymaktadırlar (Canova ve Dellas, 1993, s. 24). Benzer politika yapımı sonucunda ise, ülkelerin iktisadi dalgalanmaları birbirlerine yakınsayabilmektedir. Ülkelere özgü şoklar da, küresel ekonomiyi etkileyebilen ortak şoklar üretebilmektedirler. Ülkelere özgü şoklar, sınır ötesine aktarıldıkları takdirde, ortak şoklar gibi hareket ederek ülkelerin iktisadi dalgalanmalarının birlikte hareket etmelerine neden olabilmektedirler (D. Andrews ve Kohler, 2005, s. 193). Bunun en önemli örnekleri, sanayileşmiş ülkelerden dünyaya yayılan küresel krizlerdir. Örneğin, ABD'de 2008'de ortaya çıkan mortgage krizi tarafından tetiklenen küresel kriz, ülkeye özgü bir olayın küresel etkilere sahip olabileceğini göstermektedir (Cao, Li, ve Song, 2017, s. 2).

1.3.3. Kapalı Devre (Mode-Locking) Hipotezi

Selover ve Jensen (1999) iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımını açıklamaya yönelik doğrusal olmayan bir hipotez geliştirmişlerdir. Kapalı-devre hipotezi olarak adlandırılan bu kavram, fizikçiler ve mühendisler tarafından benzer salınım frekansına sahip sarkaçların salınımının zaman içerisinde senkronize olma eğiliminde olduğunu ifade etmek için kullanılmaktadır (Selover, 1997, s. 408). Kapalı-devre hipotezi, fizikte yan yana yapışık bir şekilde duran fakat işleyişleri birbirinden tamamen

bağımsız olan iki adet büyük sarkaçlı saat ile örneklendirilmektedir (Selover ve Jensen, 1999, s. 592). Saatlerin sarkaçları hemen hemen aynı frekansta salınmaktadır. Ancak, saatlerin yan panellerinden birbirlerine aktardıkları küçük titreşimler nedeniyle sarkaçlar zamanla senkronize olma eğilimine girmektedirler. Her iki saat de bir diğerinin salınımını domine etmemektedir. Senkronizasyonun tek sebebini, saatler arasında gerçekleşen titreşim transferi teşkil etmektedir.

Kapalı devre hipotezi, ulusal ekonomileri saat örneğinde olduğu gibi birbirinden bağımsız ve hemen hemen aynı frekansta sallanan sarkaçlara benzetmektedir. Ülkeler arasındaki dış ticaret ve sermaye akımı bağlantıları saat örneğindeki küçük titreşimler ile aynı görevi görerek uluslararası iktisadi dalgalanmaların senkronize olmasını sağlamaktadır (Selover ve Jensen, 1999, s. 597). İktisadi dalgalanmaların birbirleri ile uyumlu bir şekilde hareket edebilmeleri için dış ticaret ve sermaye hareketlerinin iktisadi dalgalanmalar ile olan ilişkisinin güçlü olmaması, ancak belirli bir eşik değerini aşması gerekmektedir. Bu sayede dış ticaret, iktisadi dalgalanmaların eşleşmesine olanak sağlayabilmektedir. Örneğin, bir ülkede iktisadi patlama meydana geldiğinde milli gelirin fonksiyonu olan ithalat da artarak dış ticaret ortağı ülkenin de ekonomisinin büyümesine neden olacaktır ve iktisadi dalgalanmaların eş anlı olarak frekanslarının değişerek senkronize olmasına yol açabilecektir (Selover ve Jensen, 1999, s. 597). Sonuç olarak ülkelerin kendilerine özgü şokların meydana getirdiği ulusal iktisadi dalgalanmaların frekanslarının birbirlerine yakınsamasıyla küresel iktisadi dalgalanma oluşabilmektedir.

1.4. Uluslararası İktisadi Dalgalanmaların Yayılımı Literatüründe Yapılmış Olan Çalışmalar

Gregory, Head, ve Raynauld (1997) küresel iktisadi dalgalanmaların zaman içerisindeki hareketlerini tanımlayabileceklerini ve söz konusu dalgalanmaları etkileyen çok sayıdaki etkenin ayrıştırılabileceğini öne sürmüşlerdir. Kalman filtresi ve dinamik faktör analizinin kullanıldığı çalışmada, G7[3] ülkelerine ait olan toplam çıktı, tüketim ve yatırım gibi makro iktisadi değişkenlerini küresel, ulusal ve değişken çapta ayrıştırmışlardır. 1970 ile 1993 yılları arasını kapsayan çeyreklik verinin kullanıldığı çalışmada, küresel ve ulusal nitelikteki tüm dalgalanmaların ortak hareketler sergilediği sonucuna ulaşılmıştır. Buna ilave olarak iktisadi büyüme verilerinin kullanıldığı modelde sadece ülkelerarası eş hareketlerin var olmadığını, aynı zamanda ülkelerdeki çıktı dalgalanmalarının zaman serisi özelliklerindeki belirli benzerliklerin bir dünya döngüsünün etkisinden kaynaklanabileceği anlaşılmıştır.

Gallo ve Ertur (2003) Avrupa'nın bölgesel kişi başı GSYİH değerlerinin uzay-zaman dinamiklerini incelemeyi amaçladıkları çalışmalarında, 138 Avrupa bölgesine ait 1980-1995 dönemini kapsayan bir veri seti kullanmışlardır. Araştırmacılar iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımını incelemek amacıyla, açıklayıcı mekânsal veri analizi (exploratory spatial data analysis, ESDA) metdolojisini tercih etmişlerdir. Söz konusu metot, bölgesel büyümede mekânsal etkileşimlerin ve coğrafi konumun etkilerini gösterebilme özelliğine sahiptir. Mekânsal otokorelasyon ve mekânsal heterojenliğin bölgesel ölçekteki yakınsama etkisinin

[3] Almanya, ABD, İngiltere, Fransa, İtalya, Japonya ve Kanada

altının çizildiği çalışmada, coğrafi bağı olan ülkeler arasında ticaret, teknoloji ve bilgi yayılımı vasıtasıyla bölgesel yayılma etkisinin meydana gelebileceği öne sürülmektedir. Araştırmanın sonuçları, uzun dönemde yoksul ülkelerin iktisadi faaliyetlerinin sermaye stoku büyük olan sanayileşmiş ülkelerden daha hızlı artması suretiyle yakınsama hipotezinin gerçekleşeceği yönündedir. Buna ilave olarak kişi başına GSYİH'nın nispeten yüksek (ve düşük) olduğu bölgeler, kişi başına düşen GSYİH'nın nispeten yüksek (düşük) olduğu bölgelere yakın yerlerde bulunmaktadır.

Kose vd. (2003) Bayesyen dinamik örtük faktör modeli (Bayesian dynamic latent factor model) kullanarak ülkeler ve bölgeler arası iktisadi dalgalanmaları yönlendiren toplam çıktı, tüketim ve yatırım gibi makro iktisadi değişkenlerdeki ortak bileşenlerin dinamik özelliklerini dünyanın yedi bölgesini içeren 60 ülkelik bir veri seti yardımıyla incelemişlerdir. Araştırma sonuçlarına göre söz konusu ortak küresel faktörler, toplam iktisadi büyüklüklerin oynaklığında önemli rol oynamaktadırlar ve küresel iktisadi dalgalanmalar için kanıt niteliğindedir.

Doyle ve Faust (2005) G7 ülkelerindeki çıktı, tüketim ve yatırım harcamalarının eş hareketlerindeki yapısal değişimi 1960 ve 2002 yıllarını kapsayan bir veriseti ile incelemişlerdir. Yaptıkları ampirik çalışmaya göre, G7 ekonomileri için, artan ekonomik büyüme oranı korelasyonuna dair herhangi bir bulguya ulaşamamışlardır.

Kose vd. (2008) 1960-2005 yıllarını kapsayan veri setlerindeki 106 ülkeyi sanayileşmiş ülkeler (23 ülke), gelişmekte olan ülkeler (24 ülke) ve diğer ülkeler (59 ülke) olarak üç grupta toplayarak dinamik faktör analizi ile incelemişler ve küresel iktisadi

dalgalanmaların karşılıklı bağımlılığının evriminin boyutunu araştırmışlardır. Çalışmada çıktı, tüketim ve yatırım gibi üç ana makro iktisadi değişkendeki dalgalanmalar ayrıştırılmıştır ancak ülke gruplarında yakınsama olmadığı, aksine ülkelerin iktisadi faaliyetlerinin birbirlerinden uzaklaştığı görülmüştür. Yakınsama hipotezinin aksine, artan dış ticaret ilişkileri ve finansal bütünleşmenin küresel anlamda iktisadi dalgalanmaların yakınsamasıyla ilişkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan artan ticari ve finansal bağlantıların, sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerde iktisadi dalgalanmaların birbirlerine yakınsamasına neden olduğuna dair bir takım bulgular da elde etmişlerdir.

Diebold ve Yılmaz (2009) varlık getirilerinin ve oynaklığının karşılıklı bağımlılığını ölçen basit ve sezgisel bir yöntem geliştirerek literatüre katkıda bulunmuşlardır. geliştirdikleri yöntem literatürde "Diebold-Yılmaz Yayılma Endeksi" olarak ifade edilmektedir. Yayılma endeksi metodolojisi, vektör otoregresyon (VAR) modelindeki varyans ayrıştırması kavramına dayanmaktadır. Diebold-Yılmaz yayılma endeksi metodu vasıtasıyla herhangi bir piyasaya gelen dış şokun hangi piyasadan kaynaklandığı yüzdesel değerler ile ifade edilen bir tablo yardımıyla anlaşılabilmektedir. 19 hisse senedi piyasasının 1990-2009 yılları aralığındaki değerleri kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada; getiri yayılmalarının şiddetli bir şekilde gerçekleşmediği ancak artan bir trende sahip olduğu, bunun altında yatan sebebin ise son elli yılda artan finansal bütünleşmenin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Getiri yayılımının aksine oynaklık yayılımının trende sahip olmadığı ve kriz dönemlerinde patlama yaşadığı iddia edilmektedir.

Yılmaz (2009) Diebold & Yılmaz yayılma endeksi metodolojisini kullanarak sanayileşmiş ülkelerden oluşan G6 ülkelerinin 1958 yılından itibaren meydana gelen iktisadi dalgalanmalarının uluslararası yayılımını aylık endüstriyel üretim endeksi yardımıyla araştırmıştır. Araştırma bulgularına göre iktisadi dalgalanma yayılma endeksi değerlerinin zaman boyutunda büyük ölçüde dalgalandığı, bu dalgalanmanın özellikle de 1973-1975, 1981-1982 ve 2001 ABD durgunluğu dönemlerinde en büyük değerlerini aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna ilave olarak, Eylül ve Aralık 2008 tarihleri arasındaki 4 aylık dönemde yayılma endeksinin en keskin artışı gözlemlenmiş olup Aralık 2008'de rekor düzeyine ulaşmıştır. Çalışmaya göre son on yılda ortaya çıkan şokların büyük kısmının ABD ekonomisinden kaynaklanmaktadır

Bayoumi ve Bui (2010) yaptıkları çalışmada ABD, İngiltere, Japonya, AB gibi gelişmiş ekonomiler arasındaki iktisadi dalgalanmaların yayılımını incelemek amacıyla yapısal vektör oto regresyon (structural vector auto regression, SVAR) metodunu kullanmışlardır. Çalışmada kullanılan veri seti, beş bölgeye ait 1970 ile 2007 yılları aralığını kapsayan çeyreklik reel GSYİH serisini içermektedir. Verisetinin 1970 yılları sonrasının seçilmesinin sebebi, Bretton Woods sistemi sonrası dalgalı döviz kuru sisteminin geçerli olduğu yılların incelenmek istenmesidir. Araştırma bulgularına göre, uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılım kaynağı, küresel ortak şoklardan ziyade ABD ekonomisinde meydana gelen iç şoklardır.

Fidrmuc, Ikeda, ve Iwatsubo (2012) dinamik korelasyon metodunu kullanarak OECD ülkeleri arasındaki iktisadi faaliyetin birlikte hareketlerini incelemişlerdir. Çalışmada bağımsız değişken olarak dış ticaret, finansal bütünleşme ve uzmanlaşma değişkenleri

tercih edilmiştir. Verilerin kapsamı, 1990-2008 yılları arasındaki dönemdir. Araştırma bulgularına göre bağımsız değişkenlerin tamamı iktisadi dalgalanmaların birlikte hareketi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve literatür ile uyumlu yönde etki oluşturmaktadır. İktisadi dalgalanmaların birlikte hareket etmesi, ticaret ve finansal bütünleşme tarafından pozitif, uzmanlaşma tarafından negatif olarak etkilenmektedir.

Diebold ve Yılmaz (2013), Diebold & Yılmaz yayılma endeksini kullanarak altı sanayileşmiş ülkenin[4] reel üretim değerleri arasındaki karşılıklı bağlılığı 1960-2010 yılları özelinde incelemişlerdir. Ampirik analizde reel üretimi temsilen aylık endüstriyel üretim endeksi kullanılmıştır. Araştırma sonuçları göstermiştir ki; uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımının şiddeti zaman boyutunda değişkenlik göstermektedir, Japonya ve ABD ekonomilerinden yayılan iktisadi şoklar, diğer ülkelerden yayılan şoklara göreli olarak oldukça büyük niteliktedir.

Antonakakis ve Badinger (2014) yaptıkları çalışmada 1870'li yıllardan başlayarak 27 gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomi arasındaki uluslararası iktisadi dalgalanma bağlılığının gelişimini incelemişlerdir. Çalışmada, VAR tabanlı bir metot olan Diebold-Yılmaz yayılma endeksi kullanılmıştır. Araştırma bulgularına göre, 27 ülkeye ait iktisadi dalgalanma şoklarının ortalama olarak %65'i diğer ülkelerden gelen yayılım etkisinden kaynaklanmaktadır.

Antonakakis, Breitenlechner, ve Scharler (2015), kredi büyümesi ve çıktı büyümesi arasındaki dinamik ilişkiyi, Diebold-Yılmaz yayılma endeksi yaklaşımı yardımıyla incelemişlerdir. Çeyreklik verilerden oluşan bir veri setine dayanan çalışmada, G7

[4] İngiltere, Fransa, Almanya, Italya, Japonya ve ABD

ülkeleri ve 1957-2012 dönemi analiz edilmiştir. Analiz sonucu elde edilen bulgular; kredi büyümesi ve çıktı büyümesi serilerinin arasındaki yayılmanın şiddetinin zaman ve ülke boyutunda heterojen olduğunu, olağandışı ekonomik olaylar gerçekleştiğinde yayılmanın arttığını, kredi ve çıktı büyümesi arasındaki yayılmanın karşılıklı olduğunu, bu karşılıklı ilişkinin ise finansal ve reel sektör arasındaki karşılıklı etkileşime dair kanıt sunduğunu göstermektedir.

Mumtaz ve Theodoridis (2015) oynaklık şoklarının ABD ve İngiltere ekonomileri arasındaki uluslararası yayılımını test etmek amacıyla, SVAR metodunu tercih etmişlerdir. Çalışmada, GSYİH ve TÜFE göstergelerinin 1975-2011 aralığını kapsayan çeyreklik veri kullanılmıştır. Araştırmada tahmin edilmiş olan modelin sonuçlarına göre ABD reel GSYİH serisine gelen şokun standart sapmasındaki bir birimlik artış, İngiltere'ye ait milli gelirde %1 azalmaya ve TÜFE değerinde %0,7 artışa neden olmaktadır.

Antonakakis, Chatziantoniou, ve Filis (2016) Diebold-Yılmaz yayılma endeksi yaklaşımını kullanarak 1977-2014 döneminde 28 AB ülkesi arasındaki iktisadi dalgalanmaların yayılımını analiz etmişlerdir. Çalışmada iktisadi dalgaların ölçümü amacıyla gösterge olarak aylık endüstriyel üretim endeksi kullanılmıştır. Araştırma bulguları ortaya çıkarmıştır ki: (i) Toplam yayılma endeksi olağandışı ekonomik olaylara büyük reaksiyon göstermektedir. (ii) Yayılımın büyüklüğü ve yönü zaman içerisinde değişebilmektedir. (iii) Avrupa borç krizinin büyümesi avro bölgesindeki iktisadi şokların yayılımıyla açıklanabilmektedir.

Seif, Panahi, ve Hamidi Razi (2017) gerçekleştirdikleri çalışmada MENA ülkeleri arasındaki ekonomik büyümenin mekânsal yayılma etkisini tahmin etmeyi amaçlamışlardır. Mekânsal

dinamik panel veri analizinin bir çeşidi olan Mekânsal Durbin modelinin kullanımıyla, 1970-2010 dönemindeki yayılma etkisi tahmin edilmiştir. Araştırma sonuçları, kişi başı reel gelir için mekânsal pozitif otokorelasyon kavramının varlığını göstermektedir. Elde edilen bulgular, MENA ülkeleri arasındaki ekonomik büyümenin mekânsal yayılma etkisinin pozitif olduğunu ve kişi başı reel milli gelirin mekânsal esneklik katsayısının %0.39 olduğunu göstermektedir.

2. PARA POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ASİMETRİSİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE TEORİK ÇERÇEVE

İktisat politikasının iki ana bileşeninden birisi olan para politikası, fiyat istikrarının sağlanması ve iktisadi faaliyetin dengede tutulabilmesi amacıyla kullanılan kuvvetli bir araç niteliğindedir. Para politikasının başarısı, uygulanan politikaların reel ekonomiye aktarılma kanallarının çok iyi bir şekilde anlaşılabilmesine bağlıdır. Bu bağlamda, para politikası enstrumanlarının reel ekonomi ile ilişkisinin anlaşılması da büyük önem taşımaktadır. Öte yandan, para politikasının reel etkileri politikanın uygulandığı döneme, politikanın şiddetine ve politikanın yönüne göre farklılık gösterebilmektedir. Bir başka deyişle para politikasının etkileri asimetrik olabilmektedir (Khundrakpam, 2017, s. 305). Uygulanacak olan politikanın ortaya çıkaracağı etkinin önceden tahmin edilebilmesi de etkin politika geliştirilmesi açısından faydalı olmaktadır.

Yukarıda sözü edilen ilişkilerin teorik çerçevesini açıklamak amacıyla çalışmanın 2. bölümü aşağıdaki gibi düzenlenmiştir. Para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerinin açıklanabilmesi

amacıyla bölüm 2.1'de para politikası ile üretim ilişkisi, bölüm 2.2'de parasal aktarım mekanizması açıklanmaktadır. Bölüm 2.3'de para politikasının avantajları ve limitlerine dair bilgiler verilmektedir. Bölüm 2.4'te para politikası asimetrisi teorileri açıklanmakta olup, bölüm 2.5'te iktisadi dalgalanmaların yayılımı, para politikası asimetrisi ve konjonktür karşıtı para politikasına dair açıklamalar sunulmaktadır. Son olarak bölüm 2.6'da ise, para politikası asimetrisi literatüründe yapılmış uygulamalı çalışmalar özetlenmektedir.

2.1. Para Politikası ve Üretim İlişkisi

Para politikası üretimi nasıl etkiler? Bu önemli sorunun cevabını arayan sayısız çalışma yapılmıştır. İktisatçılar ve hükümetler, ekonomilerin girdiği darboğazları aşabilmek için bu sorunun cevabıyla giderek daha çok ilgilenmeye başlamışlaradır.

Büyük Buhran yıllarında iktisat politikası geliştirilirken, ağırlık maliye politikasına verilmekteydi. Keynesçi yaklaşım olarak adlandırılan bu yaklaşım çerçevesinde, işsizliği ve enflasyonu önleyebilen başarılı iktisat politikaları uzun süre boyunca uygulanabilmiştir. Keynesyen bakış açısına göre, para politikalarının fiyatlar ve istihdam üzerindeki etkisi oldukça kısıtlıdır. Keynesyenlere göre, para politikasının bu kısıtlı etkisi, yani faiz oranındaki değişiklikler, sadece konut sektörü yatırımlarını, sabit yatırımları ve stok yatırımlarını etkileyebilmektedir (Cuthbertson, 2000, s. 5). Öte yandan Chicago Okulu'nun kurucusu olan Milton Friedman, müdahaleci ve ağırlıklı olarak maliye politikası içeren keynesyen iktisat politikasını eleştirmiştir. Monetarizm olarak adlandırılan bu akıma göre işsizlik, enflasyon ve bütçe açığı gibi makro iktisadi sorunların altında yatan sebep para politikalarıdır.

Bununla birlikte, üretim ile fiyatlar genel seviyesinin belirlenmesinde de en büyük rolü oynayan iktisat politikası kolu para politikası olmaktadır. Her iktisadi düşünce okulunda var olan fikir farklılılarını derinlemesine açıklamak, bu tezin kapsamının çok ötesindedir. Ancak paranın kısa dönemde nötr olmadığı ve reel etkiler yaratabildiği görüşü günümüzde yaygın kabul görmektedir (Paya, 2013, s. 169). Hem teorik hem de ampirik çalışmalar göstermektedir ki, ortalama çıktı düzeyi, para politikası gibi talep yönetimi politikalarında meydana gelen değişimlere duyarsız değildir (De Long, Summers, Mankiw, ve Romer, 1988, s. 446). Öte yandan, talep yönetim politikalarının ekonominin uzun dönemli ortalama işsizlik oranını etkileyemeyeceğini ifade eden Doğal Oran Hipotezi, Keynesyen iktisatçılar tarafından bile geniş çapta kabul görmektedir (De Long vd., 1988, s. 443). Hangi piyasa dinamiklerinin bu reel etkiden sorumlu olduğunun saptanması büyük önem taşımaktadır. Bu eksikliğin giderilmesi önemlidir çünkü, merkez bankaları temel iktisadi davranışlar hakkında daha fazla bilgi edinebildikleri takdirde, daha etkin para politikaları geliştirebileceklerdir (Friedman, 1995, s. 4).

Friedman (1995)'e göre, para politikası uygulamalarının parasal büyüklüğü, ülke ekonomisi ile kıyaslandığında oransal olarak çok küçük olabilir ancak ortaya çıkarttığı etkiler de görece büyük olmaktadır. Bir örnek ile açıklayacak olursak, ABD'nin, toplam özel serveti ile birlikte 21 trilyon dolar büyüklüğünde bir ekonomi olduğunu kabul edelim. Amerikan Merkez Bankası "FED", para politikası uygulamalarını genellikle devlet tahvili alıp satarak gerçekleştirmektedir. FED'in bir milyar dolar, ya da on milyar dolar değerinde hükümet tahvili alması veya satması durumunda piyasa

arz-talep dengesindeki değişimin büyüklüğü, para politikasının etkinliğinin ölçüsü niteliğindedir. FED'in bir milyar ya da on milyar dolar değerinde hükümet tahvili alması ya da satması, tahvil arzında veya talebinde çok küçük bir fark yaratacaktır. Öte yandan, FED'in bir milyar dolar tutarında tahvil satın alması, on milyar dolar tutarında tahvil satın alması ile karşılaştırıldığında ortaya çıkacak olan fark, merkez bankalarının tahvil satın alarak rezerv yarattıkları dikkate alındığında, rezerv arzı açısından oldukça büyük olmaktadır. Artan rezervlerle birlikte kredi hacmi genişleyecek, para ve kredi arzındaki artış faiz oranlarıyla birlikte varlık getirilerini etkileyerek reel iktisadi faaliyeti etkileyecektir (Friedman, 1995, s. 10–11). Bu mekanizma vasıtasıyla merkez bankaları, krediye erişimi etkileyerek reel iktisadi etki yaratabilmektedir. Merkez Bankası bu etkiyi, bankaların kredi verme kısıtları olan rezervlerini ve kredi verme istekliliklerini etkileyerek gerçekleştirmektedir (Stiglitz, 1989, s. 21).

Para politikası işsizlik ve çıktı gibi reel değişkenleri, fiyat değişimlerinin işleyişinde sürtünmelere neden olan nominal fiyat katılıkları olduğu müddetçe etkileyebilmektedir. Bir başka deyişle, ücret ve fiyat katılıkları, merkez bankalarının kısa dönem faiz oranları ve çıktı üzerindeki nüfuzunun gerekli koşuludur (Meyer, 2001, s. 3). Bu konuda yapılan araştırmalar, ücret ve fiyat katılıklarının zımni sözleşmeler, gelenekler, etkin ücretler, stok modelleri ve konjonktür karşıtı mark-up fiyatlama gibi nedenlere dayandığını göstermektedir (Ball ve Romer, 1990, s. 183). Örneğin, etkin ücret teorisine göre, işçilerin verimliliği, aldıkları ücretin bir fonksiyonudur. Bu nedenle firmalar, emek piyasasında arz fazlasının olması durumunda bile, ücretlerdeki düşüşün verimliliği düşüreceği

endişesiyle, ücretleri düşürmek istemeyeceklerdir (Bilir, 2017, s. 199). Buna ilave olarak firmalar, uygulanan sıkılaştırıcı bir para politikası sonucunda, menü maliyetlerinden kaçınmak için fiyatlarını düşürmeyeceklerdir (Ergeç, 2009a, s. 78). Bu tip etkiler ise, fiyatların ve ücretlerin aşağı yönlü katı, yukarı yönlü esnek olmasına neden olmaktadır. Fiyat katılıkları ise, piyasanın temizlenme sürecini yavaşlatarak, para politikasının reel etkiler yaratabilmesine olanak tanımaktadır. Günümüzde pekçok iktisatçı, kısa dönemde para politikası uyglamaları sayesinde reel ekonominin anlamlı bir şekilde etkilenebileceği fikrini paylaşmaktadırlar (Bernanke ve Gertler, 1995, s. 27). Ancak, tıpkı fiyat katılıkları gibi, para politikasının reel etkilerinin de ömrü kısıtlıdır (Friedman, 1995, s. 9). Romer ve Romer (1989) gerçekleştirdikleri çalışmada, uzun dönemde para politikasının reel etkilerinin kaybolduğunu ve çıktının şokun yokluğunda izleyeceği yola geri döndüğünü ampirik olarak göstermişlerdir.

Para politikası genel olarak ekonomik faaliyetteki dalgalanmaları önlemek ve istikrarı sağlamak amacıyla genişleme ve daralma dönemlerinde kullanılmaktadır. Bu bağlamda para politikasının iktisadi aktivitedeki değişkenliği etkileyebildiği takdirde, iktisadi faaliyetin düzeyini de etkileyebileceğine dair iddialar mevcuttur. Örneğin, reel milli gelirdeki dalgalanmaları azaltabilecek sistematik para politikaları, ülkeden sermaye çıkışını azaltarak, ülkeyi yatırım yapılabilecek güvenli bir yer haline getirebilir, aynı zamanda ihtiyati tasarruf ihtiyacını azaltabilir (De Long vd., 1988, s. 483).

Para politikasının reel ekonomi üzerinde meydana getirdiği etkiler, Svensson (2010) tarafından çeşitli mekanizmalar vasıtasıyla

özetlenmiştir. Bu mekanizmalar, parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır. Bu mekanizmayı açıklayabilmek için, merkez bankasının kullanmakta olduğu para politikası enstrümanları ile faiz oranını düşürdüğünü varsayalım. Daha önce de bahsedildiği üzere, kısa dönemde fiyat ve ücretlerin katı olması enflasyon beklentilerini de katı bir hale getireceğinden, nominal faiz oranlarındaki düşüş reel faiz oranlarını da düşürecektir. Reel faiz oranlarındaki düşüş ise reel ekonomik aktivitede artışa neden olacaktır. Buna ilave olarak, kısa dönemli faiz oranlarındaki düşüş, ulusal paranın değer kaybetmesine neden olarak döviz kurunun artmasına yol açacaktır. Döviz kurundaki artış ise, ithal malların nispi fiyatını arttıracağından ithalatı azaltacak ve ihraç mallarının nispi fiyatını düşüreceğinden ihracatı artıracaktır. Toplam talepteki artış, toplam çıktıda artışa sebep olacaktır. Yukarıda açıklanan süreçler, parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır. Bu mekanizma ile para politikası değişikliklerinin çıktıya aktarımı sağlanmaktadır. Parasal aktarım mekanizması, çalışmanın bir sonraki bölümünde detaylı olarak açıklanacaktır.

2.2. Parasal Aktarım Mekanizması

Para politikasının başarılı bir şekilde yürütülebilmesi için, geliştirilen politikaların uygulama zamanlamasının ve ortaya çıkacak olan etkilerinin hassas bir şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu da, uygulanan para politikasının reel ekonomiyi hangi kanallar üzerinden etkilediğinin bilinmesini gerekli kılmaktadır (Mishkin, 1995, s. 4). Zorunlu karşılık oralarının değiştirilmesi, kısa dönemli faiz oranlarının değiştirilmesi gibi para politikası uygulamalarının, işsizlik ve üretim gibi reel ekonomik faaliyetleri hangi yollarla ve nasıl etkilediğini parasal aktarım mekanizması (PAM)

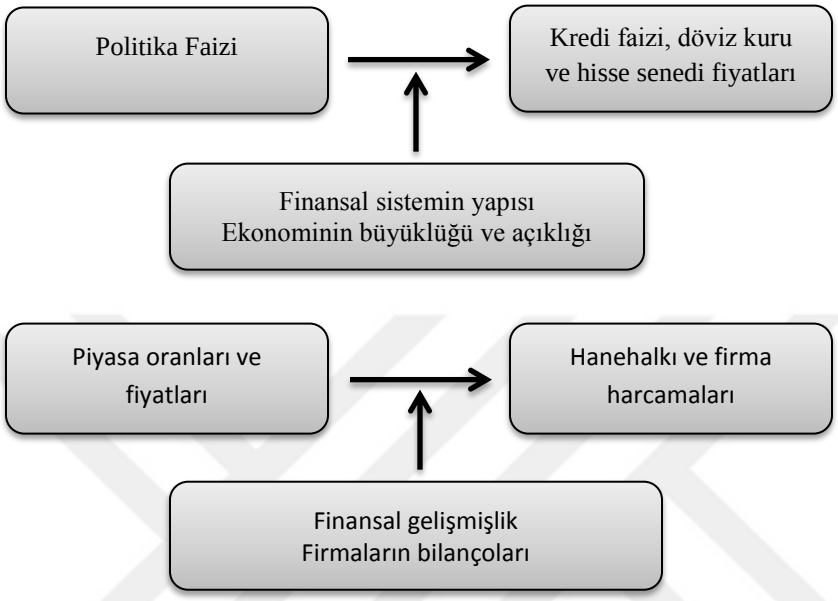
açıklamaktadır. Bir başka deyişle PAM, parasal göstergelerdeki değişimin toplam arz ve toplam talebi[5] ne düzeyde etkilediğinin anlaşılmasını sağlayan bir mekanizmadır ve karmaşık yapısı sebebiyle tam olarak anlaşılması, hem teoride hem de uygulamada mümkün değildir (Kasapoğlu, 2007, s. 4). PAM, para politikasının etkileri üzerine yapılan ampirik çalışmalarda genellikle bir "kara kutu" olarak nitelendirilmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995, s. 27). Bu benzetme çeşitli nedenlerle yapılmıştır: İlk olarak, PAM çeşitli kanallarla farlı değişkenleri ve farklı piyasaları, farklı hızlarda ve farklı yoğunluklarla etkileyebilmektedir (Loayza ve K. Schmidt-Hebbel, 2002, s. 2). İkinci olarak PAM'nın çalışma sistemi tam olarak bilinmemektedir (Kasapoğlu, 2007, s. 6). Son olarak ise, PAM'nın çok önemli bilgiler içermesi öne sürülebilir. PAM hakkında daha fazla bilgi edinilmesi önemlidir çünkü bu bilgiler en etkin iktisat politikası araçlarının başarısını ve politika değişiklikleri için uygun zamanı belirlemekle birlikte, merkez bankalarının karar alma sürecinde karşılaştıkları kısıtların ortadan kaldırılmasına da yardımcı olabilmektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, s. 2). Para politikalarının etkileri, ekonomiden ekonomiye farklılık gösterebildiği gibi, iş çevrimlerinin farklı dönemlerinde de farklı etkiler yaratabilmektedir. Bu bağlamda da, parasal aktarım mekanizmasının anlaşılması, politika çıkmazlarından çıkılması için önemlidir (Mishkin, 1995, s. 9).

Parasal aktarım mekanizması faiz oranı kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatı kanalı olmak üzere dört kanalı

[5] Para politikasının toplam arz üzerindeki etkisi sınırlıyken, asıl etki toplam talep üzerinde olmaktadır. Para politikası kısa dönemde talep ve çıktı dalgalanmalarını etkilemektedir. Öte taraftan para politikası, uzun dönemde fiyatlar genel seviyesinin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır (TCMB, 2013, s. 2).

içermektedir (Mishkin, 1995, s. 4). Parasal aktarım kanalları birbirleri ile etkileşim halindedirler. Örneğin, sıkı para politikası neticesinde artan faiz oranı, döviz kuru kanalını ve varlık fiyatları kanalını etkileyebilmektedir. Artan faiz oranı, ekonomiye giren sermaye miktarını arttırarak ulusal paranın değerinin artmasına ve sermayenin maliyetini değiştirerek varlık fiyatlarının etkilenmesine neden olabilmektedir (İnan, 2001, s. 4).

PAM'ın işleyişini ve uygulanan politikanın başarısını etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bu nedenle farklı ekonomik sistemlerde uygulanan benzer politikalar aynı etkiyi meydana getirmeyebilmektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, ps. 7–8). Ülkelerin sahip oldukları finansal sistemlerin kalkınmışlık düzeyi, devletin ekonomi içerisindeki payı, dışa açıklık gibi faktörler PAM'nın ekonomiden ekonomiye farklılık göstermesine neden olmaktadır (TCMB, 2013, s. 1). Örneğin, devletin ekonomi içerisindeki payı, ekonomide özel sektörü dışlama etkisi yaratarak merkez bankası müdahalesi olmaksızın faiz oranlarını arttırabilmektedir. Bununla beraber, Şekil 5'te tasvir edildiği üzere finansal kalkınmışlık ve dışa açıklık da para politikasının aktarımını etkileyebilmektedir.

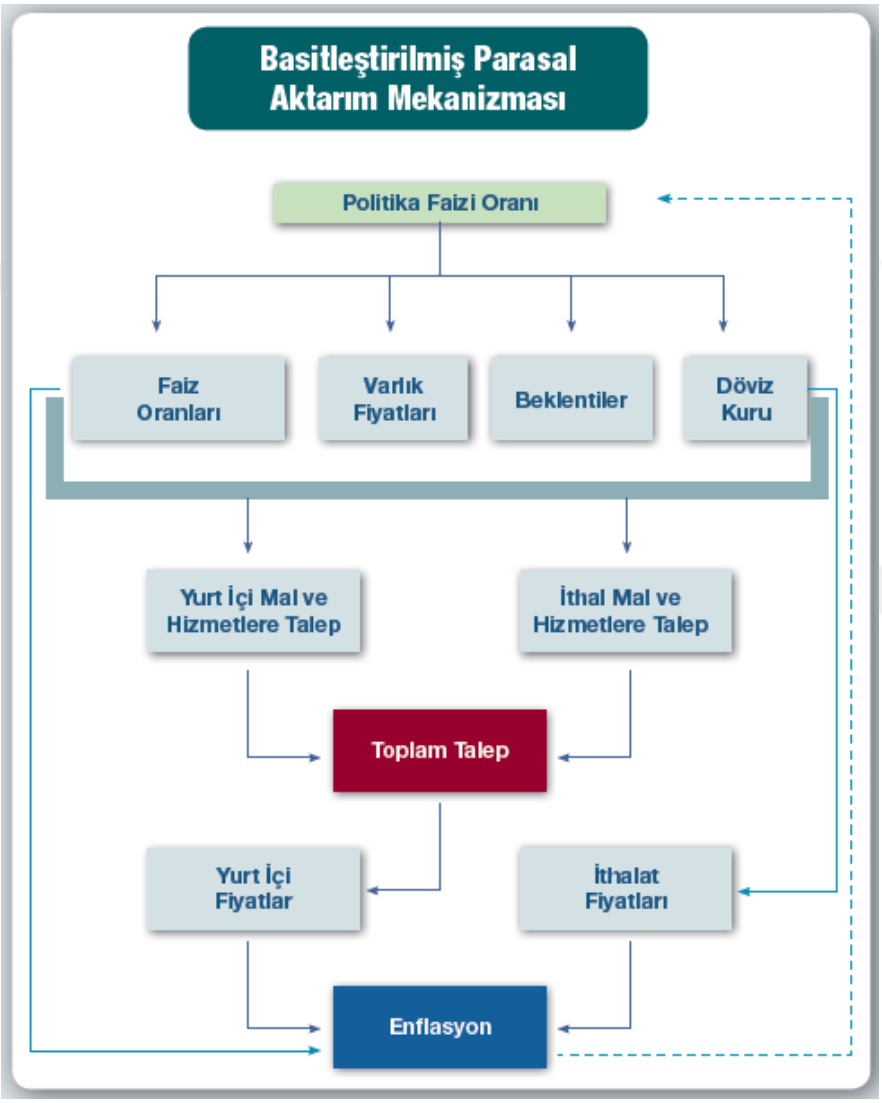


Şekil 5: Para Politikasının Aktarımını Etkileyen Faktörler
(Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, s. 8)

Finansal kurum ve ürün çeşitliliğinin yüksek olduğu finansal sistemlerde uygulanan para politikalarının etkileri, piyasa faiz oranı veya diğer finansal fiyatlardaki değişimlere daha hızlı bir şekilde aktarılabilmektedir. Aksine, finansal çeşitliliğin sağlanamadığı piyasalarda, az sayıdaki finansal kuruluşun tekel gücünün olması durumunda, bu kuruluşlar faiz oranlarını merkez bankasından bağımsız olarak belirleyebilmektedirler. Buna ilave olarak, ekonominin büyüklüğü ve dışa açıklığı, döviz kuru kanalının önemini ve para politikasının iç faiz oranlarını belirleme kabiliyetini belirlemektedir. İlk aşamada, finansal kalkınmışlık piyasa oranları ve fiyatları üzerinden firma ve hanehalklarına ait harcamayı etkilemektedir. Bu faktörler ise ikinci aşamada, ülkenin finansal yapısı ve dışa açıklığı üzerinden para politikasının aktarımını etkileyebilmektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, s. 7–8). PAM'nın ortaya çıkarttığı sonuçları belirsizleştiren yüksek kur

geçişkenliği, dolarizasyon, mali baskınlık, bilançolarda yer alan vade ve kur uyumsuzluğu, dış finansmana erişimde yaşanan zorluklar gibi sorunlar, genel olarak gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir (TCMB, 2013, s. 4). Bu sorunların varlığı altında, faiz oranı ile toplam talep etkileşimi, gelişmiş ülkelerde olduğundan farklı bir şekilde gerçekleşebilecektir. PAM'ın işleyişini etkileyen bir diğer unsur ise, tercih edilen para politikası araçlarıdır (TCMB, 2013, s. 5). Para politikası tarihi incelendiğinde, sanayileşmiş ülkelerin merkez bankaları para politikası aracı olarak, ilk aşamalarda parasal tabanı, daha sonraları ise faiz oranlarını tercih etmişlerdir. Günümüzde merkez bankaları, çeşitli ve yenilikçi para politikası araçları kullanmaktadırlar. TCMB tarafından geliştirilen "Rezerv Opsiyon Mekanizması" ve "Faiz Koridoru" bunlara örnek olarak gösterilebilmektedir.

PAM, bir anlamda da uygulanan politikaların toplam talebi etkileme aşamalarını açıklamaktadır. Bu süreç, piyasa faiz oranlarını para arzı ve talebi üzerinden etkileyen açık piyasa işlemleriyle başlamakta ve çeşitli kanallar vasıtasıyla devam etmektedir (Kuttner ve Mosser, 2002, s. 16).



Şekil 6: Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması (TCMB, 2013, s. 3)

PAM genel olarak üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada politika değişiklikleri faiz, döviz kuru, varlık fiyatları ve beklentiler gibi parametreleri şekillendirmektedir. İlk aşamadaki parametreler ikinci aşamada yerli/yabancı mal ve hizmet talebini etkilemektedir. Son olarak üçüncü aşamada ise, toplam talep ve enflasyon

belirlenmektedir. Şekil 6'da görüldüğü üzere, faiz oranları enflasyonu dolaylı olarak; döviz kurları ise, ithal malların fiyat düzeyini doğrudan etkilemektedir (TCMB, 2013, s. 3).

2.2.1. Faiz Oranı Kanalı

Faiz oranı kanalı, geleneksel makro iktisadi modellerde açıklanan işleyişe benzer bir şekilde çalışmaktadır. PAM'nın faiz oranı kanalı Keynesyen IS-LM modeli ile açıklanmaktadır (Taş, Örnek ve Utlu, 2012, s. 57). Uygulanan para politikalarının, iktisadi faaliyet üzerindeki etkisinin analizinde "Ders Kitabı" modeli olarak kabul edilen faiz oranı kanalının, dört temel varsayımı mevcuttur:

- İkame edilmesi mümkün olmayan para arzı, merkez bankası tarafından kontrol edilmelidir.
- Merkez bankası hem nominal, hem de reel faiz oranlarını etkileyebilmelidir. Fiyatların yapışkanlığı söz konusudur.
- Hanehalklarının ve firmaların harcama kararlarını belirleyen kısa dönem faiz oranları, uzun dönem faiz oranlarını da etkileyebilmelidir.
- Toplam üretim, bir para politikası değişikliğine cevaben faize duyarlı harcamalardaki değişimle uyum içerisinde olmalıdır.

Faiz oranı kanalının işleyişi, yatırım harcamaları üzerinden olmaktadır. Fiyatların yapışkan olduğu ve politika değişikliklerine hızlı bir biçimde uyarlanamadığı varsayımı altında, nominal faiz oranlarındaki bir artış, reel faiz oranlarını[6] ve yatırımcının semaye maliyetini de arttıracaktır. Maliyetlerdeki artış, tüketimin ertelenmesine ve yatırımların azalmasına yol açacaktır. Bugüne

[6] "Reel faiz oranı = Nominal faiz oranı – Beklenen enflasyon" şeklindeki Fisher denklemi gereğince, fiyatların hızlı bir şekilde uyarlanamaması neticesinde, nominal faiz oranı, reel faiz oranını doğrudan belirlemektedir.

karşılık gelecekteki tüketimin görece maliyetini gösteren faiz oranındaki artışla tüketiciler, harcanabilir gelirlerinden tüketime ayırdıkları payı azaltırlarken, tasarrufa ayırdıkları payı arttıracaktırlar. Toplam tüketimin azalması, iktisadi faaliyetin cari düzeyinin düşmesine ve toplam çıktının azalmasına yol açar. Tam tersi durum genişletici para politikası için geçerlidir. Gevşek para politikası sonucu nominal faiz oranı düşer, nominal faiz oranındaki düşüş reel faiz oranlarının da düşmesine yol açar ve sermayenin maliyeti düşer. Sonuç olarak yatırımlar, tüketim ve toplam üretim artar. Faiz kanalının işleyişi Bernanke, (1988 s. 3) tarafından şu şekilde özetlemektedir:

1. Merkez bankası bankacılık sistemine ilave rezerv verir,
2. Bankalar daha fazla kaydi para yaratır,
3. İlave likidite, piyasa faiz oranlarının düşmesine sebep olur,
4. Düşük faiz oranları ve bol likidite yeni harcamaları teşvik eder.

Bu mekanizma, "IS" eğrisinin geleneksel yapısında gözlemlenen Keynesyen makro modellerin temelinde yer alan işleyişi ifade etmektedir (Kuttner ve Mosser, 2002, s. 16). Dolayısıyla PAM'nın faiz oranı kanalı, mal piyasası ile para piyasası dengesini, faiz ve çıktı ile ilişki kurarak açıklayan IS-LM modeli ile de açıklanabilir:

Para talebi, faiz oranının "i" ve gelirin "Y" bir fonksiyonudur ve aşağıdaki gibidir:

$$M^d = f(y, i); \quad ya\ da \quad M^d = kY - hi \tag{2.1}$$

Reel para arzı fonksiyonu aşağıdaki gibidir ve sabittir:

$$M^s = \frac{\bar{M}}{P} \quad (2.2)$$

Para arzının, para talebine eşit olduğu noktada, para piyasası dengesi oluşmaktadır ve para arzının para talebine eşit olduğu faiz-çıktı noktalarının bileşimi LM eğrisini vermektedir:

$$M^d = M^s = f(y, i) = \frac{\bar{M}}{P} \quad (2.3)$$

Denklem 2.1'deki değerleri denklem 2.2'de yerlerine koyduğumuzda LM denklemi elde edilir:

$$M^d = M^s = \frac{\bar{M}}{P} = kY - hi \quad (2.4)$$

Denklem 2.4 faiz oranı için yeniden düzenlenecek olursa:

$$i = -\frac{1}{h}\frac{\bar{M}}{P} + \frac{k}{h}Y \quad (2.5)$$

elde edilir.

Mal piyasası dengesini sağlayan toplam gelir (Y), toplam harcamalar (AE) eşitliğini sağlayan faiz oranı çıktı bileşimlerinin geometrik yerini gösteren IS denklemi aşağıdaki gibi elde edilebilir:

$$AE = C + I + G \quad \text{için} \quad (2.6)$$

$$C = C_0 + c(Y + TR - T) \quad (2.7)$$

$$I = I_0 - bi \quad (2.8)$$

$$G = G_0 \quad (2.9)$$

$$TR = TR_0, \quad T = T_0 + tY \quad \text{olmak üzere} \quad (2.10)$$

$$AE = A_0 - bi + c(1 - t)\text{Y} \quad \text{olacaktır.} \quad (2.11)$$

Denklem 2.11'de yer alan A_0 ifadesi ise, aşağıdaki gibidir ve toplam otonom harcamaları ifade etmektedir:

$$A_0 = C_0 + cTR_0 - cT_0 + I_0 + G_0 \quad (2.12)$$

Y=AE olmak üzere, denklem 2.11 "Y" için düzenlenirse:

$$Y = \frac{A_0 - bi}{1 - c(1-t)} \quad \text{ifadesi elde edilir} \quad (2.13)$$

$k_E = \frac{1}{1-c(1-t)}$ olmak üzere, mal piyasasında dengeyi ifade eden IS denklemi aşağıdaki şekildedir:

$$i = \frac{A_0}{b} - \frac{Y}{k_E b} \quad (2.14)$$

Ekonomide denge, para piyasasının ve mal piyasasının eş anlı olarak dengede olduğu, IS ve LM eğrilerinin kesişim noktasında meydana gelmektedir. Buna göre;

IS=LM (2.15)

$\frac{A_0}{b} - \frac{Y}{k_E b} = -\frac{1}{h}\frac{\bar{M}}{P} + \frac{k}{h}Y$ ifadesinden Y çekildiğinde (2.16)

$Y = k_E A_0 - k_E b\left(\frac{k}{h}\right)Y + k_E b\left(\frac{1}{h}\right)\frac{\bar{M}}{P}$ elde edilir. (2.17)

Denklem 2.17, mal ve para piyasasının eş anlı dengesini göstermektedir. Denklem 2.17'de görülen para arzı ile çıktı arasındaki pozitif yönlü ilişki sonucunda, diğer herşey sabitken, para arzında meydana gelecek bir artış (azalış), çeşitli mekanizmalar vasıtasıyla faiz oranlarını düşürecek (artıracak) ve çıktının artmasına (azalmasına) neden olacaktır.

Romer ve Romer (1994) gerçekleştirdikleri ampirik çalışmada, faiz oranı kanalının PAM'nın en güçlü kanalı olduğunu öne sürmüşlerdir. Çalışmanın bulgularına göre, enflasyon ile mücadele amacıyla yapılan parasal sıkılaşmayı, endüstriyel üretim ve fiyatlar genel seviyesindeki düşüş izlemektedir. Ayrıca, resesyonların sebebi olarak kredi kanalını değil, faiz oranı kanalını göstermektedirler. Buna ilave olarak, durgunluk sonrası canlanma döneminde, genişletici para politikasının genişletici maliye politikasına nazaran daha etkin olduğunu iddia etmektedirler. Öte yandan, daha önce de bahsedildiği üzere, PAM'ın etkinliği bir takım koşullara bağlıdır. Örneğin, kamunun bankacılık sektörünü domine

ettiği, finansal derinliği olmayan ekonomilerde, faiz oranı kanalının performansı azalabilmektedir (Horvath ve Maino, 2006, s. 4).

2.2.2. Kredi Kanalı

PAM'ın faiz oranı kanalının gerçekçi olmayan varsayımları, yeni parasal aktarım mekanizmalarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Faiz oranı kanalının temel sorunu, bireylerin varlık ikamelerini para ve tahvil arasında, sadece iki varlık ile yapabilecekleri varsayımıdır (Brunner ve Meltzer, 1998, s. 446). Bu nedenle banka kredilerinin, toplam talep üzerindeki etkisine değinilmemiştir (Bakır Yiğitbaş, 2013, s. 72). Bunun aksine kredi kanalında, banka bilançolarının yükümlülükleri arasında yer alan mevduatlar ön plana çıkmaktadır. Kredi kanalı, finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorunu ile ilişkilendirilen, kredi vasıtasıyla borç verme olgusuna dayandırılmaktadır. Asimetrik bilgi koşulu ise, gerçek dünyayı daha iyi yansıtan bir başka koşul niteliğindedir (Bernanke ve Blinder, 1990, s. 2).

Kredi kanalına göre, para politikasının piyasa faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisi, finansal sistem vasıtasıyla artırılmaktadır. Bu bağlamda kredi kanalı, faiz kanalından ayrı ve bağımsız bir kanal değil, geleneksel faiz oranı kanalının etkilerini güçlendiren ve etkilerinin yayılımını sağlayan hızlandırma mekanizması niteliğindedir (Bernanke ve Gertler, 1995, s. 28).

Kredi kanalı uygulanan para politikalarının firmaların dış finansman priminde yaratacağı değişikliklere odaklanmaktadır. Dış finansman primindeki değişimler, fon arz edenlerin beklenen getirleri ile fon talep edenlerin yüklenecekleri maliyet arasında dengesizliğe neden olarak kredi piyasası düzensizliklerine neden olmaktadır. Kredi kanalına göre, firmaların dış finansman primleri

ile politika faizi aynı yönde hareket etmektedir. Bir başka deyişle, faiz oranlarındaki artışlar dış finansman primlerini de artırmaktadır. Para politikasının bu etkisi, firmaların piyasadan borçlanma maliyetlerini değiştirerek, toplam harcamalar ile ekonomik faaliyet üzerinde reel etki yaratabilmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995, s. 28–29).

Para politikasının fiyatlar genel seviyesi ve çıktı üzerindeki etkisi, fon arzı sağlayan finansal kurum ve kuruluşlar ile fon talep eden tüketiciler arasındaki bilgi asimetrisinden doğan kredi kısıtlaması üzerinden gerçekleşmektedir. Bunun nedeni ise, para politikasının kredi kısıtlamasına neden olan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının boyutu üzerindeki etkisidir. Parasal genişleme ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının etkilerini, firmaların net değerini artırarak (daha yüksek hisse fiyatları vasıtasıyla) ve öngörülen kredi riskini düşürerek (reel faiz oranlarının düşürülmesiyle), firmaların nakit akışının artırılmasıyla (nominal faiz oranlarının düşürülmesiyle) ve nominal borç sözleşmelerinin yükünü hafifletmesiyle (enflasyonun yükseltilmesiyle) azaltmaktadır. Parasal genişleme vasıtasıyla bu etkiler, bankaların daha fazla kredi arz etmesine ve toplam talebin artmasına neden olabilmektedirler (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, s. 7).

Kredi kanalı; banka kredileri kanalı ve bilanço kanalı olarak iki başlık altında incelebilmektedir (Florio, 2004, s. 420). Bilanço kanalı, parasal şokların firmaların bilançoları ve finansal pozisyonları üzerindeki muhtemel etkilerini açıklamaktadır. Banka kredileri kanalı ise, bankaların kredi arzı ile para politikası arasındaki etkileşimi incelemktedir (Bernanke ve Gertler, 1995, s. 29).

2.2.2.1. Banka Kredileri Kanalı

Banka kredileri kanalına göre, uygulanan para politikası toplam talebi ve üretimi, banka mevduatları üzerinden etkilemektedir. Örneğin, sıkı para politikası sonucu piyasadaki para miktarı, dolayısıyla da kredi olarak kullandırılacak olan mevduatlar azalacağından, yatırım ve çıktıda düşüş gözlemlenecektir. Banka kredileri kanalı, para politikasının mevduat bankalarının arz ettiği kredi miktarı üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamaktadır (Claus ve Grimes, 2003, s. 13).

Benzer şekilde genişletici para politikası, piyasadaki likiditeyi arttırmaktadır. Dolayısıyla, bankaların sahip oldukları rezervler ve mevduatlar da artmaktadır. Artan mevduatlar kredi hacminin genişlemesine neden olarak yatırımları, toplam harcamayı ve nihai olarak da üretimi arttıracaktır. Alternatif bir açıklama ile banka kredi kanalına göre, gevşek para politikası hisse senetleri vasıtasıyla firmaların net değerini arttıracağından, bankaların karşılaştığı bilgi asimetrisi kaynaklı kredi riskini düşürecektir. Bu süreç firmaların nakit akışını hızlandırmakta ve borç yükünün azalmasına yol açmaktadır (Oktar, Eroğlu, ve Eroğlu, 2013, s. 10).

Banka kredi kanalının asıl etkisi KOBİ'lerde gözlemlenmektedir. Çünkü küçük firmalar, yetersiz özsermayeye sahiptirler ve yatırım için dış finansmana, özellikle de kredilere yüksek derecede bağımlıdırlar. Öte yandan daha büyük kaynaklara sahip olan firmalar, sermaye piyasaları aracılığı ile hisse senedi arzı yaparak kendilerine kaynak yaratabilmektedirler (Örnek, 2009, s. 106). Bu durum, Kashyap, Stein, ve Wilcox (1996) tarafından gerçekleştirilen, sıkı para politikasının uygulandığı dönemlerde kredi

hacminin daralmasına karşın, ticari kağıt satışlarının arttığını gösteren ampirik bir çalışma ile de desteklenmektedir. Kredi arzı ile dış finansman ihtiyacını karşılayamayan firmalar, yatırımlarını azaltmaya zorlanacak ve bu da üretimin azalmasına neden olacaktır (Florio, 2004, s. 420).

Öte yandan ekonominin sahip olduğu bankacılık sisteminin yapısı, uygulanan para politikası şoklarının kredi arzı üzerindeki etkisinin farklılaşmasına neden olabilmektedir. Bankacılık sisteminin güçlü olmadığı ekonomilerde, kredi arzının para politikası hassasiyeti yüksekken, iyi yapılandırılmış güçlü bankalara ve iyi işleyen bir sermaye piyasasına sahip ekonomilerde, para politikası şokları kredi arzını daha düşük oranda etkilemektedir (Kara ve Özdemir, 2016, s. 32).

2.2.2.2. Bilanço Kanalı

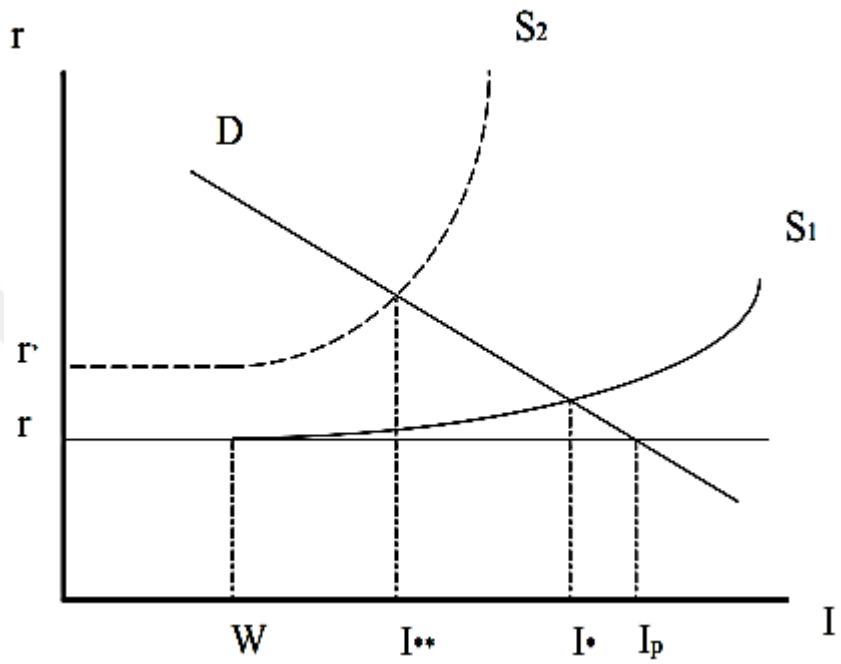
Kredi kanalının ikinci kolu olan bilanço kanalı, parasal şokların fon ihtiyacı olan kişilerin finansal durumları ve dolayısıyla da reel ekonomik faaliyet üzerindeki etkisini açıklamaktadır. Bilanço kanalının çalışabileceği iki mekanizma mevcuttur ve (Kohler, Britton, ve Yates, 2000, s. 8) tarafından açıklanmıştır:

- İlk mekanizmaya göre, toplam talebi azaltıcı etkisi olan bir sıkı para politikası, firmaların nakit akışını azaltabilir. Bununla birlikte, iç veya dış kaynaklardan karşılanması gereken proje finansmanı oranını, dolayısıyla da kredi temerrüt riskini arttıracağı için dış finansman primini arttırabilir.
- İkinci mekanizmaya göre, toplam talebi azaltıcı etkisi olan bir sıkı para politikası, varlık fiyatlarını düşürür ve firmaların finansal aracılara teminat olarak sunmaları

gereken firma değerini azaltır. Böylece, dış finansman primlerini yükseltir ve alınabilecek kredi miktarını azaltır.

Kredi piyasasında sıklıkla görülen asimetrik bilgilerin varlığı, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açarak, para poltikası uygulamalarının etkilerinin büyümesine neden olabilmektedir. Firma bilançolarında gerçekleşen bozulmalar sonucu, aracı kuruluşlar bu tip firmalara fon sağlamada isteksiz davranabileceklerdir. Bu durumda ise, firmalar işletmelerinin finansal durumu hakkında gerçekçi olmayan beyanlarda bulunarak fon taleplerini karşılama yolunu seçeceklerdir. Kredi piyasasındaki bu ve benzeri unsurlar, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini de beraberinde getirecektir (Örnek, 2009, s. 106).

Bir firmanın net değeri, firmaya ait olan likit varlıklar ile firmanın yükümlülükleri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Firmalar net değerlerini aracı kurumlara teminat olarak göstermek vasıtasıyla borçlanmaktadırlar. Daha önce de bahsedildiği üzere, firmaların finansal pozisyonları, yani net değerleri ile ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının meydana gelme olasılığı ters orantılıdır. Sonuç olarak ise, firmanın dış finansman primi ile net değeri arasında da zıt yönlü ilişki mevcuttur (Koç ve Şahin, 2015, s. 20). Buna ilave olarak net değeri düşük olan firmalar, riskli yatırım projelerine girme eğilimindedirler ve bu tip yatırımlarda kredi geri ödemelerinin gerçekleşme olasılığı düşüktür (Mishkin, 1996, s. 10–11). Bankalar, net değeri ve dolayısıyla da teminatları düşük olan firmalardan, kredi risklerinin yüksek olması nedeniyle daha yüksek oranda finansman primi talep etmektedirler. Parasal sıkılaşmanın etkisi, dış finansman primi vasıtasıyla güçlenmektedir.



Şekil 7: Finansal Hızlandıran (Kakes, 1998, s. 3)

Şekil 7'deki D eğrisi, bir firmanın yapacağı yatırımlar için gerekli olan fonların talebini göstermektedir. S_1 ve S_2 ise, fon arz eğrileridir. Firma, "W" seviyesindeki yatırım miktarına kadar piyasadan "r" faiz oranı ile borçlanabilmektedir. Firma "W" düzeyine kadar dış finansman primi ödemek zorunda değildir veya finansman ihtiyacını özkaynaklarından sağlayabilmektedir. Firma "W" düzeyinin üzerindeki bir miktarda yatırım yapmak istediğinde ise, dış finansmanı çekebilmek için daha yüksek düzeyde prim ödemek zorunda kalmaktadır. Denge yatırım düzeyinde, gerçekleşen yatırımlar I* kadardır ve dış finansman maliyetinin mevcut olmadığı rekabetçi sermaye piyasası yatırım düzeyi I_p'den düşüktür. Daraltıcı bir para politikası uygulaması, fon arzı eğrisini S_1 konumundan S_2 konumuna getirecektir. Yükselen faiz oranları, firmaların net değerlerini, dolayısıyla da kredi alabilmek için karşılık

gösterecekleri teminatın değerini azaltarak, firmaların kredi temerrüdü olasılığını ve dış finansman primini arttıracaktır (Kakes, 1998, s. 2–3).

2.2.3. Döviz Kuru Kanalı

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu Türkiye'de döviz kuru istikrarının sağlanabilmesi, para politikasının en öncelikli hedeflerinden olan fiyat istikrarı açısından büyük önem taşımaktadır. Türkiye gibi, ithalata bağımlılığın yüksek olduğu ekonomilerde gerçekleşebilecek olan döviz kuru dalgalanmaları, enflasyonist bir süreci tetikleyebilmektedir. Bunula birlikte, ulusal paranın değer kazanması ülkenin rekabet gücünü zayıflatmaktayken, değer kaybetmesi ise sıklıkla merkez bankalarının hatası olarak kabul edilmektedir (Mishkin, 2001, s. 10).

Döviz kuru kanalı, uluslararası sermaye hareketlerinin tam olduğu bir ortamda, faiz oranı kanalı ile birlikte işlemektedir ve bu hareket Mundell-Flemming modeline benzer biçimde açıklanmaktadır. Bu işleyiş, faiz oranları vasıtasıyla sermaye giriş ve çıkışlarına neden olmaktadır. Örneğin, parasal genişleme neticesinde faiz oranlarının düşmesiyle, sermaye yabancı ülkelere hareket edecek ve ulusal para değer kaybedecektir (Oktar vd., 2013, s. 8). Döviz kuru kanalındaki aktarım, faiz oranlarından döviz kuruna doğru karşılanmamış faiz paritesi koşulu[7] vasıtasıyla sağlanmaktadır (Kuttner ve Mosser, 2002, s. 17). Bu koşula göre, iki ülke faiz oranları arasındaki fark, bu ülkelerin para birimleri arasındaki döviz kurlarında beklenen değişime eşittir.

[7] Karşılanmamış faiz oranı paritesine göre, reel döviz kurunda "$s_{t,t+k}$" meydana gelen değişiklikler, iç faiz oranı ($i_{t,k}$) ile dış faiz oranı ($i_{t,k}^{*}$) farkı ile ülkenin risk primine (rp) göre belirlenmektedir. Bkz. (Chinn ve Meredith, 2004, s. 412)

$$\Delta s_{t,t+k}^{e} = \left(i_{t,k} - i_{t,k}^{*}\right) - rp_{t,t+k}$$

Döviz kuru kanalına göre, iç piyasa faiz oranlarındaki düşüş (genişletici para politikası), ulusal paranın yabancı para karşısındaki cazibesini azaltarak değerini düşürecektir. Ulusal paradaki değer kaybı neticesinde iç piyasada üretilen mal ve hizmetler görece ucuzlayacağından, ihracat dolayısıyla da net dış ticaret ve toplam çıktı artacaktır (Mishkin, 1996, s. 5). Döviz kuru kanalının toplam talep üzerindeki arttırıcı etkisi, bazı koşullar altında azaltıcı etkiye dönüşebilmektedir. Bu etki, firmaların bilançoları üzerinden döviz cinsi borçlar vasıtasıyla ortaya çıkmaktadır ve genellikle yüksek fon ihtiyacı olan gelişen piyasa ekonomilerinde görülmektedir. Gevşek para politikası sonucu gerçekleşen kur artışı, döviz cinsinden borçlu olan firmaların borç yükünü arttırmaktadır. Buna ilave olarak, firmaların varlıklarının değeri, genel olarak ulusal para cinsinden ifade edilmektedir ve kurda meydana gelen artış firmaların döviz cinsinden net değerinin azalmasına neden olmaktadır. Firma bilançolarında meydana gelen bozulma, önceki bölümlerde açıklandığı üzere, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının ortaya çıkma ihtimalini arttırarak bankaların kredi verme sürecinde isteksiz davranmalarına neden olmaktadır. Sonuç olarak, yeterli fonların sağlanamaması kaynaklı olarak yatırım, dolayısıyla da ekonomik aktivitede azalma gerçekleşmektedir (Mishkin, 2001, s. 8).

Döviz kuru kanalı, hem toplam arz hem de toplam talep üzerinden işlemektedir. Talep tarafında, parasal genişleme, yurt içi reel faiz oranını düşürmekte, bu da yerel para biriminin reel değer kaybına yol açmaktadır. Sonuç olarak, net dış ticaret ve toplam talep artmaktadır. Arz tarafında ise, parasal genişlemeden kaynaklanan değer kaybı, ithal malların yurt içi fiyatlarını yükselterek enflasyonu

doğrudan artırmaktadır. İthal girdilerin de fiyatlarının artmasıyla, toplam arz azalmaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, s. 5).

2.2.4. Varlık Fiyatları Kanalı

Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikası değişiklikleri, çeşitli kanallar vasıtasıyla varlık fiyatlarını da etkileyebilmektedir. Daha önce de bahsedildiği gibi, para ve tahvil olarak sadece iki adet varlık üzerinde analiz yapılması, geleneksel faiz oranı kanalına getirilen en büyük eleştiridir. Keynesyen iktisatçılar, para politikası değişikliklerinin iktisadi etkilerini IS-LM modeli yardımıyla analiz ederlerken, faiz oranı-yatırım ilişkisi vasıtasıyla reel ekonomi üzerindeki etkiyi göstermektedirler. Ancak Monetarist iktisatçılar PAM'ın reel etkilerini, reel servet ve hisse senedi fiyatları gibi varlıkların fiyatlarını da hesaba katarak değerlendirmektedirler (Mishkin, 1996, s. 4).

PAM'ın monetarist kanalı olarak nitelendirilebilecek olan varlık kanalı, faiz oranlarından ziyade varlık fiyatlarındaki nispi değişikliklerin doğrudan etkisi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Buradaki mantık, yatırımcıların portföylerinde yer alan çeşitli varlıkların birbirlerinin eksik ikamesi niteliğinde olması nedeniyle, para politikası uygulamasının yarattığı portföy değişimlerinin, varlıklarda nispi fiyat değişikliklerine yol açacağı ve bunun da reel etkilerinin olabileceğidir. Bu bakış açısına göre faiz oranının, diğer varlıklar ile kıyaslandığında hiçbir özel etkisi mevcut değildir (Kuttner ve Mosser, 2002, s. 17). PAM açısından önemli olan ve varlık fiyatlarını içeren iki mekanizma mevcuttur: Bunlar, yatırımın Tobin q teorisi ve servetin tüketim üzerindeki etkisidir (Mishkin, 1996, s. 6).

Servet kanalı, Ando ve Modigliani (1963) tarafından geliştirilmiş olan ve tüketim harcamalarının cari gelir yerine servet tarafından belirlendiğini ifade eden, tüketimin yaşam döngüsü modeli üzerine kurulmuştur. Yaşam döngüsü teorisine göre, para politikasının tüketim üzerinde etkisi şu şekilde gerçekleşmektedir: Sıkı para politikası sonucu artan faiz oranları hisse senetleri, tahviller ve konut gibi varlıkların değerlerinin düşmesine neden olmaktadır. Sonuç olarak hanehalklarının toplam serveti, dolayısıyla da tüketimlerinde düşüş gözlemlenmektedir (Kuttner ve Mosser, 2002, s. 16). Tüketim harcamaları, tüketicilerin yaşamları boyunca elde ettikleri beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetleri gibi kaynaklar tarafından belirlenmektedir. Buna göre, tüketimin asıl belirleyicisi cari gelir değil, yaşam boyu gelirdir (Claus ve Grimes, 2003, s. 5). Servetin bir bileşeni olan finansal servet, genel olarak hisse senetlerinden oluşmaktadır (Mishkin, 1996, s. 5). Faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü ilişki mevcuttur. Örneğin, faiz oranları arttığında, sermayenin marjinal maliyeti artacağından, firmalar yatırım harcamalarını azaltmak zorunda kalacaklardır. Bu ise, firmanın kazancını olumsuz etkileyerek, firmanın sermaye piyasasındaki değerini azaltacaktır. Aksine faiz oranları düştüğünde, tüketiciler ve firmalar toplam harcamalarını arttırarak, hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olacaklardır. Hisse senetlerinin değer kazanması ise, iktisadi ajanların finansal servetlerinin ve dolayısıyla da yaşam boyu gelirlerinin ve tüketimlerinin artmasına yol açmaktadır (Mishkin, 1996, s. 5).

Varlık kanalının bir diğer mekanizması Tobin q teorisidir. Tobin q teorisine göre, firmaların sermaye piyasası değerinde meydana gelen değişimler yatırım harcamalarını, dolayısıyla da

toplam çıktıyı etkilebilmektedir (Tobin, 1969). Tobin q teorisi, para politikasının reel ekonomiyi geleneksel faiz oranı kanalından farklı olarak, hisse senetlerinin değeri üzerinden etkileyebildiği bir mekanizma sunmaktadır. James Tobin gerçekleştirdiği çalışmasında, "q" değerini firmanın piyasa değerinin, firmanın yenileme maliyetinin değerine oranı olarak tanımlamıştır. Buna göre firma için yatırım kararı, q'nun alacağı değere göre belirlenecektir. Tobin q değerinin 1'den büyük olması, firmanın kıt kaynakları etkin bir şekilde kullandığını göstermektedir ve yatırımın yapılması gerektiğini ifade etmektedir. Faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ters yönlü ilişki göz önüne alındığında, parasal gevşeme firmanın piyasa değerini arttıracaktır. Bu mekanizma şu şekilde işleyecektir (Mishkin, 1996, s. 3–4): Para arzı arttırıldığında, toplum tutmak istediğinden daha yüksek miktarda nakit tutuyor oldukları için harcamalarını arttırarak, tuttukları para miktarını azaltmayı deneyecektir. Harcamaların bir bölümü hisse senelerine ayrılacağından, hisse senedi talebi ile birlikte hisse senedi fiyatları da artacaktır. Tobin q değerinin artması ise, firmanın sermaye yenileme maliyetinin nispi olarak ucuzladığı anlamına gelmektedir. Bu durumda, rasyonel davranacak olan firma, yatırım kararı alacaktır. Aksine, q değeri düşük olduğunda, firma sermaye yenileme maliyetinin, firmanın piyasa değerinden yüksek olması nedeniyle, yatırım malı satın almamayı tercih edecek veya bir başka firmayı göreli olarak daha ucuza alabilecektir. Sonuç olarak yatırım, toplam harcamalar ve toplam talep düşük olacaktır.

2.3. Para Politikasının Avantajları ve Limitleri

İktisat politikasının iki enstrümanından birisi olan maliye politikasının, makro iktisadi istikrarın sağlanması ve gelirin yeniden

dağıtılması gibi hedefler üzerinde önemli rol oynadığı gerek iktisatçılar gerekse politikacılar tarafından kabul edilmektedir. (Ricci-Risquete, Ramajo, ve De Castro, 2016, s. 597). Maliye politikası gerekli olduğu durumlarda iktisadi faaliyeti, vergiler vasıtasıyla piyasayı yavaşlatarak ve otoyol yapımı gibi kamu harcamalarıyla piyasayı canlandırarak etkileyebilmektedir (De Long vd., 1988, s. 482). Öte yandan, iktisat politikasının bir diğer enstrümanı olan ve merkez bankalarının uygulayabildiği para politikası, iktisatçıların ve politikacıların iktisadi durgunluğa karşı uyguladığı ilk tedbirler olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü merkez bankalarının para politikalarını uygulama süreleri, hükümetin maliye politikasını belirleyip yürürlüğe sokabileceği zaman aralığından daha kısa olabilmektedir. Ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik maliye politikalarının uygulanması aylar sürebilirken, para politikası değişiklikleri politika kararının verildiği gün içerisinde bile uygulanabilmektedir (Welch ve Welch, 2009, s. 249). Örneğin, bir mali teşviğin mecliste tartışılarak yasalaştırılması ve daha sonra yürürlüğe konulması uzun bürokratik süreçler nedeniyle zaman aldığı gibi, arttırılan kamu harcaması, vergi indirimi vb. şeklinde uygulanan genişletici maliye politikalarının tüketici gelirine yansıyarak ekonomiyi canlandırması da geniş bir zaman dilimi gerektirmektedir. Bu koşullar altında hane halkı geliri veya iş çevreleri üzerindeki maliye politikası hedeflerinin gerçekleşmesi için çok geç kalınmış olabilmektedir. Diğer taraftan, merkez bankaları faiz aracını kullanarak tüketim, yatırım, kredi hacmi ve sermayenin maliyeti gibi önemli makro iktisadi değişkenleri hızlı bir şekilde etkileyerek, daha hızlı sonuç alınmasına olanak sağlamaktadır. Merkez bankaları sahip oldukları eşsiz ve bağımsız

yapıları sayesinde, iktisadi olumsuzluklara hızlı ve kararlı bir şekilde tepki verebilmekte, uyguladığı politikaların cari dönemde olumsuz etkilerinin ortaya çıkacak olması durumunda bile, bu olumsuzlukları gelecek yıllarda ülkeye fayda sağlayacak avantajlara dönüştürerek uzun vadeli planlama yapabilmektedirler (Bartels, 1985, s. 41). Para politikası, vergi değişimi ve kamu harcaması politikaları için gerekli olan uzun, zorlu ve tahmin edilmesi güç yasama süreçlerine tabi olmadığı için hızlı, hesaplı ve esnek bir şekilde uygulanabilmektedir (Bartels, 1985, s. 36). Bu bağlamda, mali eylemlerin iktisadi iyileşmeye olan katkısının oldukça kısıtlı kaldığı ve sadece para politikasının durgunlukları sona erdirmek için yeterince güçlü ve esnek bir araç olduğu iddia edilmektedir (Romer ve Romer, 1994, s. 55). Maliye politikası gibi para politikasının da ekonomi üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkabilmektedir. Ancak bu gecikme, genellikle maliye politikasında olduğu gibi bürokratik süreçlerin uzun olması veya politik kararların çatışması gibi sebeplerden ziyade, teşhis gecikmesi ve uygulama gecikmesi olarak adlandırılan zincirleme süreçten kaynaklanmaktadır.

Para politikası uygulamalarının bir başka avantajı ise izlenmesinin kolaylığıdır. Merkez bankasının hedefine uygun davranıp davranmadığı konusundaki bilginin hemen hazır bulunmasından (parasal toplamlar için reel rakamlar tipik olarak birkaç hafta içinde bildirilmektedir) dolayı, para politikasının etkilerinin takip edilmesi kolaydır. Böylece hedeflenen ve gerçekleşen para toplamları arasındaki karşılaştırmalar, para politikasının durumu ve enflasyonu kontrol altına alacak olan otoritelerin tutumu hakkında kamuoyuna ve piyasalara zamanında ve periyodik sinyaller göndererek, enflasyon beklentilerinin

pekiştirilmesine ve az enflasyon üretilmesine yardım edebilmektedir. (Mishkin, 2014, s. 306).

Uygulanacak olan iktisat politikasının seçilmiş politikacılar tarafından mı yoksa bağımsız bürokratlar tarafından mı belirleneceği sorusu, para politikası ve maliye politikası karşılaştırmasının bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Bürokratlar, yeteneğin çabadan daha önemli olduğu teknik görevler için ya da politika yapıcının gerekli yeteneklere sahip olup olmadığı konusunda büyük bir belirsizlik varsa tercih edilmektedir (Alesina ve Tabellini, 2007, s. 169). Ekonomik istikrar politikalarının içerisinde barındırdığı teknik hususlar göz önüne alındığında, bağımsız bürokratların geliştireceği politikaların daha etkin olabileceği iddia edilebilir. Bu iddiayı destekleyebilecek olan bir başka husus ise, gerçekleştirilecek olan uygulamaların siyasi boyutudur. Örneğin, siyasetçiler oy kaybetmekten korktukları için kemer sıkma politikaları uygulamaktan kaçınırlar. Bununla birlikte hükümetler, seçim dönemlerinde kamu harcamalarını arttırarak halkın sempatisini kazanmaya çalışabilmektedirler (Eğilmez ve Kumcu, 2008, s. 330). Öte yandan para politikası siyasetten büyük oranda arındırılmıştır. Merkez bankası yöneticileri, her ne kadar hükümetler tarafından atanıyor olsalar da, meclis üyeleri kadar siyasi baskı altında değildirler. Bu, kısmen merkez bankası yöneticilerinin belirli bir süre için atanmaları ve yeniden seçilebilmek için kampanya yürütmemeleri gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Merkez bankaları kararlarını siyasi değil iktisadi gerekçelerle almaktadırlar (Welch ve Welch, 2009, s. 249).

Friedman (1968)'e göre parasal sistem sadece bir mekanizmadır, ancak olağanüstü derecede verimli bir

mekanizmadır. Para olmadan, geçtiğimiz iki asırda başarılmış olan üretim ve yaşam standardı artışları gerçekleştirilemezdi ya da bu performansı yakalayabilmek için çok daha büyük maliyetlere katlanmak gerekirdi. Öte yandan bu ilerleme, diğer fevkalade mekanizmaların iktisadi sisteme yaptığı katkılar olmaksızın da sağlanamazdı. Ancak paranın, diğer mekanizmalardan bir farkı mevcuttur. Para, ekonominin her yanına nüfuz eden yapısı sebebiyle, hizmetdışı kaldığında, diğer mekanizmaların işleyişine de çomak sokmaktadır. Bu nedenle iktisadi istikrar için iyi bir para politikası gerekli koşuldur. Bir başka deyişle, "Para politikası, iktisadi istikrar için ne yapabilir?" sorusundan çıkarılabilecek en önemli ders, para politikasının, paranın kendisini ekonomik istikrarsızlık kaynağı olmaktan koruyabilme özelliğinin olmasıdır (Friedman, 1968, s. 12).

Para politikası, bünyesinde bir takım avantajları barındırmaktadır ancak iktisat politikası için sihirli değnek niteliğinde de değildir. Bir başka deyişle, para politikasının limitleri de vardır. Özellikle de genişletici para politikasının limitleri, "Likidite Tuzağı" kavramının yaratıcısı olan Keynes'den bu yana bilinmektedir (Florio, 2004, s. 409). Likidite tuzağı kavramı, faiz oranlarının iktisadi koşulların düzeltilebilmesi amacıyla daha fazla düşürülemeyeceği düzeyi ifade etmektedir. Büyük Buhranla beraber, para politikasının ekonomiyi düzeltmedeki etkinliği sorgulanmaya başlamıştır. Çünkü söz konusu dönemlerde uygulanan para politikaları etkin sonuç verememiştir (Morgan, 1993, s. 22). Bu ise para politikasının asimetrik etkilerinin varlığına dair tartışmalara yol açarak, "İpi Çekme" benzetmesinin yapılmasına neden olmuştur. İpi çekme benzetmesi, para politikasının sınırları ve merkez bankasının yetersizliğini ifade etmektedir. Buna göre para politikasının etkileri

simetrik değildir ve bazı zamanlarda tek yönlü çalışmaktadır. İp benzetmesi, para politikasına ilişkin tartışmanın kalıcı bir özelliğidir: borçlanma maliyetlerinin artırılması, bir genişlemeyi güvenilir bir şekilde yavaşlatabilir, ancak ucuz sermayenin iktisadi faaliyeti hızlandırabileceği kesin olmamaktadır (Angrist, Jordà, ve Kuersteiner, 2013, s. 2). Bunun nedeni ise, para politikasının etkilerinin bir bakıma, toplumsal yapı ve güven ile alakalı olmasıdır. Genişletici para politikası sermayenin maliyetini azaltmaktadır ancak, işletmelerin ve hanehalklarının istemedikleri takdirde harcama yapmaya zorlanmaları mümkün değildir. Merkez bankaları ekonomik aktiviteyi canlandırmak amacıyla para rezervlerini arttırabilirler ancak, toplam harcamanın artması için birileri ödünç almaya, bankalar da ödünç vermeye istekli olmalıdırlar (Welch ve Welch, 2009, s. 249).

Friedman (1968)'e göre, para politikasının iki limiti tartışmaya değerdir: (1) para politikası, faiz oranlarını oldukça sınırlı bir dönemden daha uzun bir süre boyunca sabit tutamaz; (2) para politikası, işsizliği oldukça sınırlı bir dönemden daha uzun bir süre boyunca sabit tutamaz. Para politikasının faiz oranlarını sabit tutataması şu örnek ile açıklanmaktadır: Para miktarında artışa gidilmesi, faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturacaktır. Ancak bu, sürecin sadece başlangıcıdır. Parasal büyüme hızındaki artış, toplam harcamayı düşük faiz oranları ile yatırım ve diğer harcamalar üzerinden arttıracaktır. Bir kişinin harcamasının iktisadi döngü gereği bir başkasının geliri olduğu düşünüldüğünde, harcamalar ile birlikte artan gelir, likidite tercihini etkileyerek kredi talebini arttıracaktır. Kredi talebindeki artış ise, fiyatarı arttırarak reel para arzını azaltacaktır. Bu etkiler birleşerek, faiz oranlarındaki

ilk aşağı yönlü baskıyı, bir yıldan kısa bir süre içinde, tersine çevirecektir. Dahası, parasal büyüme oranının yükselmesiyle ortaya çıkan enflasyon, halkın fiyat artışı beklentisine neden olur. Sonuç olarak Irving Fisher'ın yıllar önce işaret ettiği üzere, borç verenler artan enflasyon nedeniyle daha yüksek faiz talep edeceklerdir. Para politikasının işsizlik oranını sabit tutataması ise şöyle açıklanmaktadır: Parasal büyüme istihdamı teşvik etme, parasal sıkılaştırma ise, istihdamı geriletme eğilimindedir. O halde merkez bankaları niçin bir işsizlik oranı hedefi belirleyerek, işsizliğin o oranın üstüne çıkması durumunda genişletici, işsizliğin o oranın altına inmesi durumunda ise daraltıcı para politikası uygulamamaktadırlar? Parasal otoritenin işsizlik oranını doğal işsizlik oranının altında bir düzeyde sabit tutmaya çalıştığını varsayalım. Hedef işsizlik oranının yüzde 3 ve doğal işsizlik oranın yüzde 3'ten daha yüksek olduğunu varsayalım. Ayrıca, fiyatların istikrarlı olduğu ve işsizliğin yüzde 3'ün üzerinde olduğu bir dönemde başlayacağımızı varsayalım. Buna durumda, merkez bankası, parasal büyüme oranını arttıracaktır. Para arzı para talebini aşacağından, insanlar tutmak istediklerinden daha fazla nakit tutuyor olacaklardır ve sonuç olarak faiz oranları düşecektir. Bu ise, harcamaların ve gelirin artmasına yol açacaktır. Başlangıç aşamasında nominal gelirde meydana gelen artış, çoğunlukla fiyatlar genel seviyesindeki artıştan daha ziyade çıktı ve istihdamdaki artış nedeniyle meydana gelecektir. Bekleyişler fiyat istikrarının korunacağı yönünde olacaktır ve fiyatlar ile ücretler bu doğrultuda belirlenecektir. İnsanların yeni talep koşullarına uyum sağlaması zaman alacaktır. Üreticiler toplam talepteki genişlemeye çıktıyı arttırarak, işçiler daha uzun saatler çalışarak, işsizler ise geçerli ücret

düzeyinden emek arz ederek tepki verme eğiliminde olacaklardır. Fakat bunlar sadece başlangıçtaki etkilerdir. Ürünlerin satış fiyatları nominal talepteki beklenmedik bir artışa genellikle üretim faktörlerinin fiyatlarından daha hızlı yanıt verdiğinden, fiyatlar genel seviyesi artacaktır. Çalışanlar önceki fiyat seviyesinde sunulan ücretleri değerlendirdikleri için reel ücretlerinin arttığını düşünmektedirler ancak reel ücretler düşmüştür. Reel ücretlerdeki düşüş, bir süre sonra beklentileri de etkileyerek işgücünün artan fiyatlar karşısında daha yüksek nominal ücret talep etmelerine neden olacaktır. İşsizlik oranı, doğal işsizlik oranının altında olduğu için emek talebi fazlası oluşacaktır ve bu nedenle reel ücretler ve işsizlik kendi içsel düzeylerine yükselme eğiliminde olacaklardır. Özetle, faiz oranlarının ve işsizliğin, para politikası tarafından sabit tutulamayacağı gerçeği aynı nedene dayanmaktadır. Para politikaları sonucu ortaya çıkan etkiler gecikmekli olarak ortaya çıkmaktadırlar ve bu etkiler zamanla kaybolmaktadır.

2.4. Para Politikası Asimetrisi Teorileri

1920'li yılların sonlarına kadar para politikasının etkilerinin simetrik olduğuna dair görüş yaygındı. Bu görüşe göre iktisadi aktivite genişletici para politikalarıyla hızlandırılabilmekte ve daraltıcı para politikalarıyla yavaşlatılabilmekteydi. Ancak bu görüş, 1929 Büyük Buhranı'nda genişletici para politikasının etkin sonuç vermemesi sonucu sarsılmıştır. Sıkı para politikasının, ekonomiyi yavaşlatma üzerindeki etkisinin, gevşek politikanın canlandırıcı etkisinden daha güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmüştür (Zakir ve Malik, 2013, s. 2). Sonuç olarak, para politikasının asimetrik etkilerinin varlığına dair tartışmalar başlamıştır. Para politikalarının iktisadi faaliyet üzerinde meydana getirdiği etkileri incelemeye

yönelik olarak gerçekleştirilen ampirik ve teorik çalışmalar, para politikasının çeşitli nedenlerle asimetrik etkileri olabileceğini ortaya koymuştur (Rhee ve Rich, 1995; Thoma, 1994). Harcamaların iş döngüsündeki farklı noktalarda reel faiz oranlarına daha çok veya daha az duyarlı olması, finansal sistemdeki bozukluklar, para politikasının aktarımının farklı zamanlarda şiddetlenmesi veya azalması, fiyatların daha katı ya da daha esnek olması, para politikasının sistematik bileşenlerinin farklı davranışlarda bulunması gibi nedenlerle asimetrik etkiler ortaya çıkabilmektedir (Tenreyro ve Thwaites, 2016, s. 44).

İktisadi teoride tanımlanmış olan dört tip para politikası asimetrisi bulunmaktadır (Ergeç, 2009a, s. 69). Bunlar: "*beklenen ve beklenmeyen para politikaların asimetrik etkileri*", "*yön asimetrisi*", *"büyüklük asimetrisi*" ve "*durum asimetrisi*" olarak sıralanmaktadır. Beklenen ve beklenmeyen para politikaların asimetrik etkilerine göre, toplum tarafından beklenmeyen para politikası uygulamalarının çıktı üzerinde etkileri, toplum tarafından beklenen para politikalarının çıktı üzerindeki etkisinden büyük olmaktadır. Yön (pozitif ve negatif şok) asimetrisi, daraltıcı bir para politikasının çıktı üzerinde yarattığı etkinin, aynı şiddetteki bir genişletici para politikasının yarattığı etkiden farklı olması durumunu ifade etmektedir. Büyüklük asimetrisi (büyük ve küçük şokların asimetrik etkileri), büyük parasal şokların, küçük parasal şoklara nazaran daha büyük reel etkiler ortaya çıkarması olarak tanımlanmaktadır. Durum asimetrisi ise, parasal şokların çıktı üzerindeki etkilerinin, ekonominin içerisinde bulunduğu iktisadi durumla alakalı olduğunu belirtmektedir. Buna göre, ekonominin daralma ve genişleme

dönemlerinde uygulanan eş şiddetli parasal şoklar farklı neticeler doğuracaktır.

Agénor (2001)'e göre para politikasının asimetrik etkilerinin ortaya çıkışını açıklayan beş teori bulunmaktadır. Bunlar: nominal ücret yapışkanlıkları, menü maliyetleri ve asimetrik fiyat katılıkları, iktisadi kapasite, beklentiler ve son olarak kredi kullanımına dair kısıtlamalardır. Karras (1996b)'e göre bu teoriler para politikası asimetrisini arz yönlü olarak açıklamaktadırlar ve para politikası asimetrisinin talep yönü ipi çekme görüşü ile ifade edilmektedir. Para politikası asimetrisi kavramının kapsamlı bir şekilde açıklanabilmesi amacıyla çalışmanın, bölüm 2,4'ü izleyen alt başlıklarında, para politikası asimetrisi teorileri detaylı olarak açıklanacaktır.

2.4.1. Nominal Ücret Yapışkanlıkları

Keynesyen iktisatçılar, mal ve emek piyasalarının şoklara vereceği tepkinin yavaş olacağını iddia etmektedirler. Bir başka deyişle, fiyatlar ve ücretler, piyasayı temizlemek için hızlı hareket etmemektedir (Fisunoğlu ve Tan, 2009, s. 2009). Bu durum, fiyat ve ücretlerin yapışkanlığı (katılığı) olarak adlandırılmaktadır.

Toplum tarafından beklenmekte olan para politikaları, bazı fiyatların ve ücretlerin katı olması koşuluyla reel etki yaratabilmektedir. Özetle, nominal fiyat ve ücretlerin gerçekleşen değişikliğe hızlıca uyarlanamaması gerekmektedir. Aksi takdirde ekonomiye enjekte edilen ilave para, fiyatlar genel seviyesini de aynı oranda arttıracağından, reel bir değişim meydana gelmeyecektir (Blinder, 2008, s. 1).

Keynesyen iktisada göre, ücretler aşağı yönlü katı, yukarı yönlü ise esnektirler. Buradan çıkartılacak olan sonuç, pozitif para

politikası şoklarının nötr olacağı, negatif para politikası şoklarının ise nötr olmayacağıdır. Bu bağlamda, ücret ayarlamalarından kaynaklanan para politikası asimetrisi iki koşula bağlıdır (Agénor, 2001, s. 5):

- Birincisi, işçiler nominal ücret kesintilerine karşı çıkacaklardır. Bu ifade, reel ücretlerdeki aşağı yönlü hareketin tek kaynağının daha yüksek oranda enflasyon olabileceğini ima etmektedir.
- İşçiler aşağı yönlü reel ücret ayarlamalarına karşı çıkacaklardır ancak, reel ücret artışlarına direnç göstermeyeceklerdir.

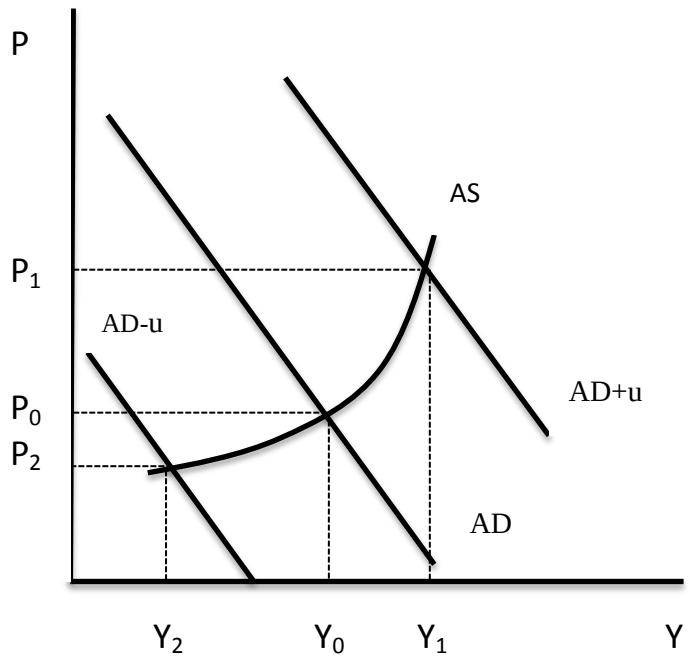
Sonuç olarak yukarı yönlü fiyat ayarlaması, aşağı yönlü fiyat ayarlamasından daha hızlı gerçekleşecektir ve bu da para politikalarının asimetrik etkiler oluşturabilmesine neden olacaktır. Nominal ücret yapışkanlıkları, yön asimetrisine neden olabilmektedir (Ergeç, 2009a, s. 76)

2.4.2. Menü Maliyetleri ve Asimetrik Fiyat Katılıkları

Satıcılar fiyatlarını ancak menü maliyetleri olarak adlandırılan maliyetlere katlanarak değiştirebilmektedirler (Golosov ve Lucas Jr, 2007, s. 171). Bu maliyetler yeni katologların basımı ve satıcıların yeni fiyatlardan haberdar edilmesi gibi harcama kalemlerini kapsamaktadır. Menü maliyetleri oldukça küçük maliyetlerdir, bu nedenle fiyat yapışkanlığı modellerine oldukça zayıf bir temel sağladıkları düşünülmektedir. Ancak bu görüş hatalıdır. Küçük menü maliyetleri makro boyutta ele alındığında, büyük refah kayıplarına neden olabilmektedirler (Mankiw, 1985, s. 529). Menü maliyetlerinin varlığı fiyatların aşağı yönlü katı, yukarı yönlü olarak ise esnek olmasına yol açarak, para politikasının

etkilerinin asimetrik olmasına neden olmaktadır (Agénor, 2001, s. 6). Bu ifade firmaların fiyatlardaki yükselişe ve düşüşe farklı tepkiler verebileceği anlamına gelmektedir. Bir başka deyişle çıktının, genişletici ve daraltıcı para politikası uygulamalarına vereceği tepki asimetrik olmaktadır (Ball ve Mankiw, 1994).

Keynesyen iktisadi modelin aşağı yönlü katı, yukarı yönlü esnek ücret ve fiyatları ile üretim faktörlerinin azalan marjinal verimliliğe sahip olması varsayımı birleştirildiğinde, dışbükey toplam arz eğrisi meydana gelmektedir (Florio, 2004, s. 419). Bu eğri, ters çevrilmiş bir L harfi şeklindedir. Dış bükey arz eğrisi tam istihdama kadar yatay (keynesten durumda olduğu gibi) ve tam istihdamda dikey (neoklasik durumda olduğu gibi) pozisyondadır. Dışbükey toplam arz eğrisi Şekil 8'de gösterilmektedir.



Şekil 8: Dışbükey Arz Eğrisi (Karras, 1996b, s. 607)

Dışbükey toplam arz eğrisinden görüleceği üzere, aynı büyüklükteki ancak farklı yönlerdeki talep şokları, çıktı ve fiyat düzeyinde asimetrik etkilere neden olmaktadır. Örneğin, pozitif bir para politikası şoku, negatif bir para politikası şokuna nazaran, çıktıda daha az oranda değişme, fiyatlarda ise daha fazla oranda değişmeye yol açmaktadır. Bu mekanizma (Ball ve Mankiw, 1994) tarafından geliştirilen, firmaların fiyatlarını düzenli olarak değiştirdiği bir model ile açıklanmaktadır. Bu yaklaşıma göre toplam arz eğrisi dışbükeydir. İktisadi genişleme döneminde (toplam arz eğrisinin görece dik bölgesi) para politikası uygulamaları, Şekil 8'den de görülebileceği üzere, çıktıya nazaran fiyatlarda değişime neden olmaktadır. Daralma dönemlerinde (toplam arz eğrisinin görece yatay bölgesi) ise aksine, para politikası uygulamalarının çıktı üzerindeki etkisi fiyatlardaki etkiden daha büyük olmaktadır.

Asimetri, modele trend enflasyonun dahil edilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Yapışkan fiyat modelinde para politikalarının etkileri asimetriktir, çünkü firmalar negatif şok sonrası fiyatlarını düşürmeme eğiliminde olacaklardır. Bunun altında yatan sebep ise, fiyat düşüşü işleminin trend enflasyon tarafından yapılacağı, firmaların ise bir şey yapmalarına gerek olmadığı düşüncesidir. Bir başka deyişle firmalar fiyatların reel değerinin trend enflasyon sebebiyle düştüğünü düşündükleri için, menü maliyetine katlanmak istemeyecekler ve fiyatlarını değiştirmeyeceklerdir. Firmalar öte yandan, pozitif şoklar karşısında fiyatların yukarı doğru esnek olmasına izin vereceklerdir.

Para politikasının reel etkilerinin ortaya çıkması için fiyat katılıklarının gerekli koşul olduğu göz önüne alındığında, genişletici para politikalarının genel olarak fiyatlara, daraltıcı para

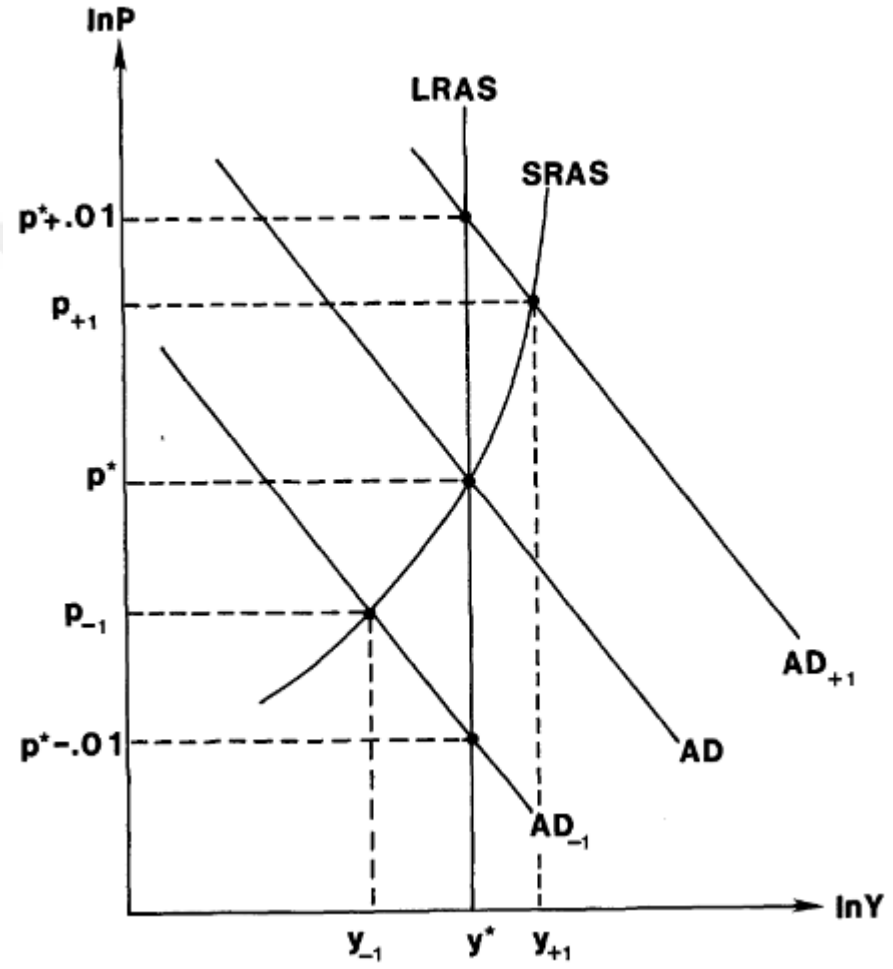
politikalarının ise genel olarak çıktıya yansıdığı görülmektedir. Öte yandan, iktisadi konjonktüre göre uygulanan makro ihtiyati politikaların çıktı üzerindeki etkisi göz önüne alındığında, daralma döneminde uygulanan gevşek para politikasının, genişleme döneminde uygulanan sıkı para politikasından daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Nominal fiyat ve ücret yapışkanlığı literatürde yön asimetrisi, büyüklük asimetrisi ve son olarak durum asimetrisinin kaynağı olarak gösterilmektedir (Ergeç, 2009a, s. 77).

2.4.3. İktisadi Kapasite

Emek ve sermaye gibi üretim faktörlerinin arzlarının kısa dönemde sabit olması, iktisadi kapasitenin sınırlı olduğu anlamına gelmektedir. Para politikası şoklarına firmalar tarafından verilen tepkinin şiddeti, firmaların kapasite kullanımından etkilenebilmektedir. Örneğin genişletici bir para politikası şokunun etkileri, kapasite kullanımının düşük olduğu firmalarda daha büyük olabilmektedir (Arslan ve Ergeç, 2011, s. 91).

Evans (1986) gerçekleştirdiği çalışmada, kapasite kullanım oranı ile para politikasının reel etkileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Şekil 9, bu ilişkiyi görsel olarak açıklamaktadır. Şekil 9'da yer alan SRAS eğrisi, kısa dönem toplam arzı göstermektedir. Uzun dönem toplam arz eğrisi ise, LRAS olarak adlandırılmıştır ve doğal çıktı düzeyinde dik konumdadır. İlk durumda, toplam talebin AD_{-1} konumunda, kapasite kullanımının düşük olduğu, doğal çıktı düzeyinin altında bir noktada olduğunu düşünelim. Yüzde 1 oranında gerçekleşen genişletici para politikası sonucu artan toplam talep AD düzeyine, toplam çıktı y_{-1}'den y^* düzeyine, fiyatlar genel seviyesi ise, çıktı p_{-1}'den p^* düzeyine gelecektir.



Şekil 9: Kapasite Kullanım Düzeyi ve Para Politikası (Evans, 1986, s. 304)

Tekrar yüzde 1 oranında gerçekleşen genişletici para politikası sonucu artan toplam talep AD_{+1} düzeyine gelerek kapasite kullanım oranını arttıracak, toplam çıktı y*'dan y_{+1} düzeyine, fiyatlar genel seviyesi ise, çıktı p^*'dan p_{+1} düzeyine gelecektir. Grafikten açıkça görülmektedir ki, kapasite kullanımının daha yüksek olduğu ikinci parasal şokta, para politikasının fiyatlar üzerindeki etkisi daha büyük, öte yandan çıktı üzerindeki etkisi ise

daha düşüktür. Kapasite kullanımı daha yüksek bir düzeye getirilmek istendiğinde, bir noktadan sonra genişletici politikalar reel etki meydana getiremeyeceklerdir. Bu sonuç, SRAS eğrisinin dışbükey olmasından kaynaklanmaktadır (Evans, 1986, s. 305). Bu mekanizmaya göre, ekonomi büyüdükçe, firmalar kısa dönem üretim kapasitelerini arttırmayı zor bulmaktadırlar, sonuç olarak da enflasyonun, daha yüksek kapasite kullanım düzeylerinde, toplam talebe gösterdiği duyarlılık artmaktadır (Peersman ve Smets, 2001, s. 7). Kapasite kullanım oranı literatürde, yön ve durum asimetrilerinin nedeni olarak kabul edilmektedir (Ergeç, 2009a, s. 76).

2.4.4. Beklentiler

Para politikası uygulamalarının simetrik olmayan etkiler meydana getirmesinin bir başka sebebi de, hanehalklarının ve firmaların geleceğe dair beklentileridir. Çünkü merkez bankaları, kullandığı para politikası enstrümanları ile toplam talebi etkileyerek reel değişim yaratabilmektedir. Bu bağlamda uygulanan politikanın başarısı, toplumun ekonominin gidişatına dair iyimser veya kötümser olmasına göre çeşitlilik gösterebilmektedir. Beklentilerdeki farklılık, bir başka deyişle iyimserlik veya kötümserlik, uygulanan para politikasının ortaya çıkartacağı etkinin gücünü değiştirebilmektedir ve bu faktör genel olarak durum asimetrisine neden olmaktadır (Ergeç, 2009a, s. 76).

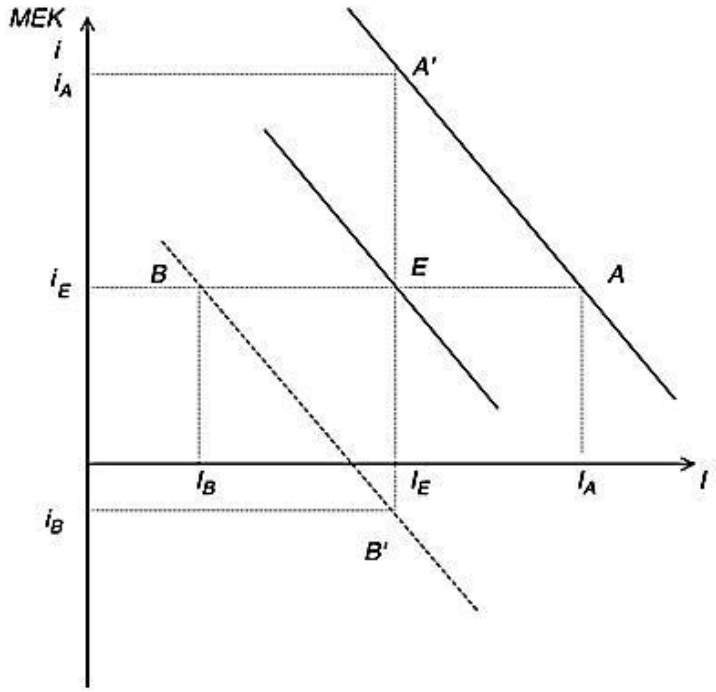
Para politikasının asimetrik etkilerinin olmasının bir nedeni, firma ve tüketici güveninin, bir başka ifadeyle beklentilerin, iş çevrimlerine göre değişken nitelikte olmasıdır. İyimserliğin genişleme dönemindeki daraltıcı para politikasının gücünü zayıflattığı gibi, kötümserlik de daralma dönemindeki genişletici para politikasının etkilerini zayıflatmaktadır. Örneğin, bir firmanın

geleceğe dair beklentileri veya hanehalkının istihdam beklentisi karamsar olduğunda, düşen faiz oranları yatırımı veya tüketimi, dolayısıyla da milli geliri arttıramayacaktır. Bu ifadenin tersi de doğrudur. Beklentilerdeki değişkenlik, firmaların ve hanehalklarının daralma dönemlerindeki karamsarlıklarının şiddetinin, genişleme dönemlerindeki iyimserliklerinden daha büyük olması durumunda para politikası asimetrisine neden olabilmektedir (Malone, 2000, s. 7; Morgan, 1993, s. 22). Bu durum firmaların ve hanehalklarının, yatırım ve harcama kararı alırlarken faiz oranlarına gösterdikleri duyarlılığın, daralma döneminde genişleme döneminden daha az olduğu anlamına gelmektedir (Morgan, 1993, s. 23). Yatırımların faiz oranı elastikliği toplam iktisadi faaliyetin yavaşladığı dönemlerde daha küçüktür, çünkü kısa dönemli belirsizliklerdeki artış, yeni yatırım projelerinin ertelenmesine neden olmaktadır (Huh, 1998, s. 30). Firmaların gelecekleri hakkındaki endişeleri, faiz oranlarındaki düşüşe rağmen yatırımların artmamasına neden olabilmektedir. Benzer durum, tüketicilerde de gözlemlenebilmektedir. Faiz oranlarındaki düşüş tüketimi arttıramayabilmektedir. Özetle, iktisadi genişleme dönemlerindeki faiz artışı muhtemelen yatırımları düşürmektedir ancak tersi, eski bir özdeyiş ile açıkladığı üzere doğru olmayabilmektedir: "Bir atı suya götürebilirsiniz ancak, onu içmeye zorlayamazsınız" (Kriesler ve Lavoie, 2007, s. 391). Bu ünlü benzetmede, durgunlukta para politikasının kullanılması bir ipe benzetilmektedir, bu ip çekilerek ekonomi dizginlenebilmekte ancak itilerek hızlandırılamamaktadır (Kriesler, 2002, s. 628).

Para politikasının asimetrik etkileri için özel sektör beklentileri ile alakalı bir başka açıklama da, beklentiler ile

sermayenin marjinal etkinliği kavramlarını birbirlerine bağlayan Keynes tarafından, ünlü kitabı "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" dahilinde yapılmıştır. Buna göre, sermayenin marjinal etkinliği hayati öneme sahiptir. Çünkü sermayenin marjinal etkinliğinin günümüzü etkileyen gelecek beklentileri üzerindeki etkisi, faiz oranının etkisinden daha büyüktür (Keynes, 1936, s. 128). Paranın değerindeki değişiklik beklentilerinin mevcut çıktı hacmini etkilediği faktör sermayenin marjinal etkinliğidir. Yatırım, üretim faktörlerinin satın alınarak üretim sürecinde istihdam edilmesi anlamına geldiğinden, yatırım kararlarındaki iki önemli husus, üretim faktörlerinin maliyetleri ve gelecekteki gelir beklentisidir. Gelecekteki gelir beklentisinin bugünkü değeri ise fiyat ve ücret beklentileri ile cari faiz oranına bağlıdır. Veri faiz oranı ile, paranın değerindeki düşüş (fiyatlardaki artış) beklentisi yatırımları teşvik etmektedir çünkü bu durumda sermayenin marjinal verimliliği artmaktadır. Benzer şekilde, paranın değerinde bir artış (fiyatlardaki düşüş) beklentisi iç karartıcıdır, çünkü sermayenin marjinal verimliliği düşmektedir (Keynes, 1936, s. 125).

Şekil 10, beklentilerin para politikası asimetrisine nasıl sebep olduğunu, sermayenin marjinal verimliliği vasıtasıyla açıklamaktadır. Şekil 10'un dikey ekseninde sermayenin marjinal etkinliği ve faiz oranı, yatay ekseninde ise toplam yatırımlar yer almaktadır.



Şekil 10: Asimetrik Etkiler ve Sermayenin Marjinal Etkinliği (Florio, 2004, s. 418)

Şekildeki E noktasından başlanarak, veri faiz oranı i_E düzeyinde, paranın değerindeki düşüş (fiyatlardaki artış) beklentisi, sermayenin marjinal etkinliği eğrisini dışa doğru kaydırarak, denge noktasının E'den A noktasına doğru sağa kaymasına neden olacak ve yatırımları I_A düzeyine arttıracaktır. Denge yatırım düzeyini başlangıç noktası olan I_E noktasına geri getirmek, daraltıcı para politikasıyla mümkündür. Faiz oranları $İ_A$ düzeyine çıkartıldığında yatırımlar yeniden I_E düzeyinde olacaktır. Özetle, genişleme döneminde sıkı para politikası arzu edilen sonucu vermektedir. Bu işleyiş, sermayenin marjinal etkinliği eğrisindeki her dışa kayma için geçerlidir. Öte yandan, sermayenin marjinal etkinliği eğrisi içeriye doğru kaydığında, veri faiz oranı i_E düzeyinde, toplam yatırımlar I_B

kadar olmaktadır. Bu durumda genişletici para politikasıyla toplam yatırım düzeyini eski seviyesi olan I_E düzeyine getirmek mümkün olmayacaktır, çünkü toplam yatırımların eski düzeyi olan I_E konumuna gelebilmesi için, cari faiz oranının negatif i_B düzeyinde olması gerekmektedir ve mümkün değildir. Özetle, sıkı para politikası arzu edilen sonuca ulaşılmasına olanak sağlarken, gevşek para politikası etkin sonuç verememektedir ve para politikasının çıktı üzerindeki etkileri asimetriktir (Florio, 2004, s. 417).

Firmaların ve hanehalklarının yüksek enflasyon beklentisi de faiz oranlarının vade yapısını etkileyerek, para politikasının asimetrik etkiler meydana getirmesine neden olabilmektedir (Florio, 2004, s. 418–419). Bu etkiyi açıklayabilmek için başarılı bir para politikasının, uzun dönem faiz oranlarını etkileyebilmesi gerektiğini unutmamak gerekir. Merkez bankaları para politikası uygulamalarını, kısa dönem faiz oranlarını dolayısıyla da uzun dönem faiz oranlarını etkileyerek gerçekleştirmektedirler. Çünkü toplam harcama kararları uzun dönem faiz oranlarına bağlı olarak alınmaktadır. Faiz oranı vade yapısının beklentiler teorisine göre, uzun dönem faiz oranı *"$i_{n,t}$"* cari ve beklenen kısa dönem faiz oranlarının *"$E_t i_{t+i}$"* aritmetik ortalamasıdır ve aşağıdaki gibidir:

$$i_{n,t} = \frac{1}{n+1} \sum_{i=o}^{n} E_t i_{t+i} \qquad (2.18)$$

Fisher denklemine göre n dönemli uzun vadeli bir tahvilin nominal faiz oranı aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$i_{n,t} = \frac{1}{n+1} \sum_{i=o}^{n} E_t r_{t+i} + \frac{1}{n+1} \sum_{i=o}^{n} E_t \pi_{t+i} \qquad (2.19)$$

Denklem 2.19'da yer alan *"$E_t r_{t+i}$"* ifadesi beklenen reel faiz oranını, *"$E_t \pi_{t+i}$"* ifadesi ise beklenen enflasyonu göstermektedir. Yukarıdaki ifadeye göre uzun dönemli faiz oranlarındaki

dalgalanmalar, reel faiz oranı beklentilerinin değişmediği varsayımı altında, kısa dönem faiz oranları ve enflasyon beklentilerinde meydana gelen dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Sert para politikası uygulamaları, sadece kısa dönem faiz oranlarını etkilemekle kalmamakta, enflasyon beklentilerini de etkileyerek, uzun dönem faiz oranları üzerinde etkiler meydana gelmesine neden olmaktadır. Bu işleyiş ise, para politikasının asimetrik etkileri için bir başka açıklama niteliğindedir. Örneğin, ekonomik büyümeyi teşvik etmek amacıyla gerçekleştirilen politika faiz oranı düşüşü, uzun dönem faiz oranlarını yüksek enflasyon beklentisi sebebiyle düşüremeyebilmektedir. Bunun altında yatan sebep, Fisher Etkisi olarak adlandırılan, işleyiş ile açıklanmaktadır. Fisher etkisine göre, reel faiz oranı değişmemektedir. Enflasyon beklentilerinde meydana gelen bir artış ise, fon sahiplerinin daha yüksek oranda faiz talep etmeleri nedeniyle uzun dönem nominal faiz oranlarının artışına neden olmaktadır ve arzu edilen faiz indirimi gerçekleşememektedir. Dolayısıyla daralma döneminde uygulanan genişletici para politikası etkin olmamaktadır.

2.4.5. Kredi Kullanımına Dair Kısıtlamalar

Ekonomik büyüme için krediler, hem gerçekleştirilecek olan yatırım projelerinin finansman ihtiyacını karşılaması, hem de tüketim için gerekli fonları sağlayarak toplam talebi arttırabilmesi vasıtasıyla büyük önem taşımaktadır. Ancak fon arzının kaynağı olan tasarrufların kısıtlı olması, kredi imkânlarının da kısıtlı olmasına neden olmaktadır. Bu kısıtların şiddetinin, özellikle de konjonktürün daralma fazında geri dönmeyen krediler, likidite sıkışıklığı vb. nedenlerle artması, asimetrik etkilerin meydana gelmesine neden olabilmektedir. Kredi kısıtlarının işleyişi PAM'ın

kredi kanalı vasıtasıyla gerçekleşmektedir ve genel olarak durum asimetrisi ile yön asimetrisinin nedeni olarak gösterilmektedir (Ergeç, 2009a, s. 79).

Finansal piyasalardaki asimetrik bilginin varlığı, kredi kısıtlamalarına neden olmaktadır. Bu finansal kısıtlar, çeşitli nedenlerle, firmaların net değerinin düşük olduğu daralma dönemlerinde daha bağlayıcı olabilmektedirler. Bu durumda, sıkı para politikası sonucu artan faiz oranlarının yatırım üzerinde iki etkisi bulunacaktır. Bunlar, geleneksel faiz oranı kanalında ifade edildiği üzere, sermaye maliyetinin artışı sonucu yatırımdaki düşüş ve likiditenin azalması sonucu yatırım talebinin azalması olarak özetlenebilirler. Sonuç olarak, daralma dönemlerinde uygulanan para politikalarının etkisi daha güçlü olacaktır (Garcia ve Schaller, 2002, s. 102–103).

Sıkı para politikasının uygulandığı bir ortamda artan faiz oranları ve iflas riski, bankaların bazı kişilere borç vermekte daha isteksiz olmalarına neden olabilmektedir. Öte yandan artan faiz oranlarının, firmaların dış finansman primini arttırması sonucu firmaların bilançolarının bozulması, bankaların kredi arzını azaltan bir başka etkendir. Böyle bir durumda kredi kullanımına getirilen kısıtlar bağlayıcı olacaktır ve üretimde düşüş meydana gelecektir (Florio, 2004, s. 421).

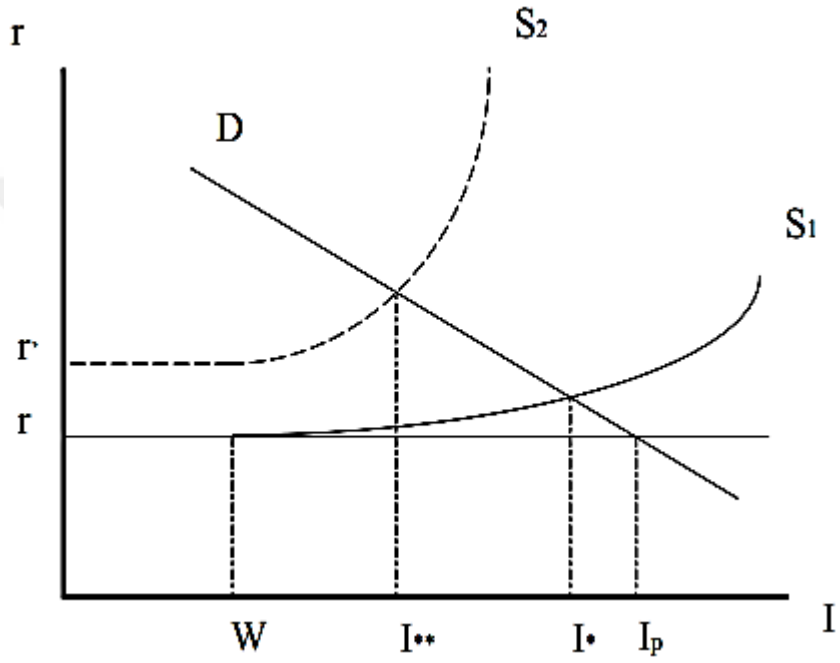
Kredi piyasasındaki kısıtlamalar, literatürde yer alan ve para politikası uygulamalarının etkinliğinin daralma dönemlerinde, genişleme dönemlerinde olduğundan daha etkili olduğunu öngören teorilerden birisidir. Bu teoriye göre, finansal piyasalarda mevcut olan asimetrik bilgi, aracılık maliyetlerini arttırarak dış finansman priminin artmasına neden olmaktadır. Aracılık maliyetleri ise,

firmanın net değeri ile ters orantılıdır. Firmaların net değeri konjonktür yanlısı bir değişkendir. Bu ifade ise, firmaların aracılık maliyetlerinin daralma döneminde arttığını, genişleme döneminde ise azaldığını ima etmektedir. Firma bilançolarının güçlü olduğu genişleme dönemlerindeki finansman ihtiyacı, firmaların dağıtılmamış karlarından karşılanabilmektedirler. Bu dönemlerde firmaların dış finansman primi düşük olmaktadır. Bu bağlamda, finansman primlerini etkileyen para politikalarının, genişleme dönemlerinde önemli bir etkisi olmamaktadır. Öte yandan nakit akışının düşük ve firmaların dış finansmana daha bağımlı olduğu daralma dönemlerinde, para politikasının güçlü bir etki yaratması daha olasıdır. Parasal bir sıkılaştırma faiz oranlarının yükselmesine yol açarak firma bilançolarını kötüleştirmekte ve yüksek dış finansman primiyle faiz oranlarını daha da yükseltmektedir (Kakes, 1998, s. 2).

Firmaların boyutları bu etkiyi derinleştiren bir başka faktördür. Kredi arzındaki düşüşler büyük firmaları daha az oranda etkilemektedir. Çünkü büyük firmalar fonlarını dış finansman primlerindeki artışlardan etkilenmeksizin, sermaye piyasaları aracılığı ile arttırabilmektedirler. Aksine kredi kısıtları küçük firmalar için daralma dönemlerinde, genişleme döneminde olduğundan daha bağlayıcıdır (C. Shen, 2000, s. 197). Dış finansman priminde meydana gelen artışlar, küçük firmaları yatırımda kesintiye zorlamaktadırlar. Bu durumda, para politikasının etkinliği, ekonominin bulunduğu iş çevriminin safhasına göre değişmektedir (Florio, 2004, s. 421).

Kredi temelli para politikası asimetrisinin açıklaması Kakes (1998) tarafından Şekil 11 ile yapılmıştır. Şekil 11'in dikey

ekseninde fon maliyetini gösteren faiz oranı (r), yatay ekseninde ise yatırım (I) yer almaktadır.



Şekil 11: Finansal Hızlandıran (Kakes, 1998, s. 3)

Buna göre, D firmaların yatırım fonu talebini, S_1 ve S_2 ise fon arzını göstermektedir. Firmalar W yatırım düzeyine kadar r faiz oranı ile fon talep edebilmektedirler. Bu düzeye kadar firma dış finansman primi ödemek zorunda değildir veya finansmanını iç kaynaklarından sağlayabilmektedir. Firma, W düzeyinin üzerindeki yatırım seviyelerinde dış finansman primi ödeyerek daha yüksek faiz oranlarına katlanmak zorundadır. Dış finansman primi ise, yatırım düzeyi ile birlikte büyüyen yatırımdaki beklenen riske bağlı olarak artmaktadır. Denge yatırım düzeyinde toplam yatırımlar I* seviyesinde olup, tam rekabetçi sermaye piyasasını ifade eden ve dış finansman priminin olmadığı yatırım düzeyi olan I_p seviyesinin altındadır. Daraltıcı bir para politikası, faiz oranlarında artışa neden

olarak fon arzı eğrisinin içeriye doğru S_1 düzeyinden S_2 düzeyine kaymasına neden olacaktır. Daha yüksek orandaki faiz oranları, borçlananların temerrüt riskini arttıracağından, dış finansman primi önceki düzeyinden daha büyük bir oranda olacaktır. Sonuç olarak S_2 eğrisi S_1 eğrisinden daha dik konuma gelecektir. Dolayısıyla parasal sıkılaştırmanın etkisi, dış finansman priminin artış etkisi ile büyümüştür. Özetle kredi sistemi, parasal şokların etkilerini borçlanan firmaların net değeri, teminatları ve kredi kısıtları arasındaki etkileşim vasıtasıyla devamlı kılan ve bu etkileri arttıran bir yayılma mekanizması işlevi görmektedir (Kaufmann, 2002, s. 278).

2.4.5. İpi Çekme Teorisi

Para politikası asimetrisini açıklamanın en iyi yolllarından birisi, ip benzetmesini kullanmaktır. Bunun için bir ucunda para politikası, diğer ucunda da ekonomi olan bir ip olduğu varsayılır. Enflasyon yükseldiğinde sıkı para politikası kullanmak ekonomiyi kontrol altında tutmak için ipi çekmeye benzemektedir ve oldukça iyi işlemektedir. Ancak daralma dönemindeki ekonomiyi gevşek para politikası ile canlandırmaya çalışmak, ipi itmek gibidir ve etkili değildir (Barnichon vd., 2017, s. 1).

Merkez bankasının iktisadi faaliyeti teşvik etmek için uyguladığı düşük faiz politikası bankaların kredi vermekte, firmalar ile hanehalklarının ise borç almakta isteksiz davrandığı zamanlarda arzu edilen sonuçları veremeyebilmektedir. Bu durum Friedman (1968) tarafından "Bir atı suya götürebilirsiniz ancak, onu su içmeye zorlayamazsınız" benzetmesi ile açıklanmıştır. Bu durumda kredi kısıtları bağlayıcı olmaktan çıkacaktır ve faiz oranlarını düşürücü

etkisi olan gevşek para politikasının çıktı üzerinde büyük bir etkisi olmayacaktır (Florio, 2004, s. 421).

İpi çekme ifadesi, ilk olarak 1935 tarihli bankacılık yasası konulu kongre oturumları sırasında, Amerikan Merkez Bankası (FED) tarafından yapılan eylemlerle bağlantılı olarak kullanılmıştır (Wood, 2005, s. 231). Bu ifadenin ilk kullanıldığı dönem, Büyük Buhran'da, para politikasının etkisizliğinin tartışıldığı zamana denk gelmektedir. İpi çekme teorisi, finansal kriz kaynaklı kredi piyasası şokları sebebiyle para politikasının kredi maliyetlerini düşürmede yetersiz olduğunu ifade etmektedir (Mishkin, 2009, s. 573). Bir başka deyişle ekonominin zayıf olduğu dönemlerde para politikası ile yapılabilecekler oldukça sınırlı olmaktadır.

Para politikası önlemlerinin etkinliğinin, ekonominin içerisinde bulunduğu konjonktürel duruma bağlı olabileceği fikri, Keynes'in likidite tuzağı olarak adlandırdığı olguya dayanmaktadır. Buna göre, faiz oranlarının daha da düşürülmesinin mümkün olmadığı düzeylerde, faiz oranı kanalıyla gerçekleştirilen genişletici para politikası etkinsiz olacaktır ve bir ipi itmek gibidir (Kakes, 1998, s. 2).

Doğal oran hipotezi, ekonominin daima tek bir doğal işsizlik ve doğal çıktı düzeyinde işleyeceğini ancak, bazı faktörlerin bu düzeyden geçici olarak sapmalara neden olabileceğini ifade etmektedir. Son çalışmalar, tek bir denge etrafında salınan ekonomiler kavramının gerçekçiliğinin sorgulanmasına neden olmuştur. Ekonominin doğal çıktı oranı, bir kişinin doğal sağlık durumuna benzetilmektedir. Bir kişinin doğal karşılanabilecek sağlık durumu arzu edilen düzeyde, ortalamanın üzerinde iyi veya kötü bir düzeyde olabilmektedir. Bu bağlamda, eski bir benzetme olan "ipi

çekme" ifadesi, politika asimetrisinin özünün, doğal oran kavramında saklı olduğunu ima etmektedir. Bir ülkenin bankacılık sistemi sağlıklı kalabilir veya çökebilir. Bankacılık sisteminin çökmesi durumunda, makroekonomik sistemde bozulmalar meydana gelecektir. Ancak öte yandan, bankacılık sisteminin sağlıklı işlemesi, makroekonomik sistemde sürpriz iyileşmelere neden olmayacaktır (De Long vd., 1988, s. 441). Bu bakış açısı, kredi dağılımını vurgulayan modeller veya PAM'ın banka kredileri kanalı ile ilişkilendirilmiştir (Karras, 1996b, s. 606). Buna göre pozitif para arzı şoklarının toplam talep üzerinde yaratacağı etki, negatif para arzı şoklarının etkisinden daha küçük olacağından, fiyatlar üzerindeki etkisi de Şekil 12'de görüldüğü üzere daha küçük olacaktır.

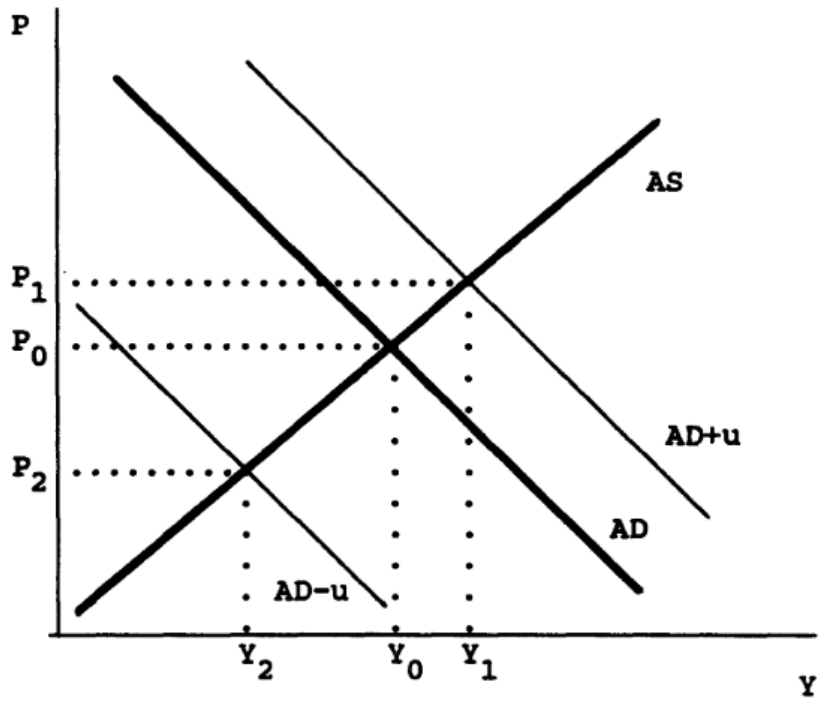


Figure 2.
"Pushing on a String"

Şekil 12: İpi Çekme Teorisi (Karras, 1996b, s. 608)

Ekonominin genişleme döneminde çıktı ve enflasyon, ekonomiyi soğutmak amacıyla gerçekleştirilen daraltıcı para politikası sonucu düşüşe geçecektir. Öte yandan, Şekil 12'de de görülebildiği gibi, ekonominin daralma döneminde çıktı ve enflasyonun genişletici para politikasına verdiği tepki hemen hemen ihmal edilebilir düzeyde gerçekleşmektedir. Bunun altında yatan bir başka sebep olarak, yatırımların ve tüketime yönelik tüketici harcamalarının daralma dönemlerinde daha hassas bir hale gelmesi gösterilebilmektedir (Tenreyro ve Thwaites, 2016, s. 2).

Sonuç olarak, para politikasının daima ve her ekonomik yapıda etkinsiz olacağı iddia edilemeyecek olsa da, bazen ve bazı yerlerde etkisiz olabileceği argümanı, artık tartışmalı değildir (Krugman, 2008, s. 858).

2.5. Konjonktür Dalgalanmalarının Yayılımı, Para Politikası Asimetrisi ve Konjonktür Karşıtı Para Politikası

Pek çok iktisatçı, çıktının uzun dönemde sabit olduğu ve para politikası değişikliklerinin sadece fiyatlar üzerinde etki yaratabileceği konusunda hemfikirdir. Ancak kısa dönemde, fiyatların ve ücretlerin hızlıca uyarlanamamasından dolayı, para politikası reel etkiler oluşturabilmektedir. Bu nedenle, genellikle merkez bankaları tarafından yürütülen para politikaları, enflasyon ve büyüme için önemli bir araç niteliğindedir. Örneğin, ekonominin daralma döneminde tüketiciler harcamalarını azaltmakta, üretim düşmekte, kapasite artırımları ve yatırım projeleri ise askıya alınmaktadır. Özetle, toplam talep düşmektedir. Bu noktada politika yapıcılar, ekonominin gittiği yönün tersine ilerlemesine yardımcı olacak politikalar geliştirerek tepki vermektedirler. Konjonktür

karşıtı politikalar olarak adlandırılan bu müdahalenin en önemli enstrümanlarından birisi de para politikasıdır.

İktisadi dalgalanmalar ve para politikası kavramları, uzun zamandır iktisatçılar arasındaki teorik ve politik tartışmaların merkezinde yer almıştır. Bu durum, para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi için iktisadi döngülerin ortaya çıkardığı sorunların karmaşıklığını yansıtmaktadır. Tüm zamanlar boyunca geçerliliğini koruyabilecek, evrensel bir iktisadi politika formülü bulunamamıştır. Bunun bir nedeni, iktisadi dalgalanmaların büyüklüğünü ve süresini belirleyen faktörler ve süreçler hakkındaki kusurlu bilgimizdir. Bir diğer sebep ise, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin gecikme ile ortaya çıkmasıdır (Papademos, 2003). Parasal eylemler, ekonomik koşulları ancak uzun ve değişken bir gecikmeden sonra etkileyebilmektedir (Friedman, 1961, s. 447). Uzun gözlemler sonucu elde edilen tecrübeler göstermektedir ki, para politikasının doğrudan etkileri üç ila altı aylık bir dönem sonrasında ortaya çıkmaktadır (Friedman, 1961, s. 466). Bununla birlikte, artık, para politikasının bir kurala bağlı olarak yürütülüp yürütülmemesi hakkındaki tartışmalar son bulmuştur. Para politikasının, ekonominin mevcut durumu ve gerçekleşmesi muhtemel olan durumlar hakkında elde edilen tüm bilgilerin bir fonksiyonu olan bir kurala bağlı olarak uygulanması gerekliliği, yaygın kabul görmektedir (Sargent ve Wallace, 1976, s. 169).

Bu noktada, ülkenin iktisadi durumunun, takip eden dönemlerde ne şekilde olacağının tahmin edilmesi ve hatta mevcut durumunun ne olduğunun iyi bir şekilde anlaşılabilmesi, teşhis ve uygulama gecikmelerinin önüne geçilebilmesi ve etkin politika

geliştirilebilmesi açısından büyük önem kazanmaktadır. Bu bağlamda iktisadi dalgalanmaların tarihsel döngülerinin ve iki döngü arasında geçen sürenin saptanması gerekmektedir (Özkan ve Erden, 2007). Ancak ekonomik sistemin tabiatı gereğince bu koşulların belirlenebilmesi ve tahmin edilebilmesi, iktisatçıların farklı dünya görüşlerine sahip olmaları ve ülkeleri yansıtan verilerin her zaman mevcut olmaması gibi gerekçelerle zor bir hal almaktadır.

İktisadi dalgalanmaların öngörülebilmesi için, istatistiksel yöntemler kullanılabileceği gibi, öncü göstergeler de kullanılabilmektedir. Dönüm noktaları, ekonomik değişkenlerin dönüm noktalarından (dip-zirve) daha önce olan öncü iktisadi değişkenler, öncü göstergeler[8] olarak adlandırılmaktadır (Ünsal, 2017, s. 18). Finansal göstergeler de bu amaçla kullanılabilmektedir. Son yıllarda, finans sektöründeki gelişmeler, geniş bir ülke yelpazesinde makroekonomik sonuçların şekillendirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Finansal gelişmeler, temel ekonomik döngülerin ivmesini güçlendirmekte ve bazı durumlarda ekonomik faaliyetlerde aşırı dalgalanmalara neden olarak, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki bağlantıların bozulmasına neden olabilmektedir. Bu deneyimler, finansal sistemin konjonktür yanlısı olduğu ve reel ekonomideki dalgalanmaları güçlendirdiğine dair tartışmalara neden olmuştur. Bu kaygılar, hem finansal sistemi geliştirmek hem de makroekonomik istikrarı artırmak amacıyla makro ihtiyati düzenlemelerde, muhasebe standartlarında, risk ölçüm uygulamalarında ve para politikasının yürütülmesinde

[8] Elektrik üretim miktarı, ara malları ithalatı, hazine ihalesi faiz haddi, yeni sipariş beklentisi, ihracat beklentisi, istihdam beklentisi vb.

değişiklikler yapılmasını gerektirmiştir (Borio, Furfine, ve Craig, 2001, s. 1).

ABD'de yaşanan küresel finansal kriz göstermiştir ki, sanayileşmiş ülkelerdeki iktisadi dalgalanmalar "ABD hapşırırsa dünya nezle olur" deyişini desteklercesine ekonomiden ekonomiye yayılabilmektedir. Benzer şekilde, sanayileşmiş ekonomilerde yaşanan iktisadi genişlemeler de dünya ekonomisini etkileyebilmektedir. Bu bağlamda iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımının anlaşılması, ülkenin iktisadi durumunun gelecek dönemlerde ne şekilde olacağının tahmin edilmesi ve mevcut durumunun daha iyi anlaşılabilmesi, duruma uygun iktisadi politikaların geliştirilebilmesi açısından faydalı olabilecektir.

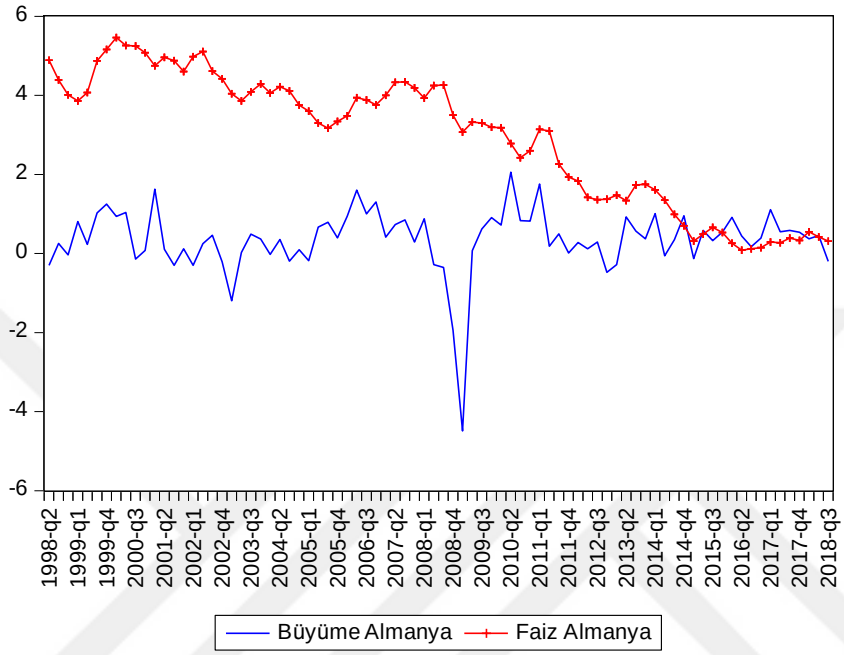
Bu bağlamda, iktisadi koşulların ön görülmesi ile müreffeh bir toplum oluşturma amacını güden iktisat politikasının, daha hızlı netice verme özelliğine sahip olan para politikası kolu, daha etkin bir şekilde uygulanabilecektir. Politika yapıcılar, iktisadi dalgalanmaların istikrarsızlığı göz önüne alındığında, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için hızlı genişleme dönemlerinde ekonomiyi yavaşlatmaya, durgunluk dönemlerinde ise ekonomiyi hızlandırmaya çabalamaktadırlar. Buna ilave olarak yapılan ampirik çalışmalar göstermektedir ki, para politikası uygulamaları daralma döneminde finansal kısıtların daha bağlayıcı olması nedeniyle ekonominin genişleme dönemindekinden daha farklı etkiler meydana getirebilmektedir. Örneğin, durgunluk zamanında artan faiz oranları, sadece sermayenin maliyetini arttırmakla kalmamakta aynı zamanda kredi piyasasındaki dış finansman primini de arttırmaktadır. Sonuç olarak, uygulanan bir parasal sıkılaştırma politikasının, yatırım talebi dolayısıyla da toplam çıktı üzerindeki

etkisi, ekonominin daralma döneminde genişleme döneminden daha büyük olabilmektedir. Tüm bu faktörler göz önüne alındığında, takip eden konjonktürün niteliğinin tahmin edilmesi, gelecek olan iktisadi dalgalanmanın karakteristiğine uygun para politikası geliştirilebilmesi açısından önem taşımaktadır.

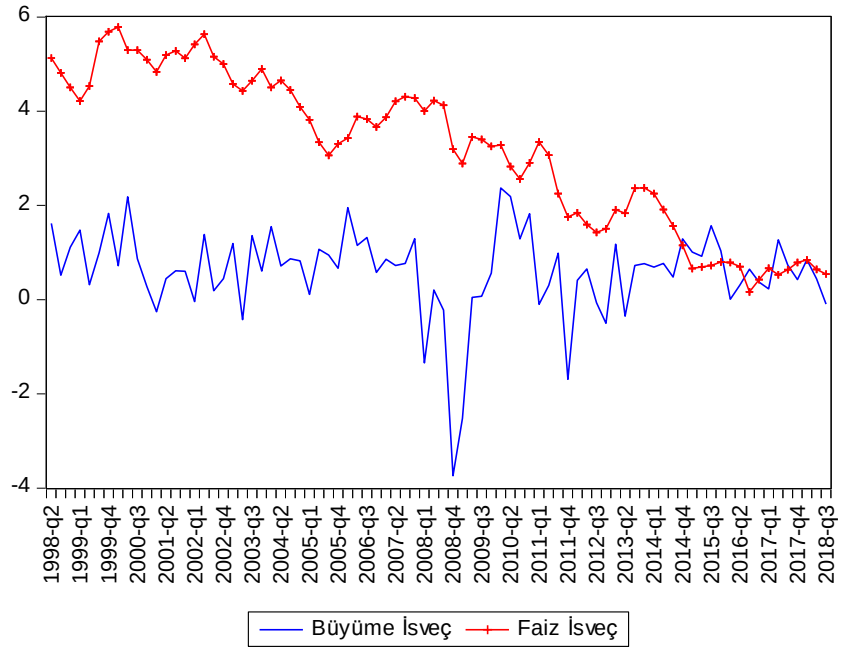
2.5.1. Konjonktür Karşıtı Politikaların Uygulanmasını Güçleştiren Etmenler

Parasal otoriteler, bir değişkeni hedef olarak belirlediklerinde, bu hedefe ulaşmalarına yardımcı olacak bir strateji de seçmek durumundadırlar. Pek çok iktisatçı, kısa dönem faiz oranlarının belirlenmesi sürecinde Taylor kuralının[9] uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Bu kurala göre, örneğin, enflasyon oranı ya da çıktı hedeflenen oranın üzerine çıktığında, parasal otorite faiz oranını arttıracak, aksi durumda ise faiz oranını düşürecektir. Rüzgâra karşı durmak olarak nitelendirilebilecek olan bu politika ile, çıktı ve enflasyon istikrarı mümkün mertebe sağlanmış olacaktır (Ball, 2002, s. 52). Günümüz sanayilemiş ekonomileri Taylor kuralına uygun olarak konjonktür karşıtı para politikası uygulamaktadırlar (bkz: Şekil 13 ve Şekil 14).

[9] Taylor Kuralı, nominal faiz oranının gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen ve hedeflenen toplam üretim arasındaki sapmalara bağlı olarak değiştirilmesi gerektiğini ifade etmektedir.

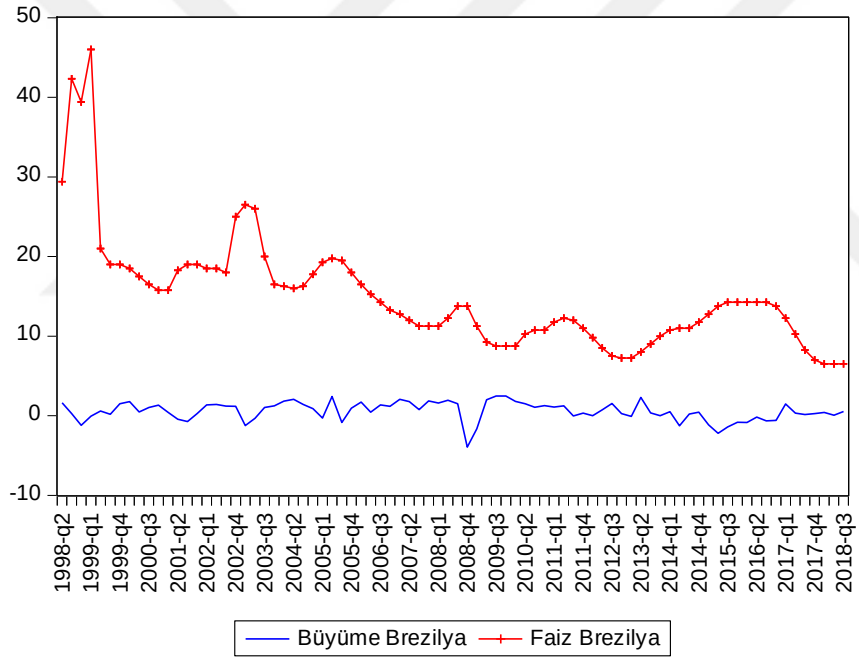


Şekil 13: Almanya Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)



Şekil 14: **İsveç Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü**. (Veri Kaynağı: OECD)

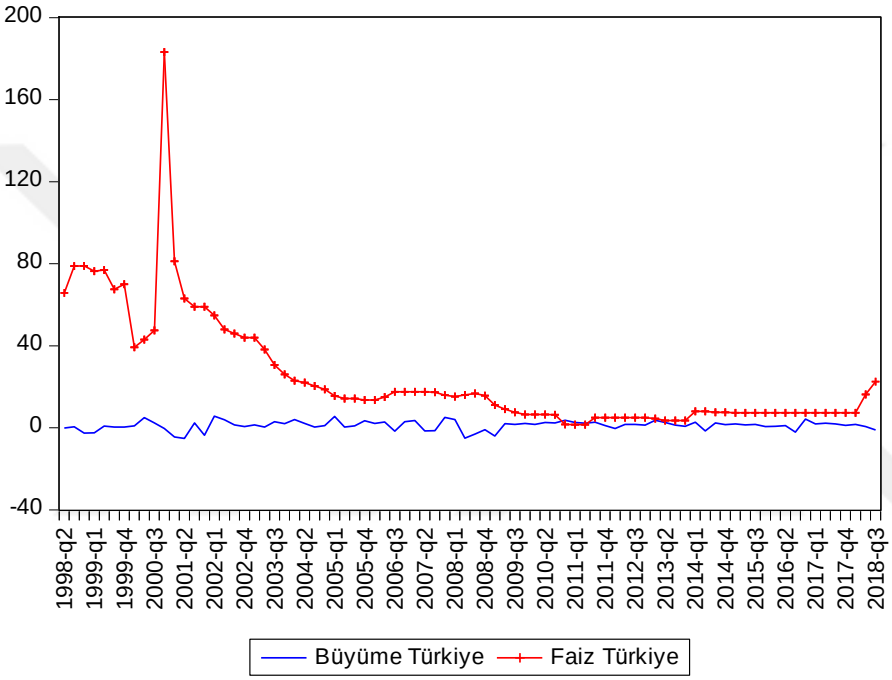
Öte yandan, yükselen piyasa ekonomilerinin konjonktür karşıtı iktisat politikalarını uygulamakta yetersiz oldukları ve hatta konjonktür yanlısı politikalar uyguladıkları sıklıkla iddia edilmektedir (bkz: Şekil 15 ve Şekil 16). Bunun altında yatan sebep ise, yükselen piyasa ekonomilerinin ekonomik istikrar politikalarını uygulamakta çeşitli nedenlerle başarısız olmalarıdır (Calderón, Duncan, ve Schmidt-Hebbel, 2003, s. 1).



Şekil 15: Brezilya Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)

Yükselen piyasa ekonomilerinin, konjonktür yanlısı iktisat politikası tuzağına düşmelerinin en temel sebeplerinden birisi, bu ekonomilerin yeterli finansal derinliğe ulaşamaması ya da uluslararası kredi piyasasına erişiminin yetersiz olmasıdır (Gavin ve Perotti, 1997, s. 55–56). Ekonomik işleyişim kötü olduğu daralma dönemlerinde artan finansman ihtiyacı, uluslararası kredi piyasalarına erişilememesi veya yeterli finansal derinliğe sahip

olunamaması nedeniyle merkez bankalarının daraltıcı politikalar uygulayarak sermayeyi cezbetmeye çabalamalarına neden olabilmektedir.



Şekil 16: Türkiye Ekonomisinde ekonomik büyüme ve faiz oranlarının genel görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)

Alternatif olarak hükümetler, kamunun sahip olduğu işletmeleri finanse etmek veya bütçe açığını desteklemek için merkez bankası kredisine bağlı olmak zorunda kalabilirler. Bu mali bağımlılık, merkez bankasının bağımsız para politikası uygulamasını güçleştirmektedir. Mali baskınlığın varlığında, para politikası genellikle, genişlemeci bir maliye politikasının gerekliliklerine tabi kalmak durumundadır. Öte yandan ekonominin daralma döneminde, uluslararası kredi piyasalarına sınırlı erişimi olan bir hükümet, kamu harcamalarının önemli bir kısmını finanse etmek için iç ve dış kredi arzını arttırmak amacıyla, faiz oranlarını yükseltici baskı yaparak

parasal otoriteyi konjonktür yanlısı para politikası yürütmeye zorlayabilmektedir (Sargent ve Wallace, 1981, s. 1–2).

Devereux ve Lane (2003) üretimde kullanılan ithal ara mallarının stratejik önem taşımasının yaratacağı sorunların altını çizmiştir. Bu durumda, yerel paranın değer kaybetmesi yatırımın maliyetini doğrudan arttırarak çıktının azalmasına neden olacaktır. Buna ilave olarak, finansmanın yabancı para cinsinden borçlanma yoluyla sağlanması durumunda, yerli paranın değerinde meydana gelebilecek sert düşüş, yabancı para cinsinden borçlanmış olan firmaların borç yükünü arttırarak firmaları iflasa sürükleyebilecektir. Bu koşullar ekonominin daralma dönemine girdiğini işaret etmektedir ve merkez bankasının döviz üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltmak için konjonktür yanlısı daraltıcı para politikası uygulamasına neden olmaktadır.

Esnek döviz kuru rejiminin dış ekonomilerden gelen şokların etkilerini yumuşatması becerisi, konjonktür karşıtı para politikasının etkin bir şekilde yönetilme kapasitesine bağlıdır. Aktif bir şekilde konjonktür karşıtı politika uygulayan bir merkez bankası yönetimi, döviz piyasasında sterilizasyon uygulayarak döviz kurunu dengeleyebilecektir. Ancak bu seçenekle ilgili temel sorun, sterilizasyon sonucu yükselen (düşen) faiz oranları, döviz kurları üzerinde ilave baskılar oluşturan kısa vadeli sermaye girişlerini (çıkışları) tetikleyerek politika hedeflerini kısmen sekteye uğratabilmektedir (Ocampo, 2002, s. 13).

2.5.2. Optimal Konjonktür Karşıtı Para Politikası İçin Gerekli Koşullar

Konjonktür karşıtı para politikasının kullanımının uygunluğunu değerlendirmek için, optimal bir konjonktür karşıtı

para politikasının kullanımına izin veren koşulların nasıl oluşturulduğunun anlaşılması önemlidir (Bank of Zambia, 2013, s. 4). Bu amaçla literatür araştırılarak, başarılı bir döngüsel politikanın geliştirilmesine olanak sağlayan koşullar belirlenmiş ve izleyen paragraflarda açıklanmıştır.

Öncelikle iktisat politikalarının, politik kurumlar tarafından şekillendirilmesi, kurumsal altyapının politika geliştirilmesi sürecinde önemli rol oynamasına sebep olmaktadır. İktisat literatürü, düşük kredibiliteye sahip zayıf kurumların, kamuoyuna ilan ettikleri para ve maliye politikası duruşlarını sürdürmekte yetersiz olduklarını göstermektedir (Persson, 2002). Güçlü kurumsal altyapının eksikliği, sağlam ekonomik temellerin kurulamaması, sağlam politik kuralların oluşturulamaması ve düşük kredibilite, ülke risk priminin artmasına neden olarak, ülkelerin konjonktür yanlısı politikalar uygulamasına yol açmaktadır (Calderón vd., 2003, s. 2). Bir başka deyişle ülkeler, ekonomilerinin daralma dönemlerinde sıkılaştırıcı, genişleme dönemlerinde ise gevşek iktisat politikaları uygulamaktadırlar. Bu görünüm ise genel olarak gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde hâkimdir ve daha düşük ülke risk primlerine sahip olan sanayileşmiş ülkelerde aksine, konjoktür karşıtı politikalar benimsenmektedir (Calderón ve Schmidt-Hebbel, 2003, s. 918).

Geleneksel Mundell-Flemming modeli, fiyat ve ücretlerin katı olması ve ekonominin genel olarak reel şoklar tarafından yönlendirilmesi durumunda, esnek döviz kuru sisteminin arzu edilen bir sistem olduğunu ima etmektedir (Lane, 2003, s. 95). Bununla birlikte, esnek döviz kuru rejimi, konjonktür karşıtı para politikası uygulamasının olmazsa olmazıdır. Sabit döviz kuru sisteminin

uygulandığı ekonomilerde konjonktür karşıtı para politikasını uygulamak mümkün değildir[10] (N'Diaye, 2009, s. 1).

Ampirik bulgular göstermektedir ki, gelişen piyasa ekonomilerindeki çıktı ve gelir dalgalanmalarının oynaklığı, sanayileşmiş ekonomilerden yüksek olmaktadır. Yüksek oynaklığın altında yatan temel sebep ise, politikalar tarafından uyarılan ülke risk primidir. Ekonomideki belirsizliği arttıran bu unsurun şiddeti ise, konjonktür yanlısı politikalar tarafından arttırılmaktadır. İktisat politikalarının yürütülebilmesi için gerçekleştirilecek olan kurumsal reformlar, bu politikaların istikrar sağlayıcı özelliğini iyileştirmek için önemli rol oynayabilecektir. Kararlı bir makroekonomik ortam oluşturmak ise, yüksek kaliteli bir kurumsal altyapıyı geliştirmenin ilk adımıdır (Lane, 2003, s. 104). Sağlam bir kurumsal altyapı, şeffaflık, güvenilirlik, hukuki sistem ve iyi işleyen bir finansal sektör gibi faktörleri içermektedir.

Dikkat edilmesi gereken bir başka husus ise, bazı spesifik koşullar altında konjonktür karşıtı politikaların optimal olmayacağıdır. Örneğin, bir ülkedeki banka harici finansal kuruluşların ve firmaların bilançolarındaki kısa vadeli borçların büyük bir bölümünün yabancı para cinsinden olduğu ve ekonominin ters bir şokun etkisi altında kaldığı bir durumu ele alalım. Uygulanan konjonktür karşıtı para politikasının döviz kurunu arttırıcı etkisi olması durumunda, firmaların bilançoları olumsuz etkilenecek ve firmaların yerel para cinsinden borçları artmış olacaktır. Bu, firmaların kurumsal performansına ve dolayısıyla reel ekonomiye olumsuz etki edecektir. Bu durum, konjonktür karşıtı yaklaşımların,

[10] Söz konusu ülkede tam sermaye hareketliliğinin olduğu varsayımı altında, imkansız üçlü hipotezine göre aynı anda bağımsız para politikası ve sabit kur sistemi uygulanamamaktadır.

ülkenin finansal istikrar görünümünün göz önünde bulundurularak değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda, konjonktür karşıtı politika eylemleri ile başarılı olacak ülkeler, finansal istikrar analizleri yardımıyla bir geri bildirim mekanizması olarak hareket edecek iyi işleyen bir makro-ihtiyati çerçeveye sahip olmalıdırlar. Finansal istikrar analizi, birçok ülke ekonomisinin çeşitli sektörleri arasındaki bağlantıların anlaşılması ile değerlendirilebilmesine yardımcı olmaktadır ve bir sektördeki dengesizliklerin başka sektörleri nasıl etkileyebileceğine ışık tutmaktadır. Bir başka deyişle, finansal istikrar, sağlam bir makro ihtiyati araştırma gerçekleştirilmeksizin sağlanamamaktadır (Bank of Zambia, 2013, s. 6). Bu bağlamda, kredi ve varlık fiyatı döngülerinin rüzgarına karşı durmak amacında olan konjonktür karşıtı makro ihtiyati politika araçlarının, sektörlere özgü olarak geliştirilmesi de büyük önem taşımaktadır (Turner, 2010, s. 8). İktisat politikası hedeflemesi yapan bir parasal otorite, konjonktür karşıtı para politikası uygulayabilmek için bu koşulları sağlamak durumundadır.

Yukarıda açıklanan etmenler incelendiğinde, finansman ihtiyacı ve gerek ara mallar gerekse de nihai mallar için dışa bağımlılığın yüksek olması, konjonktür karşıtı politikaların uygulanmasını etkilediği gibi, pekçok makroekonomik soruna da neden olmaktadır. Bu bağlamda öncelikle, büyüme hızı yüksek olan gelişen piyasa ekonomilerinin artan fon taleplerini karşılayabilmek amacıyla tasarruflarını arttırması gerekmektedir. Tasarruflarla ilgili dikkat çekilmesi gereken bir başka husus ise, finansal sisteme aktarılmayarak ekonomiden sızan birikimlerdir. Bunun önlenmesi amacıyla, finansal okuryazarlığa ve finansal sisteme erişime önem verilmesi gerekmektedir. Gelişmiş bir eğitim sistemi vasıtasıyla da,

hem yenilikler yapılabilecek hem de marka yaratılarak üretimde dışa bağımlılık en aza indirgenebilecektir.

2.6. Para Politikası Asimetrisi Literatüründe Yapılmış Olan Çalışmalar

Cover (1992) geliştirdiği iki aşamalı EKK metodolojisiyle, para politikası asimetrisi literatürünün öncülerinden olmuştur. Bu yaklaşıma göre ilk aşamada, para politikasının içsel bileşenlerinin bulunabilmesi için, para politikası süreci tahminlenmekte ve modelden elde edilen hata terimleri para politikası göstergesi olarak kullanılmaktadır. İkinci aşamada ise, çıktı süreci tahminlenerek para politikasının asimetrik etkileri ölçülmektedir. Yazar, ABD ekonomisinin 1951-1987 dönemini ele aldıkları çalışmalarında, para politikası göstergesi olarak, parasal büyüme oranı ile her çeyreğin üçüncü ayında 90 günlük hazine bonolarının ortalama (ikincil piyasa) faiz oranlarını seçmişlerdir. Çıktı ölçüsü olarak ise, GSMH kullanılmıştır. Ampirik çalışmada, pozitif parasal şokların çıktı üzerinde etkisi olmazken, negatif parasal şokların çıktının azalmasına neden olduğuna dair kanıtlar sunulmaktadır.

Morgan (1993), ABD ekonomisinin 1963-1992 yılları arasında uygulamış olduğu para politikalarının, çıktı üzerinde asimetrik etkilere neden olup olmadığını test etmek amacıyla iki aşamalı EKK metodunu uygulamıştır. Uygulamada tercih edilen veri seti çeyrekliktir. Para politikası göstergesi olarak, Boschen-Mill endeksi yardımıyla oluşturmuş olduğu politika faizi ile sözel göstergeler bileşimini kullanmıştır. Elde edilen araştırma bulguları, negatif parasal şokların çıktıyı azalttığını, pozitif parasal şokların ise herhangi bir reel etkisi olmadığına işaret etmektedir.

Thoma (1994), ABD ekonomisinin 1960 ile 1989 yıllarını kapsayan çeyreklik veriseti ile, uygulamalı bir çalışma gerçekleştirmiştir. Para politikası göstergesi olarak dar para arzı M1 değişkeninin kullanıldığı çalışmada çıktı, endüstriyel üretim endeksi tarafından temsil edilmektedir. Doğrusal olmayan VAR modelinin kullanıldığı ampirik analizde elde edilen bulgulara göre, negatif parasal şokların yüksek büyüme dönemlerinde, düşük büyüme dönemlerine göre daha güçlü etkileri mevcuttur. Pozitif parasal şokların etkilerinin ise, iktisadi konjonktüre göre değişiklik göstermediği görülmüştür.

Rhee ve Rich (1995) ekonominin parasal değişkenlere verdiği tepkinin, asimetrik etkiler meydana getirebileceğine dair görüşü sorguladıkları ampirik çalışmalarında, (Cover, 1992)'nin geliştirdiği metodolojiyi, Hamilton (1989) Markov Rejim Değişimi Modeli'nden türetilen, beklenen enflasyon serisine dayanacak şekilde genişletmiştir. Analizde para arzı göstergesi olarak M_2 ve hazine bonosu faiz oranı; çıktı ölçüsü olarak ise, GSYİH büyümesi tercih edilmiştir. Modelde enflasyon, işsizlik oranı, toplam harcamalarda kamu harcamalarının payı ve bütçe fazlasının milli gelire oranı kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Veriler ABD ekonomisinin 1961 yılının ikinci çeyreği ile 1990 yılının dördüncü çeyreği arasında kalan dönemi yansıtmaktadır. Bulgular, parasal şokların ortalama enflasyondaki artışlarla daha da şiddetlenen asimetrik etkilere işaret ettiğini ve daraltıcı parasal şokların, çıktı üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Karras (1996a), para politikasının asimetrik etkilerini, 18 Avrupa ülkesinin 1953 ile 1990 yılları arasını kapsayan çeyreklik bir veri seti ile araştırmıştır. Ampirik analizin ilk aşamasında Cover

(1992)'nin iki aşamalı EKK yöntemi ile panel doğrusal olmayan en küçük kareler yöntemleri kullanılmıştır. Uygulamada kullanılan veri seti, parasal gösterge olarak dar para arzı M_1 büyüme oranı ile faiz oranını içermektedir. Çıktı göstergesi olarak, GSYİH kullanılmıştır. ABD petrol fiyatlarının GSYİH deflatörüne bölünmesi ile elde edilen reel petrol fiyatları ise, kontrol değişkeni olarak seçilmiştir. Analiz sonuçları, daraltıcı para politikası şoklarının bir yıl gecikmeli olarak ortaya çıktığını ve çıktı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etki meydana getirdiğini, pozitif para politikası şoklarının etkisinin ise şüphesiz bir şekilde daha zayıf ve muhtemelen istatistiksel olarak anlamsız olduğunu göstermektedir.

Karras (1996b), ekonominin para politikası şoklarına verdiği etkinin, dışbükey arz eğrisi teorisine göre mi, yoksa ipi çekme teorisine göre mi şekillendiğini incelemek amacıyla Cover (1992)'nin iki aşamalı EKK yöntemini uygulamıştır. Karras (1996a) ile paralel olarak M_1 para arzı büyümesi, reel GSYİH büyümesi ve reel petrol fiyatları değişkenleri tercih edilmiştir. Yazar analize, önceki çalışmasından farklı olarak, tüketici fiyat endeksini ekleyerek, fiyatların para politikası şoklarına verdiği tepkinin, dışbükey arz eğrisi teorisine mi yoksa ipi çekme teorisine mi uygun olduğunu incelemiştir. Dış bükey arz eğrisi teorisine göre, pozitif para şokları, fiyatlar genel seviyesi üzerinde negatif şoklardan daha büyük bir etki yaratmaktadır. Öte yandan ipi çekme teorisi, pozitif parasal şokların fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisinin, negatif parasal şoklardan daha küçük olduğunu iddia etmektedir. 38 ülkenin 1950-1990 dönemi aralığını kapsayan yıllık bir panel veri seti ile gerçekleştirilen çalışmaya göre, para politikasının çıktı üzerinde asimetrik etkileri mevcuttur. Negatif para arz şoklarının, pozitif

şoklara kıyasla, çıktı üzerinde daha güçlü bir etkisi olduğu gösterilmiştir. Parasal şokların fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisi ise, ne dışbükey arz eğrisi teorisi ne de ipi çekme teorisi ile örtüşmemektedir ve simetriktir.

Lenz (1997), İsviçre ekonomisi için para politikası asimetrisini, dar para arzı M_1, reel GSMH, parasal taban, devlet tahvili getirisi ve net dış ticaret değişkenlerini kullanarak Cover (1992)'nin geliştirmiş olduğu metot yardımıyla test etmiştir. Çalışmada kullanılan veriler, 1975:Ç1-1994:Ç1 aralığını içermektedir. Bulgular, negatif ve pozitif para politikası şoklarının farklı etkilerinin varlığını desteklemektedir. Genel olarak ise, sadece negatif parasal şokların reel etkilerinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Kakes (1998), para politikasının asimetrik etkilerini, iktisadi dalgalanmaları hesaba katarak incelemiştir. Bir başka deyişle, para politikasının meydana getirdiği etkilerin, ekonominin daralma ve genişleme dönemlerinde aynı olup olmadığını ifade eden durum asimetrisini incelemeyi amaçlamışlardır. Bu doğrultuda, ABD, Almanya, İngiltere, Belçika ve Hollanda olmak üzere 5 ülkenin 1971:Ç1 ile 1995:Ç4 dönemini kapsayan çeyreklik bir veri setini Hamilton (1989) markov rejim değişimi modeli ile incelemiştir. Modelde çıktıyı temsil etmesi için endüstriyel üretim endeksi, parasal duruş için ise kısa dönem faiz oranları kullanılmıştır. Araştırma bulgularına göre ABD'nde ve Almanya'da para politikası şoklarının ekonominin daralma dönemindeki reel etkisi, ekonominin genişleme döneminde olduğundan daha büyük olmaktadır. Ayrıca İngiltere ve Belçika için de asimetrik etkilerin varlığına dair bir takım bulgular elde edilmiştir. Ancak bulgular, Hollanda'da

uygulanan para politikası uygulamalarının, her iki rejimde de etkin sonuç vermediğini göstermektedir.

Kato, Ui, ve Watanabe (1999) Japonya'da 1991'den bu yana uygulanan genişlemeci para politikalarının beklenen efektif talebi yaratamaması nedeniyle, para politikasının durum asimetrisini Japon ekonomisi için incelemeyi amaçlamışlardır. Bankalararası faiz oranı, teminata bağlanmamış gecelik faiz oranı ve Japon firmalarının net değerlerini göstermesi açısından Nikkei'de işlem gören hisse senetlerinin ortalama değerleri gibi değişkenlerin, 1981-1997 yıllarını kapsayan çeyreklik bir veri setinin kullanıldığı çalışmadaki ampirik analiz, banka kredi piyasası modeli kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Araştırma bulgularına göre, Japon Merkez Bankası'nın 1990 yılından bu yana uygulamış olduğu genişletici para politikasının etkinliği, büyük oranda, borç alan firmaların bilançolarındaki bozulmalar nedeniyle azalmaktadır.

Weise (1999), ABD ekonomisinin yön, büyüklük ve durum asimetrilerini bir arada incelediği çalışmasında LSTVAR[11] modelinden faydalanmıştır. 1960 yılı ile 1995 yılının ikinci çeyreği aralığını kapsayan veri setinde, çıktı için endüstriyel çıktı büyüme oranı; para politikası göstergesi olarak dar para arzı M1 kullanılmıştır. Enflasyonun modele kontrol değişkeni olarak ilave edildiği analizde, durum asimetrisinin varlığını gösteren anlamlı bulgulara ulaşılmıştır. Buna göre, daralma dönemlerinde uygulanmakta olan para politikalarının etkisi daha büyüktür. Buna ilave olarak, söz konusu yıllar için ABD ekonomisinde yön asimetrisinin mevcut olmadığı, negatif ve pozitif para politikası şoklarının hemen hemen simetrik etkiler meydana getirdiği

[11] Logistic smooth transition vector autoregression model

sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak ise, farklı büyüklükler ile uygulanan politika şoklarının asimetrik etkiler yarattığı, bir başka deyişle büyüklük asimetrisinin geçerli olduğu iddia edilmektedir.

Malone (2000), ABD ekonomisi için yön asimetrisini test ettiği çalışmasında, M_2 para arzı büyümesi, endüstriyel çıktı gibi değişkenlerin 1962-1999 aralığındaki aylık değerlerini iki aşamalı EKK yöntemi ile incelemiştir. Elde edilen analiz bulguları, negatif ve pozitif para şoklarının simetrik etkiler meydana getirdiğini göstermektedir.

Wong (2000), para politikasının iktisadi faaliyet üzerindeki asimetrik etkilerini, rolling vector autoregression yöntemi ile ABD ekonomisinin 1959-1994 yıllarını temsil eden aylık bir veri setini kullanarak incelemiştir. Endüstriyel üretim endeksi, ödünç olmayan rezervler, politika faizi, emtia fiyat endeksi ve merkez bankası rezervleri değişkenlerinin kullanıldığı ampirik çalışmada, negatif para politikası şoklarının çıktı ve fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisinin pozitif şoklardan daha büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Agénor (2001), para politikası şoklarının çıktı ve enflasyon gibi temel makro iktisadi değişkenler üzerindeki potansiyel asimetrik etkisini test etmek amacıyla, VAR[12] modelini uygulamıştır. Çalışmada kullanılan para politikası şoku değişkeni, VAR modeli vasıtasıyla piyasa faiz oranı, reeskont oranı ve parasal taban değişkenlerinden elde edilmiştir. Kore, Malezya, Filipinler ve Türkiye'ye ait çeyreklik verinin kullanıldığı veri setinde Türkiye ve Filipinler için 1978-1994 yılları, Kore için 1981-1999 yılları, Malezya için ise 1978-1997 yılları seçilmiştir. Etki tepki fonksiyonları vasıtasıyla elde edilen bulgulara göre, para

[12] Variance autoregressive model

politikasının tercih edilen para politikası enstrümanına veya politikanın uygulandığı ülkeye göre farklılık gösteren asimetrik etkilerinin olduğu görülmüştür.

Dolado ve María Dolores (2001), Hamilton (1989) tarafından geliştirilmiş olan rejim değişimi modeli yardımıyla 1977-1997 dönemi İspanya ekonomisi için, durum asimetrisini ve rejim geçiş olasılıklarını değerlendirmişlerdir. Yıllık veri setinin kullanıldığı ampirik çalışmada parasal duruşu, İspanya Merkez Bankası tarafından piyasaya müdahale amacıyla kullanılan politika faizi temsil etmektedir. Çıktı ise, reel GSYİH büyümesi ile ölçülmektedir. Rejim değişim modeli sonuçlarına göre, para politikası iktisadi konjonktürün daralma döneminde daha etkin sonuçlar vermektedir. Rejim geçiş olasılığı analizine göre ise, beklenmeyen 50 baz puanlık bir faiz artışı, ekonominin genişleme fazından daralma fazına geçme olasılığını 0.32 değerinden 0.44 değerine yükseltmektedir. Diğer taraftan aynı miktardaki beklenmeyen faiz azalımı, ekonominin daralma rejiminden genişleme rejimine geçme olasılığını 0.12 değerinden 0.23 değerine yükseltmektedir.

Almanya, İtalya, İspanya, Belçika ve Hollanda ekonomilerinin aynı iş çevrimlerine sahip olduğunu iddia eden Peersman ve Smets (2001), bu ülkelerin 1978-1998 aralığını ele alan, kısa dönem faiz oranları, endüstriyel çıktı büyümesi, reel GSYİH, tüketici fiyatları, reel efektif döviz kuru ve emtia fiyatlarını içeren bir veri seti kullanmış ve ampirik analizini Hamilton (1989) markov rejim değişimi yöntemi ile gerçekleştirmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, para politikası şoklarının daralma dönemlerinde daha güçlü etkiler meydana getirdiğini ortaya koymaktadır.

Para politikası şoklarını, kısa dönem faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler ile ölçen María-Dolores (2002), bu şokların Almanya, Fransa, İspanya ve İtalya ekonomilerinin büyümeleri üzerindeki asimetrik etkilerini farklı iktisadi konjonktürler için ölçmek amacıyla, Hamilton (1989) metodolojisini kullanmıştır. 1977-1998 dönemini kapsayan bir veri setinin kullanıldığı araştırmada, durum asimetrisinin varlığını gösteren bulgulara ulaşılmış ve para politikası şoklarının daralma dönemlerinde daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna ilave olarak, geçiş olasılıkları her bir ülke için genel olarak değerlendirildiğinde, uygulanan para politikalarının konjonktür karşıtı nitelik taşıdığı görülmektedir.

Garcia ve Schaller (2002), ABD ekonomisi için durum asimetrisini Hamilton (1989) tarafından geliştirilen yöntem ile incelemiştir. Çalışmada kullanılan veri seti tüketici fiyatları, dar para arzı M_1 ile politika faizini içeren parasal şok göstergesi ve endüstriyel üretim bazlı ekonomik büyüme rakamlarını içermektedir. 1947 ile 1993 yılları arasında kalan süreci temsil eden veriler aylık olarak ele alınmıştır. Araştırma sonuçları, para politikası şoklarının daralma rejiminde daha kuvvetli etkiler meydana getirdiğini ortaya koymaktadır. Benzer sonuçlar geçiş olasılıkları için de elde edilmiştir.

Kaufmann (2002), reel GSYİH büyümesi ile birlikte para politikası şoku göstergesi olarak faiz oranlarının 1976:Ç1-1998:Ç4 değerlerini içeren bir veri seti yardımıyla, markov chain monte carlo simülasyon metodunu kullanarak, Avusturya ekonomisinde para politikası asimetrisini incelemiştir ve dışbükey arz eğrisi teorisinin geçerli olduğunu öne sürmektedir.

İngiltere ekonomisinin 1960:Ç1-1994:Ç4 dönemini ele alan Sensier, Osborn, ve Öcal (2002), ekonometrik uygulamalarını STAR[13] modeli ile gerçekleştirmişlerdir ve değişken olarak reel GSYİH büyümesi ile önde gelen bankalara ait bonolarının üç aylık faizlerini kullanmışlardır. STAR modeli sonuçlarına göre, sıkı para politikası çıktıyı iktisadi konjonktürün her iki döneminde de azaltmaktadır ancak bu etki genişleme döneminde daha kuvvetlidir. Öte yandan gevşek para politikasının çıktıyı her iki rejimde de arttırdığı ve hemen hemen simetrik olduğu ortaya gözlemlenmiştir.

Tober ve Kuzin (2004) para politikası asimetrisini Almanya için markov rejim değişim yöntemi ve küçük yapısal model metodolojilerini kullanarak, GSYİH büyümesi, reel faiz oranı ve faiz oranı değişkenlerinin çeyreklik değerleri yardımıyla incelemişlerdir. Elde edilen araştırma bulguları göstermektedir ki, para politikası uygulamaları, ekonominin darboğazda olduğu dönemlerde daha etkin sonuçlar vermektedir.

Ravn ve Sola (2004) menü maliyetlerini içeren makroekonomik modellerden doğan ve uygulanan para politikası şokunun büyüklüğüne bağlı olan asimetriyi test etmek amacıyla markov rejim değişim modelini kullanmışlardır. Bu amaç ile iki farklı veri setinden faydalanmışlardır. İlk veri seti, 1947-1987 dönemini içermektedir ve dar para arzı M_1 kilit değişken olarak modele eklenmiştir. İkinci veri setinde para politikası göstergesi olarak ise, politika faiz oranı tercih edilmiştir ve 1960-1995 dönemini kapsamaktadır. Ekonomik büyüme oranının her iki modelde de yer aldığı analiz, ABD ekonomisi için gerçekleştirilmiştir. Araştırmacılar, dar para arzının kullanıldığı

[13] Smooth transition autoregressive model

modelde, para politikasının etkilerinin simetrik olduğunu ifade eden hipotezi reddedememişlerdir. Öte yandan, politika faizinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı modelde, sadece küçük şokların reel etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

ABD ekonomisi için durum asimetrisinin Hamilton (1989) markov rejim değişimi modeli ile incelendiği çalışmalarında Lo ve Piger (2005), reel GSYİH ve GSYİH deflatörünü de içeren faiz oranı bazlı bir para politikası göstergesi geliştirmişlerdir ve bağımlı değişken olarak ABD endüstriyel üretim endeksini kullanmışlardır. 1954:Ç1-2002:Ç4 döneminin ele alındığı çalışmanın bulguları, uygulanan para politikalarının, ekonominin daralma döneminde daha güçlü olduğunu ve faiz oranı değişikliklerinin rejim geçiş olasılıklarını ciddi miktarda arttırdığını göstermektedir.

Dolado ve Maria-Dolores (2006), avro bölgesi için oluşturdukları aylık veri setinde örneklem dönemi olarak 1996-2003 yıllarını belirlemiş ve model parametreleri olarak kısa dönem politika faiz oranı, enfasyon ve çıktı değişkenlerini kullanmışlardır. Markov rejim değişim modeli ile durum asimetrisinin araştırıldığı ampirik analizde, para politikası şoklarının etkisinin, avro bölgesi ekonomilerinin daralma döneminde, genişleme döneminde olduğundan daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye ekonomisi için durum, yön ve büyüklük asimetrilerinin varlığını inceleyen Telatar ve Hasanov (2006), 1990 ve 2004 yılları aralığını örneklem periyodu olarak belirlemişlerdir ve endüstriyel üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi ve gecelik bankalar arası faiz oranı değişkenleri üzerinde çalışmışlardır. Aylık veriler ile STVECM[14] metodolojisinin kullanıldığı analiz, negatif parasal

[14] Smooth transition vector error-correction model

şokların, ekonominin başlangıç durumuna bakılmaksızın, pozitif şokların etkisine kıyasla daha büyük çıktı ve daha küçük fiyat etkisine sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, farklı büyüklükteki parasal şokların, çıktı büyümesini ve enflasyon oranlarını orantısal olarak etkilediği bulunmuştur. Bu sonuçlar Türkiye'nin kısa dönem arz eğrisinin dışbükey olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Öte yandan, gevşek para politikasının çıktı büyümesi (enflasyon oranı) üzerindeki etkisi, artan kapasite kullanımı ile azalırken, sıkı para politikalarının etkilerinin iş çevrimine göre değişkenlik göstermediği bulunmuştur.

Sola vd. (2007) markov rejim değişimi modelinin rejim geçiş olasılığı matrisi özelliğinden faydalanarak, faiz oranı ve üç aylık tahvil faizi ile beş yıllık tahvil faizi arasındaki fark gibi parasal değişkenlerin, GSYİH ve hisse senedi getirisi oynaklığındaki değişimi tahminlemeyi amaçlamışlardır. ABD ekonomisinin, 1970:Ç1-2002:Ç3 dönemini inceleyen çalışmada ekonomik büyüme ve hisse senedi getiri serileri düşük ve yüksek olmak üzere iki ayrı rejime ayrılmış ve parasal şokların rejim değişim olasılıkları üzerindeki etkisi incelenerek, bu etkinin asimetrik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Höppner, Melzer, ve Neumann (2008) ABD merkez bankasının uygulamakta olduğu para politikalarının durum asimetrisini TVC-VAR[15] yöntemi ile araştırmışlardır. Reel GSYİH, politika faiz oranı ve tüketici fiyatlarının 1962:Ç1-2002:Ç2 dönemini içeren değerlerinin kullanıldığı analizde elde edilen kaydadeğer asimetrik etki bulguları, para politikasının daralma

[15] Time-varying coefficient VAR

konjonktüründeki etkilerinin, genişleme döneminde olduğundan daha güçlü olduğuna işaret etmektedir.

Ergeç (2009a) hazırladığı teorik çalışmada, para politikası asimetrisi kavramını ele almış ve para politikası asimetrisine neden olan mekanizmaları açıklayarak teorik bir çerçeve çizmiştir. Bu teorik çalışmanın devamı niteliğinde bir çalışma olan Ergeç (2009b), Türkiye ekonomisi için yön asimetrisini test etmiştir. Çalışma kapsamında M_2 para arzı büyümesi, faiz oranları, sanayi üretim endeksi, tüketici fiyatları ve döviz kuru değişkenlerinin 1990 ile 2006 yılları arasında kalan dönemini kapsayan veri seti, Cover (1992) tarafından geliştirilen yöntem ile analiz edilmiştir. Elde edilen analiz bulguları, Türkiye ekonomisinde, negatif parasal şokların üretim ve enflasyon üzerindeki etkilerinin, pozitif para şoklarından daha büyük olduğunu göstermiştir.

Kucukkale ve Yamak (2009), çıktıyı endüstriyel üretim endeksi, para politikası şoklarını ise dar para arzı M_1 ile ölçtüğü çalışmalarında, nominal hükümet harcamaları, tüketici fiyat endeksi ve döviz kuru gibi talebi belirleyen değişkenleri, kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. 1987-2006 arası çeyreklik verilerin kullanıldığı araştırmada, Türkiye'deki, beklenmeyen para politikası şoklarının reel iktisadi faaliyet üzerindeki asimetrik etkisinin ölçülmesi amacıyla, otoregresif sistem yöntemi tercih edilmiştir ve beklenmeyen para politikası şoklarının doğrudan ve oldukça anlamlı asimetrik etkileri olduğu saptanmıştır.

Tan, Habibullah, ve Mohamed (2010), ASEAN Ekonomileri arasından seçmiş oldukları dört ülke[16] üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmada, M_2 para arzı, tüketici fiyat endeksi ve kısa dönem

[16] Endonezya, Filipinler, Malezya, Tayland

nominal faiz oranı değişkenleri vasıtasıyla para politikasının çıktı üzerinde yarattığı yön asimetrisini markov rejim değişim modeli ile incelemişlerdir. Genişletici para politikasının etkilerinin, daraltıcı para politikasından daha zayıf olduğuna dair bulguların elde edildiği ampirik çalışmada, politika yapıcıların enflasyonist baskılara dikkat etmesi gerektiği, artan enflasyonun genişletici para politikasının hızlandırıcı etkisini hafiflettiği vurgulanmıştır.

Donayre (2011), para politikasının büyüklük asimetrisini incelediği çalışmasında, firmaların heterojenliğinin oynadığı rolü analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda TAR[17] ve STAR modelleri tahmin edilip kıyaslanmıştır. Para politikası göstergesi olarak politika faiz oranı, çıktı göstergesi olarak ise reel GSYİH kullanılmıştır. GSYİH deflatörünün de 1954:Ç3 ile 2008:Ç3 dönemini temsil eden çeyreklik veri setine dahil edildiği ampirik çalışmada, parasal şokların küçük olduğu dönemlerdeki çıktı tepkisinin büyük ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayıca çıktının, büyük parasal şoklara verdiği tepkinin nötr olduğunu gösteren ve menü maliyeti modelini destekleyen bulgular elde edilmiştir.

Kazanas, Philippopoulos, ve Tzavalis (2011) para politikası eşik kuralı modelini kullanarak ABD, İngiltere ve Japonya ekonomileri için para politikasının durum asimetrisini incelemişlerdir. 1960 ile 2010 yıllarını kapsayan çeyreklik veri setinin kullanıldığı çalışmaya göre, parasal otoritelerin enflasyona ve reel çıktı açığı sapmalarına verdiği tepkiler iş çevrimine göre önemli ölçüde değişmektedir.

[17] Threshold autoregressive model

Türkiye Ekonomisi için yön asimetrisini inceleyen Tanrıöver ve Yamak (2012), dar para arzı M_1, reel GSYİH, tüketici fiyatları, bütçe açığı, döviz kuru ve üç aylık mevduat faizi değişkenlerini kullanmıştır. Cover (1992) tarafından geliştirilen iki aşamalı EKK metodunun uygulandığı ampirik analizde, negatif para şoklarının nötr olduğu, pozitif para şoklarının ise çıktıyı istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilediğine dair kanıtlar elde edilmiştir.

Kandemir Kocaaslan (2013) ABD ekonomisinin 1981-2009 dönemini incelediği çalışmasında, markov rejim değişimi yönteminden faydalanarak durum asimetrisini araştırmıştır. ABD merkez bankası politika faizi, endüstriyel üretim endeksi ve finansal derinlik değişkenlerinin kullanıldığı ekonometrik modelin tahmin sonuçlarına göre, para politikası değişikliklerinin çıktı büyümesi üzerindeki etkisi ekonominin daralma dönemlerinde daha büyük olmaktadır.

Karras (2013), 1950'den 2011'e uzanan çeyreklik ABD verisi kullanarak, parasal şokların reel GSYİH ve endüstriyel üretim üzerindeki etkisini iki aşamalı EKK yöntemi ile incelemiştir. Spesifik olarak yön asimetrisinin incelendiği ampirik çalışma, asimetrinin varlığına dair güçlü bulgular elde etmiştir. Buna göre, miktar kolaylığı[18] ile veya miktar kolaylığı olmaksızın uygulanan daraltıcı politikalar, genişletici politikalardan daha güçlü etkiler olşturmaktadır.

Çin ekonomisi için beklenen-beklenmeyen para politikası asimetrisini inceleyen Jinquan ve Jianli (2013), TVP markov

[18] ABD Merkez Bankası FED'in 2008 Mortgage Krizi'nden sonra uyguladığı parasal gevşeme modeli miktar kolaylığı (quantitative easing) olarak adlandırılmaktadır.

modelini[19] kullanarak ampirik bir analiz gerçekleştirmiştir. Para arzı büyüme oranı, enflasyon, reel GSYİH büyümesi değişkenlerinin 1980:Ç1-2008:Ç3 değerlerinin kullanıldığı ekonometrik analiz bulguları, beklenmeyen para politikası şoklarının Çin'in makroekonomik istikrarına olan katkısının çok sınırlı kaldığını, ayrıca büyümeyi yavaşlattığını göstermektedir. Buna ilave olarak, beklenen para politikası şoklarının büyümeyi önemli derecede hızlandırdığı bulunmuştur.

Angrist vd. (2013) esnek yarı parametrik zaman serisi metodu yardımıyla, ABD ekonomisi için para politikası müdahalelerinin makroekonomik değişkenler üzerindeki nedensel etkilerini analiz etmişlerdir. FED politika faiz oranı, hazine tahvili getirisi, tüketici fiyat endeksi, endüstriyel üretim endeksi değişkenlerinin 1989 ile 2009 yılları arasındaki aylık değerlerinin kullanıldığı ekonometrik analiz bulguları, FED'in enflasyon ile mücadele etmekte başarılı olduğunu ancak reel ekonomik faaliyeti hızlandırmadaki becerisinin bunun yanında mütevazı kaldığını göstermiştir.

Para politikasının durum, yön ve büyüklük asimetrilerini Pakistan ekonomisi için test eden Zakir ve Malik (2013), dar para arzı M1, endüstriyel üretim, enflasyon ve kamu borçlanması değişkenlerini Cover (1992) iki aşamalı EKK metodu ile incelemişlerdir. Analizde kullanılan veri seti, 1977:Ç2 ile 2011:Ç2 dönemini kapsamaktadır. Gerçekleştirilen ekonometrik analiz, ekonominin genişleme dönemlerinde uygulanan para politikası müdahalelerinin etkinsiz, daralma dönemlerinde uygulanan parasal şokların ise güçlü olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır. Ayrıca

[19] Time-varying parameter Markov regime switching model

ekonominin büyüme hızının düşük olduğu dönemlerde uygulanan sıkı para politikasının etkilerinin daha güçlü olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Son olarak ise, negatif para şoklarının reel etkiler meydana getirebildiği, pozitif para şoklarının ise nötr olduğu gözlemlenmiştir.

Santoro, Petrella, Pfajfar, ve Gaffeo (2014), para politikasının durum asimetrisini, ABD ekonomisi için yarı doğrusal ekonomi modeli çözümlemesi yapmışlardır ve 1982:Ç3-2008:Ç4 dönemini kapsayan bir veri seti kullanmışlardır. Para politikası göstergesi olarak FED'in politika faiz oranının, çıktı açığı göstergesi olarak ise reel GSYİH ile potansiyel GSYİH arasındaki farkın kullanıdığı ampirik çalışmada, parasal şokların daralma döneminde daha etkin sonuçlar verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Zare, Azali, Habibullah, ve Azman-Saini (2014), ASEAN ülkelerinden Malezya, Singapur, Endonezya, Filipinler ve Tayland ekonomilerine ait 3 aylık hazine bonosu faiz oranlarıyla birlikte, bu ekonomilere ait boğa ve ayı piyasası dönemlerinin ayrıştırılabilmesi amacıyla, söz konusu ülkelerin sermaye piyasası endekslerini kullanmışlardır. Kamu harcamaları, ihracat-ithalat oranı ve enflasyonun kontrol değişkeni olarak seçildiği araştırmada yer alan veri seti, 1991-2011 dönemini kapsayan aylık değerleri içermektedir. İki aşamalı markov rejim değişimi modeli sonuçlarına göre, parasal şokların hem ayı piyasası hem de boğa piyasası dönemlerindeki uzun dönemli reel etkileri, istatistiksel olarak anlamlı ve negatiftir. Ancak piyasanın ayı döneminde uygulanan parasal şokların daha etkili olduğu görülmüştür.

Donayre (2014), LSTVAR[20] modelini kullanarak ABD ekonomisi için büyüklük asimetrisini araştırmıştır. FED politika faiz oranının ve reel GSYİH değişkeninin 1954:Ç3-2008:Ç3 döneminde aldığı değerlerin yer aldığı ampirik analiz, küçük parasal şokların çıktı üzerindeki etkisinin daha büyük olduğuna dair istatistiksel kanıt sunmuştur.

11 adet Orta Asya ve Balkan ülkesi[21] için dışbükey arz eğrisi ile ipi çekme teorisini test eden Biçici (2015), Cover (1992) tarafından geliştirilen iki aşamalı EKK yönteminden faydalanmıştır. Araştırmada, M_2 para arzı, tüketici fiyat endeksi ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinin 1998 yılı ile 2014 yılları aralığındaki çeyreklik değerleri kullanılmıştır. Analiz bulguları, örneklem olarak seçilen ülkelerdeki üretim yapısının dışbükey arz eğrisi şeklinde olduğunu göstermektedir.

Jannsen, Potjagailo, ve Wolters (2015), finansal kriz dönemlerindeki para politikası değişikliklerinin makroekonomik etkilerini, 20 sanayileşmiş ekonomi için PVAR[22] modeli ile incelemişlerdir. 1984 yılının ilk çeyreği ile 2013 yılının dördüncü çeyreği arasında kalan dönemi ele alan ampirik bir analiz ile reel GSYİH, tüketici fiyat endeksi, reel konut fiyatları, kısa dönem faiz oranları, reel efektif döviz kuru, tüketici güveni, hisse senedi fiyatları ile hisse senedi piyasası volatilitesi değişkenlerini içeren ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Araştırmacılar, para politikası şokunun, finansal krizin akut evresi süresince, çıktı ve fiyatlar üzerinde büyük ve pozitif etkisi olduğu sonucuna

[20] Logistic smooth transition vector auto regression
[21] Arnavutluk, Ermenistan, Azerbaycan, Beyaz Rusya, Bulgaristan, Kazakistan, Makedonya, Moldova, Rusya, Sırbistan ve Ukrayna.
[22] Panel vector autoregressive model

ulaşmışlardır. Buna ilave olarak, söz konusu etkinin, finansal krizin gerçekleşmediği dönemlerde daha büyük olduğunu iddia etmektedirler.

Matthes ve Barnichon (2015), ABD ekonomisinin 1959-2006 tarihlerini kapsayan verilerle endüstriyel büyüme endeksi, enflasyon ve merkez bankası politika faiz oranları değişkenlerini kullandıkları çalışmada, doğrusal olmayan bir yöntem olan SVAR[23] modelini tercih etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre, sıkı para politikası çıktı üzerinde doğrusal tahmin yöntemlerinin öngördüğünden daha büyük bir etki oluşturmaktadır. Öte yandan gevşek para politikasının normal koşullarda çıktı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, genişletici para müdahalesinin daralma döneminde ve büyük bir kuvvetle uygulanması koşuluyla, çıktı üzerinde arttırıcı etki meydana getirebilmektedir. Çalışmada sonuç olarak, daraltıcı para politikasının tesirinin her koşulda daha büyük olduğu iddia edilmektedir.

Türkiye ekonomisini inceleyen bir başka araştırma Ülke ve Berument (2015) tarafından gerçekleştirilmiştir. Doğrusal olmayan otoregresif modelin uygulandığı çalışmada, 1990 ile 2014 yılları arası aylık değişkenler kullanılmış olup, bankalararası gecelik faiz oranı, endüstriyel çıktı büyümesi, döviz kuru ve tüfe parametreleri modele dahil edilmiştir. Elde edilen bulgular, sıkı para politikasının, iktisadi teoride açıklandığı üzere, döviz kurunu, çıktıyı ve fiyatlar genel seviyesini düşürdüğünü göstermektedir. Öte yandan gevşek para politikası bu üç değişkeni tam aksi yönde etkilemektedir ancak, bu etkinin gücü sıkı para politikasına kıyasla düşük kalmaktadır. Buna ilave olarak, uygulanan şokun şiddeti arttırıldıkça, dar ile geniş

[23] Structural vector- autoregression model

para politikalarının meydana getirdiği etkilerin aralarındaki farkın büyüdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Yerel projeksiyon modeli ile STAR modelinin birleştirilmesi ile elde ettikleri yöntemi kullanan Tenreyro ve Thwaites (2016), 1969:Ç1-2007:Ç4 dönemi verilerini kullanarak ABD ekonomisi için durum ve yön asimetrilerini incelemişlerdir. GSYİH büyümesi, FED politika faiz oranı, enflasyon, hükümet harcamaları ve net vergi getirisi değişkenlerinin yer aldığı ampirik analiz bulguları, para politikasının reel ve nominal etkilerinin ekonominin genişleme döneminde daha güçlü olduğunu göstermektedir. Buna ilave olarak, negatif parasal şokların, pozitif parasal şoklardan daha etkili olduğuna dair kanıtlar elde etmişlerdir.

Shen, Lin, ve Guo (2016) şahin rejimi[24] ve güvercin rejimi[25] hipotezlerinin test edildiği çalışmalarında ekonometrik yöntem olarak, içsel değişim modelini kullanmışlardır. 1998 Asya krizi ve 2008 mortgage krizlerini içeren örneklem, zorunlu karşılık oranları, bir yıl vadeli kredi faizleri, merkez bankası bono faizleri, TÜFE, beklenen enflasyon, konut fiyatları ve çıktı açığı gibi değişkenlerin aylık değerlerini kapsamaktadır. Bulgular, şahin rejimi hipotezini desteklemektedir. Bir başka deyişle, merkez bankasının enflasyonu kontrol yeteneği, büyümeyi etkileyebilme yeteneğinden daha yüksektir.

Türkiye ekonomisinde para politikasının çıktı, sermaye piyasası, döviz kuru ve fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkilerinin asimetrik olup olmadığını inceleyen Yılancı, Tıraşoglu, ve Arı

[24] Merkez bankasının temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu rejim şahin rejimi olarak adlandırılmaktadır.
[25] Merkez bankasının temel hedefinin büyüme olduğu rejim güvercin rejimi olarak adlandırılmaktadır.

(2016), asimetrik etki tepki fonksiyonu kullanarak, 1990 yılı ile 2013 yılı aralığında kalan döneme ait aylık verileri modellemiştir. Analiz sonucu elde edilen bulgular, sıkı para politikasının döviz kurunu arttırdığını, diğer değişkenler üzerinde ise anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Öte yandan genişletici para politikalarının endüstriyel üretimi arttırdığı, hisse senedi fiyatlarını, fiyatlar genel seviyesini ve döviz kurunu ise azalttığı gözlemlenmiştir.

Çağlayan, Kandemir Kocaaslan, ve Mouratidis (2017), para politikasının çıktı üzerindeki asimetrik etkilerini, 1971:Ç1-2011:Ç4 dönemi ABD ekonomisi için değerlendirirken, bu süreçte finansal piyasaların oynadığı rolü markov rejim değişimi modeli ile incelemiştir. Modelde reel GSYİH, FED politika faiz oranı, işsizlik, GSYİH deflatörü gibi makroekonomik ve parasal değişkenlerin yanısıra; özel sektör kredilerinin toplam iç kredilere oranı ve finansal aracı kuruluşların özel sektöre verdiği kredilerin milli gelire oranı gibi finansal gelişme göstergeleri de kullanılmıştır. Elde edilen araştırma bulguları, para politikası şoklarının meydana getirdiği etkilerin, ekonominin daralma döneminde daha güçlü olduğuna dair deliller içermektedir.

Khundrakpam (2017) Hindistan ekonomisi için beklenen ve beklenmeyen para politikası şoklarının toplam talep üzerindeki asimetrik etkisini (Cover, 1992) iki aşamalı EKK modeli ile araştırmıştır. 1996–97:Ç11 ile 2013–14:Ç3 dönemi verileri ile gerçekleştirilen ekonometrik analiz sonucunda elde edilen bulgular, asimetrik etkilerin varlığını desteklemektedir.

(Tolulope, 2017) para politikası şoklarının Nijerya'daki uzun dönem asimetrik etkilerini 1986 ve 2015 yılları arasında

incelemiştir. Para politikası göstergesi olarak geniş para arzı M3, çıktı göstergesi olarak ise GSYİH değişkenlerinin kullanıldığı ekonometrik model doğrusal olmayan ARDL[26] ve doğrusal olmayan hata düzeltme modelleri ile tahminlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre pozitif para politikası şokları reel etkilere sahip iken, negatif para politikasının çıktı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Mısır ekonomisinin Ocak 2002-Ağustos 2016 dönemi için yön ve büyüklük asimetrisini doğrusal olmayan ARDL modeli ile inceleyen Abdelsalam (2018), enflasyon, reel döviz kuru, faiz oranı ve endüstriyel üretim endeksi değişkenlerini içeren bir veri setinden faydalanmıştır. Elde edilen bulgular, sadece küçük ve negatif para şoklarının fiyatlar ve çıktı üzerinde kaydadeğer etki yarattığını ortaya koymuştur.

3. VERİ VE YÖNTEM

3.1. Veri

Literatürde para politikası göstergesi olarak genellikle M1, M2 ve M3 gibi parasal büyüklükler ile birlikte çeşitli faiz oranları kullanılmaktadır. Ancak parasal büyüklüklerin para politikası göstergesi olarak kullanılması bir takım sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu sorunlardan ilki, para politikasında meydana gelen her değişikliğin, parasal büyüklüklere yansıyamayabileceği gerçeğidir. Bununla birlikte, çeşitli parasal büyüklük ölçüleri farklı yönlerde değişerek parasal duruş hakkında birbirleri ile çelişen görünümler sergileyebilmektedirler. Sonuç olarak, ekonometrik modele parasal göstergelerin eklenmesi, para politikası şoklarının eksik ya da hatalı yorumlanmasına neden olabilmektedir (Florio,

[26] Auto regressive distributed lag model

2004, s. 414–415; Garcia ve Schaller, 2002, s. 111; Morgan, 1993, s. 21). Tüm bu etkenler göz önüne alındığında, politika faizlerinin parasal büyüklüklerden daha istikrarlı göstergeler olduğu iddia edilmektedir (Garcia ve Schaller, 2002, s. 103; Ravn ve Sola, 2004, s. 42). Ayrıca, merkez bankaları ekonomideki zayıflıklara politika faizi vasıtasıyla hızlı bir şekilde müdahale ettikleri için, politika faizi parasal duruşu daha iyi temsil etmektedir (Garcia ve Schaller, 2002, s. 103). Merkez bankası müdahalelerinin büyük bir kısmı, piyasa faiz oranlarını etkileyen politika faizi değişiklikleriyle gerçekleştirilmektedir (Ravn ve Sola, 2004, s. 52). Bu ve benzeri nedenlerle, politika faiz oranlarının para politikası göstergesi olarak kullanımı literatürde oldukça yaygındır (Höppner vd., 2008, s. 2356; Lenz, 1997, s. 443). Para politikası göstergesi olarak faiz oranının kullanılmasının bir başka avantajı, parasal büyüklüklere göre daha hızlı ve daha basit bir şekilde ölçülmesidir (Mishkin, 2005, s. 91). Bu nedenlerle bu çalışmada, para politikası göstergesi olarak OECD veri tabanından elde edilmiş olan bankalararası gecelik faiz oranı kullanılmıştır. Para politikasının ekonomik konjonktür üzerindeki asimetrik etkilerinin ölçülmesi amacıyla ise, GSYİH büyümesi değerlerinden faydalanılmıştır. Büyüme verileri, St. Louis Federal Rezerv Bankası veri tabanından temin edilmiştir. Konjonktür karşıtı iktisat politikaları hakkında yapılan çalışmalar, dış ticaret ilişkilerine ve ekonomik bağımlılığa sıklıkla atıfta bulunmaktadır. Bu nedenle reel döviz kuru ekonometrik modele kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Döviz kuru değerleri usd/try paritesini göstermektedir ve OECD veri tabanından alınmışlardır. Modelde kullanılan değişkenler logaritmaları alınarak kullanılmıştır ve Türkiye ekonomisinin 1998:Ç2-2018:Ç3 dönemini temsil etmektedir.

Yayılma endeksi metodolojisi için, OECD veri tabanından alınmış olan aylık endüstriyel üretim endeksi tercih edilmiştir. Yayılım endeksi için endüstriyel üretim endeksinin tercih edilmesinin en önemli sebebi, milli gelir muhasebesi hesaplarının aylık yayınlanmıyor olmasıdır. Yayılım endeksi metodolojisi, aylık veriler ile daha iyi performans göstermektedir. Çünkü aylık veriler ile uluslararası iktisadi dalgalanmalar arasındaki karşılıklı bağımlılık daha kolay yakalanabilmektedir ve aylık frekansa sahip veriler yayılma endeksinin hesaplanmasında daha fazla gözlem kullanılmasına yardımcı olmaktadır (Diebold ve Yılmaz, 2013, s. 2). Çalışmada gerçekleştirilen ampirik analizde, Türkiye ve pek çok sanayileşmiş ekonomiyi de içeren 24 ülkelik[27] bir veri setinden faydalanılmıştır. Veri seti 1985 Ocak-2018 Kasım dönemini kapsamaktadır. Bu çalışmanın da en büyük kısıtlarından birisi veri yetersizliğidir ve analiz, elde edilebilen en geniş veri seti[28] ile gerçekleştirilmiştir.

3.2. Yöntem

Bu çalışmanın ampirik analiz bölümünün ilk aşamasında Türkiye ekonomisine gelen dış şoklar, Diebold ve Yılmaz (2009) yayılma endeksi yöntemiyle tahmin edilmiştir. Bu bağlamda bu araştırma, takip eden konjonktürün niteliğinin tahmin edilmesi ve gelecek olan iktisadi dalgalanmanın karakteristiğine uygun para politikası geliştirilebilmesi açısından önem taşımaktadır. Ampirik bölümün ikinci aşamasında ise, uygulanan para politikalarının meydana getirdiği etkilerin iktisadi dalgalanmalara göre çeşitlilik

[27] ABD, Almanya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Danimarka, Fransa, Hollanda, İngiltere, Irlanda, Ispanya, İsrail, İsveç, İtalya, Kanada, Kore, Lüksemburg, Macaristan, Meksika, Norveç, Japonya, Portekiz, Türkiye, Yunanistan.
[28] Eksik veri içeren ülkeler analiz dışı bırakılmıştır.

gösterip göstermemesi olarak açıklanan para politikasının durum asimetrisi, Hamilton (1989) markov rejim değişimi yöntemi ile test edilmiştir. Ekonometrik analiz bölümünde yayılma endeksi ve birim kök testleri için Winrats, markov rejim değişimi modeli için STATA ve doğrusal model ile doğrusallık testleri için Eviews paket programları kullanılmıştır.

3.2.1. Diebold ve Yılmaz Yayılma Endeksi Metodolojisi

Bu araştırmada Diebold ve Yılmaz (2009) tarafından geliştirilen "Yayılma Endeksi" metodu uygulanmıştır. Yayılma endeksi metodu iktisadi dalgalanmaların ülkeler arasındaki yayılımını, ülkelerin içsel şokları ile diğer ülkelerden yayılan dış şokları ayrıştırarak saptamaktadır.

Diebold ve Yılmaz (2009) tarafından geliştirilen "Yayılma Endeksi" metodolojisi, N değişkenli vektör hata düzeltme modelinden türetilmiş olan varyans ayrıştırması ve VAR modellerine dayanmaktadır. Bu yaklaşım i≠j ve i=1,..,N koşulları altında, "i" ülkesinden "j" ülkesine gelen dış şok kaynaklı tahmin hatası varyansı paylarının, her bir "i" ülkesi için ayrıştırılmasını ifade etmektedir.

Modeli basitleştirerek açıklayabilmek amacıyla ilk olarak kovaryans durağan, birinci derece ve iki değişkenli basit bir VAR modelini ele alalım,

$$x_t = \theta_i x_{t-i} + \varepsilon_t \qquad (3.1)$$

Denklem 3.1'de yer alan $x_t = (x_{1t}, x_{2t})$ ifadesi 2 adet içsel değişkene ait vektörler, θ ifadesi 2x2 parametre matrisi, $\varepsilon_t \sim (0,\sigma^2)$ dağılıma sahip olan hata terimleri matrisi ve t=1,2,…,T zaman

endeksidir. VAR modelinin hareketli ortalamalar gösterimi yapılabilmektedir ve Denklem 3.2'de gösterilmektedir:

$x_t = \varphi(L)\varepsilon_t \quad , \quad \varphi(L) = (I - \theta L)^{-1}$ olmak üzere (3.2)

hareketli ortalamalar gösterimi farklı bir şekilde yeniden yazılacak olursa:

$x_t = A(L)u_t$ elde edilir. (3.3)

Denklem 3.3'te yer alan yeni parametreler şu şekilde tanımlanmaktadır:

$A(L) = \varphi(L)Q_t^{-1}$ (3.4)

$u_t = Q_t\varepsilon_t$ (3.5)

$I = E(u_t u_t')$ (3.6)

Denklem 3.4'te yer alan Q_t^{-1} ifadesi ε_t'nin kovaryans matrisininin alt üçgen Cholesky faktörünü göstermektedir.

Bir dönem sonrasının tahminlendiği model göz önüne alınacak olursa, optimal tahminleme şu şekilde olacaktır:

$x_{t+1,t} = \theta x_t$ (3.7)

Bir dönem sonrasının tahminlendiği modele ait hata vektörü ise aşağıdaki gibidir:

$$e_{t+1,t} = x_{t+1} - x_{t+1,t} = A_0 u_{t+1} = \begin{bmatrix} a_{0,11} & a_{0,12} \\ a_{0,21} & a_{0,22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{1,t+1} \\ u_{2,t+1} \end{bmatrix} \quad (3.8)$$

Denklem 3.8'e ait olan kovaryans matrisi:

$E(e_{t+1}, e'_{t+1,t}) = A_0 A'_0$ şeklinde elde edilir. (3.9)

Buradan, x_{1t}'nin tahminindeki bir dönem sonrası hata teriminin varyansı $a_{0,11}^2 + a_{0,12}^2$ şeklinde x_{2t}'nin tahminindeki bir dönem sonrası hata teriminin varyansı ise $a_{0,21}^2 + a_{0,22}^2$ şeklinde elde edilmektedir. Varyans ayrıştırması yöntemi sayesinde her bir değişkene ait tahmin hatası varyansları, her bir ülke için ayrı ayrı elde edilebilmektedir. Bu sayede x_1 ülkesinin tahminindeki bir

dönem sonrası hata terimi varyansının ne kadarının x_1 ülkesinin kendi iç şoklarından, ne kadarının x_2 ülkesinden $x_1$ülkesine yayılan şoklardan kaynaklandığı ayrı ayrı elde edilebilecektir. x_i ülkesinin tahminindeki bir dönem sonrası hata terimi varyansının, x_i (i=1,2) ülkesinin kendi iç şoklarından kaynaklanan bölümü "kendi varyans payı" olarak tanımlanmaktadır ve ülkelerin kendilerine özgü şoklarını ifade etmektedir. x_i ülkesinin tahminindeki bir dönem sonrası hata terimi varyansının, x_j (i,j=1,2 ve i≠j) ülkesinin şoklarından kaynaklanan bölümü "çapraz varyans payı" olarak tanımlanmıştır ve iktisadi dalgalanmaların yayılımını ifade etmektedir. Buraya kadar olan bölümde açıklanmış olan iki değişkenli basit örnekte, iki tip yayılma gerçekleşebilmektedir: x_{1t} ülkesine özgü olan şoklar x_{2t} ülkesinin tahmin hatası varyansını $a_{0,21}^2$ (x_{1t} ülkesindenden x_{2t} ülkesi yönlü yayılma) kadar etkilemekte ve x_{2t} ülkesine özgü olan şoklar x_{1t} ülkesinin tahmin hatası varyansını $a_{0,12}^2$ (x_{2t} ülkesindenden x_{1t} ülkesi yönlü yayılma) kadar etkilemektedir. Buradan, toplam yayılma "$a_{0,12}^2 + a_{0,21}^2$ şeklinde elde edilebilmektedir.

Toplam yayılma, kolaylıkla yorumlanabime özelliği olan bir endekse dönüştürülebilmektedir. Bunun için toplam yayılma değerleri, tahmin hatası varyansına bağlı olarak ifade edilmelidir ve aşağıdaki gibi yazılmaktadır:

$$a_{0,11}^2 + a_{0,12}^2 + a_{0,21}^2 + a_{0,12}^2 = \text{iz}(A_0A_0) \qquad (3.10)$$

Bu ifadenin yüzdesel olarak gösterimi olan yayılma endeksi ise aşağıdaki gibi formülize edilmektedir:

$$S = \frac{a_{0,12}^2\, a_{0,21}^2}{iz(A_0A_0')} x100 \qquad (3.11)$$

Denklem 3.11 yayılma endeksinin birinci derece iki değişkenli VAR modeli ile oluşturulmuş bir dönem sonrası tahminini kullanan basit bir şeklini göstermektedir. Yayılma endeksinin H dönem sonrası tahmini kullanan p. derece N değişkenli VAR modeline genişletilmiş genel hali aşağıdaki gibidir:

$$S = \frac{\sum_{h=0}^{H-1} \sum_{i,j=1}^{N} a_{h,ij}^2}{\sum_{h=0}^{H-1} iz(A_0 A_0')} x100 \qquad (3.12)$$

3.2.2. Markov Rejim Değişim Modeli

Hamilton (1989) yönteminin modelde tek değişkene izin vermesi ve rejim geçiş olasılıklarının zaman boyunca değişmez olması gibi kısıtlamaları mevcuttur. Bu kısıtlamalar ilerleyen yıllarda ekonometrisyenler tarafından ortadan kaldırılarak genişletilmiş markov rejim değişimi modeli oluşturulmuştur. Modele rejim geçiş olasılıklarının zaman boyutunda değişken olması özelliği Filardo (1994), çok değişkenli analiz özelliği ise Krolzig (1997) tarafından eklenmiştir. Bu araştırmada para politikasının durum asimetrisi, doğrusal olmayan bir tahmin metodu olan Hamilton (1989) yönteminin yukarıda özetlenen genişletilmiş versiyonu ile incelenmiştir. Bu yöntem, Garcia ve Schaller (2002), Kakes (1998) ve María-Dolores (2002) tarafından da durum asimetrisini incelemek amacıyla kullanılmıştır. Markov rejim değişimi Yöntemi A.A. Markov'un 1906 yılında yaptığı gözlemlere dayanmaktadır. A.A. Markov, gazların kapalı bir kaptaki hareketlerini inceleyerek gaz taneciklerinin belirli bir örüntüyü takip etmediği ve tanecik hareketlerinin stokastik olduğu sonucuna varmıştır. Brownian hareketi olarak adlandırılan bu süreç markov rejim değişimi modelinin temelini oluşturmaktadır. Markov rejim değişim modeli, zaman serilerinin asimetrik etkilerini göz önüne alma özelliğinden ötürü, iktisadi dalgalanma analizlerinde önemli yer teşkil etmektedir.

Bu çalışmada, markov rejim değişim yöntemi yardımıyla "para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri asimetrik midir?" sorusuna yanıt aranmıştır.

Para politikası ve iktisadi dalgalanmalar üzerinde gerçekleştirilen ampirik çalışmalar, para politikası şoklarının iş çevrimlerinin motoru niteliğinde olduğunu göstermektedir (Canova ve Nicoló, 2002, s. 1157). Bu ilişki, "genişletici bir para politikası şoku, ekonominin daralma rejiminden genişleme rejimine geçme olasılığını ne yönde etkiler?" veya "genişleme döneminde olan bir ekonomiye gelen negatif parasal şok, ülkenin daralma rejimine girme olasılığını arttırır mı?" sorularıyla örneklendirilebilmektedir ve rejim geçiş olasılıklarını ifade etmektedir. Bu olasılıklar markov rejim değişimi metodolojisiyle elde edilmiştir ve çalışma kapsamında değerlendirilmiştir.

ABD Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu (NBER) İş Çevrimleri Değerlendirme Komitesi, ABD ekonomisine ait iktisadi dalgalanmaların kronolojik yapısını incelemektedir. Bu bağlamda ABD'nin ekonomik faaliyetinin izlediği dip ve zirve noktaları kayıt altına alınarak, konjonktürel analizlerin yapılmasına olanak sağlanmaktadır. James D. Hamilton, 1953-1984 dönemindeki çeyreklik ekonomik büyüme oranlarını kullanarak, ABD ekonomisinin iktisadi dalgalanmalarını geliştirdiği yöntem ile tespit etmeye çalışmıştır. Yöntem sonucu elde edilen iktisadi dönüm noktaları, ABD Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu İş Çevrimleri Değerlendirme Komitesi tarafından ilan edilen tarihler ile tutarlı bulunmuştur. Bir başka deyişle, Hamilton (1989) modeli, iktisadi dalgalanmaların dönüm noktalarını başarı ile tahminleyerek, ele alınan dönemi genişleme ve daralma rejimlerine ayırabilmektedir.

İnceleme sonucunda sadece bir rejim bulunması durumunda ise, model standart doğrusal bir tahminleme yöntemine indirgenmektedir (Kakes, 1998, s. 5). Öte yandan, Türkiye ekonomisi için ABD'deki İş Çevrimleri Değerlendirme Komitesi benzeri bir kuruluş mevcut değildir ve bu konuda resmi açıklamalar yapılmamaktadır (Ülke ve Berument, 2015, s. 7). Markov rejim değişikliği yöntemi, iktisadi rejimleri tahminlemedeki başarısıyla bu eksikliği giderebilmektedir.

Markov rejim değişimi modeli bu avantajları sayesinde, pek çok değişken arasındaki asimetrik ilişkiyi açıklamak için kullanılmıştır. Örneğin, Abiyev, Ceylan, ve Özgür (2015) petrol fiyatlarının büyüme üzerindeki konjoktürel etkisini; Barışık, Çevik, ve Çevik (2010) ekonomik büyüme ile işsizlik oranı arasındaki asimetrik ilişkiyle birlikte istihdam yaratmayan büyüme kavramını; Bilgili, Tülüce, ve Doğan (2012) doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının konjonktürel belirleyicilerini; Kabadayı (2013) rejim değişimlerini; Bilman ve Utkulu (2010) enflasyon farkı ile çıktı açığını; Demir ve Cergibozan (2017) Feldstein-Horioka hipotezini; Driffill ve Sola (1998) hisse senedi fiyatı balonlarını ve Koy (2017) spot ve vadeli piyasa ilişkilerini incelemişlerdir. Doğrusal olmayan rejim değişim modelleri iktisat literatürüne farklı bir bakış açısı kazandırmıştır. Para politikası asimetrisi literatürü incelendiğinde, bu alanda gerçekleştirilen çalışmaların ilk örneklerinde yön ve büyüklük asimetrilerinin çalışıldığı[29], son dönemlerde ise makro ihtiyati politikalar geliştirilebilmesi amacıyla rejim değişim

[29] Bkz. Cover (1992), Morgan (1993), Thoma (1994), Rhee ve Rich (1995), Karras (1996b) ve Karras (1996a).

modelleriyle analiz edilen durum asimetrisine ağırlık verildiği[30] görülmektedir.

Bu çalışmada markov rejim değişim modellerinin bir çeşidi olan markov rejim değişimi otoregresif modeli "MS-AR" kullanılmıştır. MS-AR modeli genel olarak MS(m)-AR(p) olarak ifade edilmektedir. Bu ifadedeki "m" parametresi incelenen serideki rejim sayısını, p değeri ise modeldeki bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinden oluşan otoregresif kısımı göstermektedir. MS(m)-AR(p) modeli genel olarak aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$X_t = s_t\mu_1 + (1 - s_t)\mu_2 + \varepsilon_t \quad (3.13)$$

Denklem 3.10'da yer alan "ε_t" ifadesi ortalaması 0 ve varyansı σ^2 ($\varepsilon_t \sim N(0,\sigma^2)$ olan hata terimidir. "s_t" parametresi ise, gözlemlenemeyen durum değişkenidir ve bu çalışma kapsamında ekonominin daralma ile genişleme rejimleri için 0 ya da 1 değerini almaktadır. Durum değişkeni 1 değerini aldığı zaman model,

$$X_t = \mu_1 + \varepsilon_t \quad (3.14)$$

durum değişkeninin 0 değeri için ise,

$$X_t = \mu_2 + \varepsilon_t \quad (3.12)$$

şeklinde elde edilmektedir. Sistemde iki veya ikiden fazla rejim olması durumunda, durum değişkeni k farklı değer alabilecek ve model aşağıdaki hale gelecektir.

$$X_t = \mu_{s_t} + \varepsilon_t \quad , \quad s_t = 1,2,\ldots,k \quad (3.15)$$

Tek veya çok değişkenli markov rejim değişimi modeli, modele bağımsız değişkenin p adet gecikmeli değerlerinin eklenmesiyle MS-AR(p) modeli olarak genişletilebilmektedir:

$$X_t = c(s_t) + \beta_1(s_t)X_{t-1} + \cdots + \beta_p(s_t)X_{t-p} + (s_t)u_t \quad (3.16)$$

[30] Bkz. (Kakes, 1998), (Kato vd., 1999), (Weise, 1999), (J. Juan Dolado ve María Dolores, 2001; Juan J. Dolado ve Maria-Dolores, 2006), (Garcia ve Schaller, 2002), (Lo ve Piger, 2005), (Kazanas vd., 2011), (Kandemir Kocaaslan, 2013).

MS-AR(p) modelleri yardımıyla, iktisadi konjonktürün hangi döneminde olunduğu, bu rejimin devam etme olasılığı veya bu rejimden bir diğer rejime geçmenin olasılığı belirlenebilmektedir. Bu olasılıklar rejim geçiş olasılığı olarak adlandırılmıştır ve aşağıdaki matris ile gösterilmektedirler:

$$p_{ij} = \begin{pmatrix} p_{11} & p_{12} \\ p_{21} & p_{22} \end{pmatrix} \quad (3.17)$$

Rejim geçiş matrisindeki her bir değer,

$$P\left(\frac{S_{t=j}}{S_{t-1=\mathrm{i}}}\right) = p_{\mathrm{i}J} \quad , \quad \mathrm{j}=1,2 \quad (3.18)$$

şeklindeki koşullu olasılık fonksiyonu şeklinde gösterilebilmektedir. Bu fonksiyondaki "i" indisi, içerisinde bulunulan rejimi, "j" indisi ise içerisine girilecek olan rejimi göstermektedir. Örneğin P_{12} koşullu olasılık değeri, sürecin birinci rejimden ikinci rejime geçme olasılığını göstermektedir. Sabit rejim geçiş olasılıkları vasıtasıyla, serinin içerisinde bulunduğu rejimin devam etme süresi de belirlenebilmektedir. Buna göre serinin birinci rejimde devam etme süresi,

$$\frac{1}{1-p_{11}} \quad (3.19)$$

İkinci rejimde devam etme süresi ise,

$$\frac{1}{1-p_{22}} \quad (3.20)$$

denklemi ile elde edilebilmektedir.

4. AMPİRİK BULGULAR VE SONUÇ

4.1. Diebold ve Yılmaz Yayılma Endeksi Bulguları

Yayılma endeksi metodolojisiyle elde edilen bulgular, yayılma tablosu olarak adlandırılan Tablo 1'de sunulmaktadır. Matris formunda incelenebilecek olan yayılma tablosunun satırları dışarıdan gelen şokları (tahmin-hata varyansı), sütunları ise dışarıya

giden iktisadi şokları ölçmektedir. Buna göre "i" ülkesine "j" ülkesinden gelen iktisadi şok, yayılım tablosunda "i" ülkesinin yer aldığı satır ile "j" ülkesinin yer aldığı sütunun kesiştiği noktada gözlemlenebilmektedir. Yayılma tablosunun en sağ sütununda yer alan değerler, satırlardaki ülkelere diğer ülkelerden gelen dış şokların toplam yüzdesini göstermektedir ve Yayılma endeksi değerleridir. Yayılma endeksi değerleri, "i" ülkesinin yer aldığı satırdaki değerler ile oluşturulan bir oran ile hesaplanmaktadır. Bu oranın payı, yayılım tablosu matrisinin köşegen değeri hariç tutularak "i" ülkesinin yer aldığı satırdaki değerlerin toplanması ile elde edilmektedir. Oranın paydası ise, "i" ülkesinin yer aldığı satırdaki değerlerin tamamının toplamı ile bulunmaktadır. Bu değerler tabloda "diğerlerinden" olarak adlandırılmıştır.

Yayılım tablosunun sol alt köşesinde yer alan "diğerlerine" satırı ise, "i" ülkesinden diğer ülkelere yayılan iktisadi dalgalanmaların tahmin-hata varyansı cinsinden ölçüsüdür. Diğerlerine değeri, "i" ülkesinin kendi iç şokları hariç tutularak hesaplanmaktadır. Analizde yer alan ülkelerin kendi iç şokları ile yabancı piyasalara yayılan şokların toplamı ise "diğerlerine*" satırında gösterilmektedir.

Yayılma tablosundan elde edilen bulgular, uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımının en önemli kaynaklarının ABD, İngiltere, Almanya, Japonya, Güney Kore ve İspanya gibi sanayileşmiş ekonomiler olduğu göstermektedir. Bu bulgular lokomotif hipotezini desteklemektedir. Yayılım endeksi bulgularına göre, Türkiye ekonomisini etkileyen iktisadi şokların (tahmin-hata varyansının) %48'i iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımından kaynaklanmaktadır. Geriye kalan %52'lik kısım ise

Türkiye'nin kendi iç şoklarını temsil etmektedir. Yayılım tablosunda Türkiye'nin yer aldığı satır incelendiğinde, Türkiye'de meydana gelen iktisadi dalgalanmaların %12,5'inin Güney Kore'den, %8,4'ünün ABD'nden, %6,4'ünün Japonya'dan, %4,5'inin sınır komşumuz Yunanistan'dan ve %3,2'sinin ise İspanya ekonomisinden gelen dış şoklardan kaynaklandığı görülmektedir. Bu sonuçlar, lokomotif hipotezinde iddia edildiği üzere, sanayileşmiş ülkelerde meydana gelen iktisadi şokların gelişen bir piyasa ekonomisi olan Türkiye üzerinde önemli etki yarattığını göstermektedir. Bu bağlamda, bu ülkelerin iktisadi koşullarının, Türkiye ekonomisi için bir öncü gösterge niteliğinde olabileceği iddia edilebilir.

Yayılım tablosundan çıkarılabilecek bir başka önemli bulgu ise, ülkeler arası çeşitli yayılım endeksi değerlerini tek bir değere indirgeyerek özetleyen ve yayılım tablosunun sağ alt köşesinde yer alan "Toplam Yayılma Endeksi" değeridir. Toplam yayılma endeksi, dış şokları temsil eden "diğerlerine" sütunu toplamının, ülkelerin kendi iç şokları ile yabancı piyasalara yayılan şokların toplamını gösteren "diğerlerine*" satırı toplamına bölünmesi ile elde edilmektedir. Toplam yayılma endeksi, dış şokların toplam iktisadi şoklar içerisindeki payını vermektedir. Bu çalışma neticesinde elde edilen toplam yayılma endeksine göre, 1985 Ocak-2018 Kasım dönemi süresince meydana gelen tahmin-hata varyanslarının %55,8'i uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımından kaynaklanmaktadır.

Tablo 1: Yayılım Tablosu

	USA	UK	CAN	GER	FRA	DEN	ITA	JPN	KOR	TUR	GR	AUS	BEL	BRA	ESP	HUN	IRL	ISR	LUX	MEX	HOL	NOR	POR	SWE	Diğerlerinden
USA	61,7	0,4	0,1	2,7	0,4	0,7	0,3	1,2	12	5,8	1,9	0,5	0,1	0,1	4	1,9	1,8	2,1	0,4	0,5	0,7	0,5	0	0,1	38
UK	22,3	41,3	0,5	4,6	1	0,8	6,5	1,1	2,3	0,8	3	1	0,5	0,5	7,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,5	1,6	0,5	2,8	0,5	59
CAN	29,4	4,2	35,9	1,7	0,1	0,1	0,2	0,4	15,2	0,7	1,5	0,3	0,2	0,6	1,4	1	0,5	2	0,2	0,5	1,8	1,5	0,2	0,4	64
GER	10,6	4,3	0,5	28,5	2,9	0,7	0,5	5,7	17,6	4,9	1,6	0,3	0,2	0,2	7,3	0,4	2,4	0,5	0,8	0,2	1,1	6,9	0,2	2	72
FRA	15,7	8,2	0,4	10,3	25	1,1	1,3	3,1	7,8	0,7	1	0,3	0,3	0,3	7,5	0	1,9	2,1	1,2	0	4,3	6,5	0,6	0,3	75
DEN	9,3	3	3,1	0,7	0,8	60	1,9	0,6	5,2	0,3	1,4	0,3	0,4	0,2	6,2	0,1	0,4	1	0,9	1	1,2	0,9	0,9	0,4	40
ITA	15,1	13,1	0,1	3,1	1,6	0,1	21,7	3,7	10	1	2	0,1	0,9	0,5	19,2	0,4	0,4	0,4	0,2	0,5	2,3	2,6	0,5	0,3	78
JPN	8,3	2,6	0,6	0,8	0,3	0,2	0,4	44,4	13,7	1,9	2,4	0,3	0,6	0,4	7,5	0,1	3,6	2,6	0	3,1	2,3	3,1	0,1	0,7	56
KOR	8,5	0,9	0,3	0,6	0,6	1,3	0,2	2,1	59,4	0	1,9	10,4	0,2	1,3	7,4	0	0,5	1	0,2	0,5	0,6	1,4	0,3	0,4	41
TUR	8,4	0,9	0,8	0,4	0,7	0,9	0,8	6,4	12,5	52,3	4,5	1	1,9	0,4	3,2	0,7	0,3	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,2	0,3	48
GR	2,9	2,9	3,1	1,8	1,6	1,6	0,6	0,3	0	2,1	59,1	4,8	1	1,2	10,8	0,1	0,7	1,5	0,2	0,7	1,2	0,5	0,1	1,3	41
AUS	8,6	0,6	0,4	4,3	0,9	0,1	0,4	1,3	21,2	4,2	0,9	33	2,2	0,2	13	1,5	0,9	1	0,1	0,7	0,2	3,2	0,3	0,9	67
BEL	2,7	3,9	1,1	3,8	1,5	0,5	0,5	4,3	13	8,2	0,8	6,7	32,8	1	8	3,1	0,9	0,4	2,3	0,6	0,1	3,1	0,3	0,3	67
BRA	2	0,9	2,4	1,9	0,5	0,8	1,3	3,5	16,9	0,9	0,3	5,1	0,4	43,3	2	0,9	9,5	0,1	1,4	0,3	3,3	0,1	1,5	0,6	57
ESP	15,9	5,9	0,1	1,9	0,8	1,2	3,9	4,3	3,7	0,2	0,5	3,4	0,3	0,5	48,8	0,5	0,1	2,9	0	0,1	2,7	1,7	0,1	0,1	51
HUN	9,4	3,9	0	2,9	0,2	0,1	0,1	2,7	12,9	2,3	1	2,9	0,2	0,2	13,1	40	0,1	1,1	0,1	0,3	0,8	3,8	0,3	1,5	60
IRL	2,2	0,2	0,7	0,3	0,6	0,9	1,5	0,6	0,7	0,9	0,7	0,8	0,4	4,4	2,6	12,6	63,1	1	0,5	0,1	1,3	1,5	1,2	1,3	37
ISR	4,7	3,3	5,9	0,7	2,3	0,8	1,5	1,1	8,8	4,8	0,5	2,4	0,5	0,9	2,1	1,9	0,2	46,9	1,5	0,4	2	1,6	4,2	0,9	53
LUX	6,3	0,4	0,1	3,2	0,4	0,7	0,3	1,6	13,6	0,3	0,5	2,2	1	1,5	16,9	0,9	0,8	6,7	39,5	0	1,2	0,9	0,3	0,5	60
MEX	21,9	0,7	0,6	0,9	0,2	0,2	0,3	0,8	11,5	3,3	0,9	0,8	1,4	0,4	2,5	0,4	0,2	2	0,3	47,6	0,1	0,2	2,9	0,1	52
HOL	4,3	3,3	0,3	0,2	2,7	0,7	1,4	0,9	19,5	1,9	0,9	4,3	0,5	3,3	5,6	1,8	1,7	0,3	0,8	0,1	42,4	1,8	1,1	0,2	58
NOR	2,2	1,5	0,6	12	2,5	5,6	2	0,7	0,2	0,1	0,2	0,4	1,7	1,3	0,4	2,9	3,2	1,2	0,9	0,6	1,3	56,4	0,9	1,3	44
POR	6,6	4	1	2,3	5,7	0,7	1,4	1	1,4	0,1	0,9	2,4	2,5	0,6	3,2	0,9	1,8	0,9	3,5	0,4	0,8	0,7	57	0,1	43
SWE	14,9	6,2	0,3	1,9	0,4	0,1	5,1	2,6	18,4	2,6	1,7	1,7	0,2	1	16,7	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,6	1	3,3	20	80
Diğerlerine	232	75	23	63	29	20	32	50	238	48	31	53	18	21	168	33	33	32	17	12	33	45	22	15	1340
Diğerlerine*	294	117	59	91	54	80	54	94	298	100	90	86	51	64	216	73	96	79	56	60	75	101	79	35	55,80%

4.2. Para Politikası Şoklarının Reel Asimetrik Etkisi

4.2.1. Durağanlık Analizi

Durağanlık, bir zaman serisinin ortalamasının ve varyansının zaman boyunca değişken olmaması olarak tanımlanmaktadır. Ancak iktisadi zaman serilerinin yapıları ve doğaları gereğince ortalamaları ve varyansları değişken olabilmektedir. Durağan olmayan serilerin kullanıldığı regresyon modelleri, yanıltıcı ve gerçekçi olmayan analiz bulgularının elde edilmesine yol açmaktadır ve bu durum sahte regresyon olarak ifade edilmektedir (Granger ve Newbold, 1974, s. 117). Bu sorundan kaçınmak amacıyla, serilerin durağanlığının test edilmesi ve durağan hale getirilmiş seriler ile modelleme yapılması gerekmektedir. Bu nedenle bu çalışma kapsamında kullanılan veriler için durağanlık sınaması ilk olarak geleneksel bir birim kök testi olan Dickey ve Fuller (1979, 1981) ADF[31] testi ile yapılmıştır. Bunun yanı sıra, zaman serilerinde meydana gelen yapısal kırılmalar, yapısal kırılma tarihinden itibaren zaman boyunca değişmeme özelliğine sahip olan yeni bir ortalama ve varyans oluşturabilmektedir. Gerçekte durağan olabilen bu serilerde uygulanan geleneksel birim kök testleri, birim kökün var olduğunu ifade eden boş hipotezi reddemeyebilmektedir. Bu olgu sahte birim kök olarak adlandırılmaktadır ve bu sorunu ortadan kaldırmak için yapısal kırılmalara izin veren birim kök testleriyle de sınama yapılması gerekmektedir (Barışık ve Çevik, 2008, s. 73; Korkmaz, Zaman, ve Çevik, 2008, s. 24; Liu ve Chen, 2018, s. 317). Bu amaçla bu çalışmada yapısal kırılmaları hesaba katan Zivot ve Andrews (1992) "ZA" birim kök testi de uygulanmıştır.

[31] Genişletilmiş Dickey-Fuller testi

Tablo 2: Birim Kök Sınaması

Değişken	ADF		ZA	
	Düzey	1. Fark	Düzey	1. Fark
Gsyih	-7.44***		-10.64***	
Faiz	-1.74	-8.88***	-2.16	-8.28***
Kur	-2.17	-5.56***	-3.43	-7.71***

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

ADF ve ZA birim kök testleri GSYİH serisinin düzeyde durağan olduğuna dair bulgular vermektedir. Faiz serisi için yapılan ADF ve ZA birim kök sınamaları, serinin düzeyde durağan olmadığını, ancak serinin birinci farkının %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Öte yandan, Kur değişkeni için yapılan birim kök sınamalarının boş hipotezi olan "Seride birim kök yoktur" ifadesi her iki birim kök testi tarafından %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Kur serisi, birinci farkının alınmasıyla durağan hale gelmektedir.

4.2.2 Doğrusal Regresyon Modeli ve Doğrusallık Analizleri

Para politikası asimetrisi analizinin ilk aşamasında doğrusal regresyon yöntemi ile tahminleme yapılmıştır ve bulgular Tablo 3'te gösterilmiştir:

Tablo 3: Doğrusal Regresyon Modeli

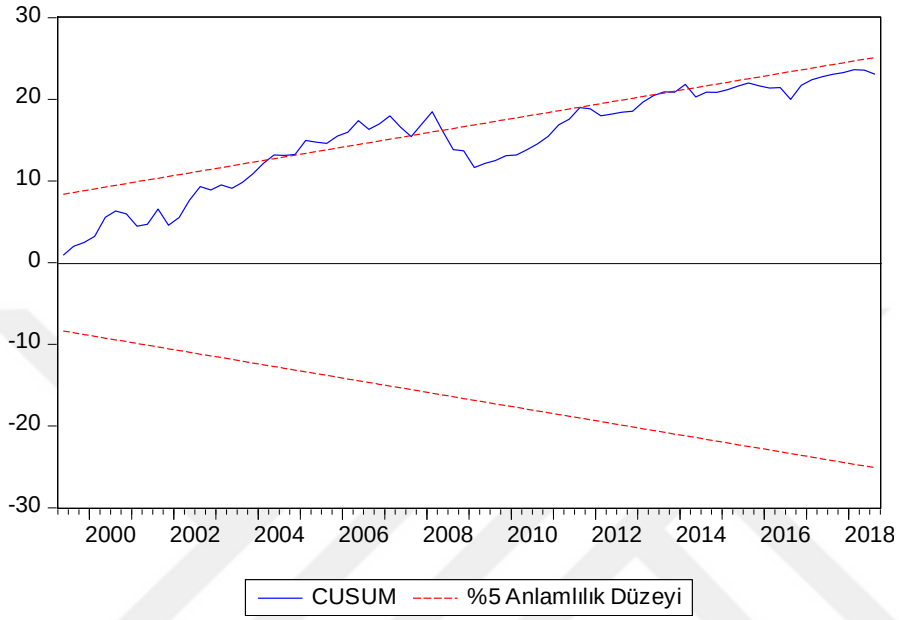
Bağımlı Değişken: Gsyih			
Değişken	Katsayı	Std.Hata	p-değeri
$Faiz_{t-1}$	-6.18	2.67	0.02**
Kur	-38.42	10.58	0.00***
Sabit Terim	0.60	0.39	0.13
$R^2 = 0.125$ $\bar{R}^2 = 0.100$	F-istatistiği=5.070		
AIC= 5.229 SIC = 5.322	F-istatistiği Olasılık Değeri=0.008		

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

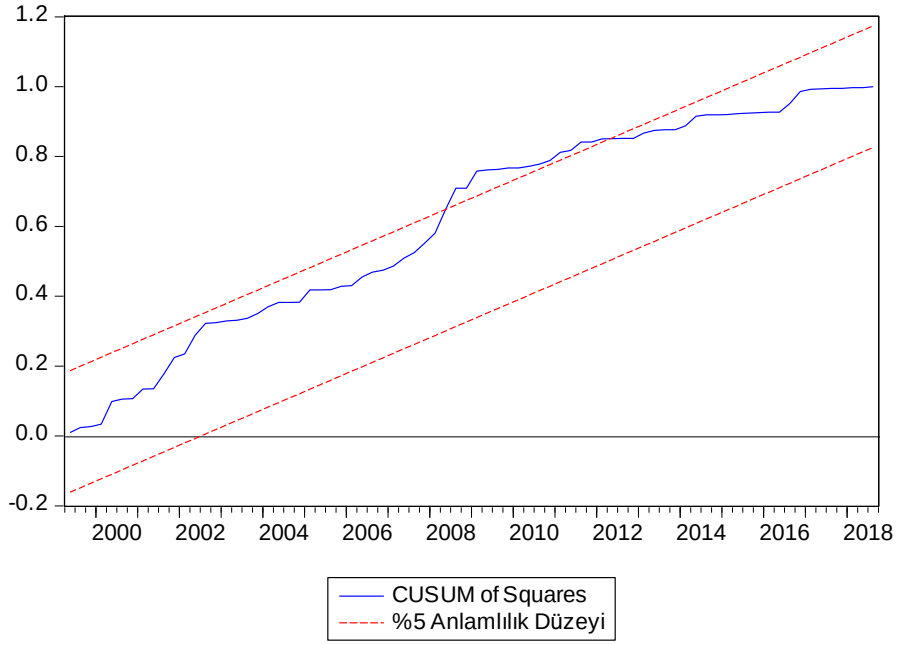
Doğrusal regresyon modeli sonuçlarına göre faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki mevcuttur ve bu sonuç iktisat teorisi ile uyumludur. Faiz değişkeninin regresyon katsayısı -6.18'dir ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Faiz oranındaki bir birimlik artış büyümeyi 6.18 birim azaltmaktadır. Öte yandan iktisadi teoriye göre döviz kurunda meydana gelen bir artış ithalatı azaltıp ihracatı arttıracağından toplam iktisadi faaliyeti de arttıracaktır. Ancak uygulanan regresyon tahmini sonucu elde edilen Kur-GSYİH ilişkisi teorik beklentiler ile uyum sağlamamaktadır. (Kandil, 2004)'e göre gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde döviz kurunda meydana gelen beklenen ve beklenmeyen artışlar, reel ekonomik büyümeyi dışa bağımlılık vasıtsıyla yavaşlatmaktadır. Bu bağlamda, döviz kuru ile büyüme arasındaki negatif yönlü ilişkinin muhtemel kaynağı, Türkiye'nin ara mallarındaki, nihai mallardaki ve finansman ihtiyacındaki dışa bağımlılığıdır. Artan kur, ithal mallar vasıtasıyla üretim maliyetlerini arttırmakta ve toplam talebi azaltmaktadır. Öte yandan kurdaki artış döviz borcu olan firmaların bilançolarında bozulmalara neden olabilmektedir. Sonuç olarak toplam iktisadi faaliyet azalmaktadır.

Yakın zamanlarda yapılmış olan pek çok çalışma, para politikalarının etkilerinin ülkelere ve uygulandığı döneme özgü sonuçlar doğurduğunu, doğrusal olmadığını, bir başka deyişle de asimetrik olduğunu göstermektedir (Ergeç, 2009b; Sola vd., 2007; Tenreyro ve Thwaites, 2016; Thoma, 1994). Serilerin doğrusal olmayan özelliklere sahip olmasına neden olan yapısal kırılmaların varlığı ve serilerin doğrusallığı, serilere uygun ekonometrik modellerin saptanabilmesi amacıyla CUSUM, CUSUMSQ ve Chow testleri ile araştırılmıştır.

CUSUM ve CUSUMSQ testleriyle, analizde kullanılan veri setindeki yapısal kırılmalar incelenmiştir. CUSUM testi serilerin ardışık artıkları ile elde edilmektedir. CUSUMSQ testi ise, serilerin ardışık artıklarının kareleri vasıtasıyla yapılmaktadır. Her iki testte de serilerin %5 güven aralığındaki artıklarının çizgi grafiği ile güven sınırı belirlenmektedir. CUSUM testinde seriye ait artıkların, CUSUMSQ testinde ise, seriye ait artıkların karelerinin %5 güven aralığı içerisindeki sınırda kalması serinin istikrarlı olduğunu ve seride yapısal kırılma olmadığını göstermektedir. CUSUM ve CUSUMSQ testlerine ait bulgular Şekil 17 ve Şekil 18'de gösterilmektedir:



Şekil 17: CUSUM Testi



Şekil 18: CUSUMSQ Testi

Şekil 13 ve Şekil 14'te görülen kesikli çizgiler %5 güven aralığındaki artıkların güven sınırını göstermektedir. Şekillerde yer alan kesiksiz çizgiler ise, CUSUM testi için ardışık artıkları, CUSUMSQ testi için ardışık artıkların karelerini temsil etmektedir. CUSUM ve CUSUMSQ testlerine ait çıktılar incelendiğinde, her iki test de serilere ait artıkların 2008 yılı civarında istikrarsızlaşarak güven sınırı dışına çıktıkları görülmektedir. Bu bulgular ışığında seride yapısal kırılma olduğu iddia edilebilmektedir.

Ekonometrik model için uygun yöntemin seçilebilmesi amacıyla, serideki yapısal kırılmalar Chow testi yardımıyla da araştırılmıştır. Bir yapısal kırılma testi olan Chow testinin arkasındaki mantık, yapısal kırılma öncesi ve sonrası dönemler için ayrı ayrı tahminleme yapılarak, iki dönem arasındaki farklılıkların incelenmesi fikrine dayanmaktadır. Tahminlenen kırılma öncesi ve sonrası dönemler arasında farklılık olması, seride yapısal kırılmanın mevcut olduğu anlamına gelmektedir. Bu amaçla sisteme olası yapısal kırılma, bir başka deyişle ekonomik kriz tarihleri veri olarak girilmektedir. Analizde kullanılan veri setinin 1998:Ç2-2018:Ç3 dönemini kapsaması nedeniyle 2001 yılının birinci çeyreği ile 2008 yılının üçüncü çeyreğindeki yapısal kırılmalar Chow testi ile araştırılmış ve sonuçlar Tablo 4'te raporlanmıştır.

Tablo 4: Chow Yapısal Kırılma Testi Bulguları

Yapısal kırılma noktası	F istatistiği	p-değeri
2001Ç1	2.44	0.06
2008Ç3	8.31	0.00

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

H0: Belirtilen tarihte yapısal kırılma yok.

Chow testi bulguları "belirtilen tarihte yapısal kırılma yoktur" şeklindeki boş hipotezi 2001Ç1 tarihi için %10, 2008Ç3 tarihi için ise %1 anlamlılık düzeyinde reddetmiştir. Chow testine göre her iki tarihte de yapısal kırılma mevcuttur.

CUSUM, CUSUMSQ ve Chow testlerinden elde edilen bulgular, seride yapısal kırılmanın mevcut olduğunu göstermektedir. Yapısal kırılmaları içeren seriler için doğrusal olmayan tahmin yöntemleri daha etkin sonuç vermektedir. Bu nedenle model, doğrusal olmayan bir metodoloji olan markov rejim değişimi yöntemi ile tekrar tahminlenmiştir.

4.2.3 Markov Rejim Değişim Modeli Bulguları

Tablo 5'te yer alan bilgi kriterleri, markov rejimi değişim modelinin, doğrusal regresyon modelinden daha üstün performans sergilediğini göstermektedir.

Tablo 5: Ekonometrik Model Seçim Kriterleri

	Doğrusal Regresyon	Markov Rejim Değişimi Modeli
Akaike Bilgi Kriteri (AIC)	365.05	335.26
Schwarz Bilgi Kriteri (SIC)	372.24	363.54

Markov rejim değişimi modelinin doğrusal regresyon modelinden daha etkin sonuçlar vermesinin yanı sıra, doğrusal regresyon modeli para politikasının konjonktürel reel etkilerinin gözlemlenmesine olanak sağlamamaktadır. Öte yandan markov rejim değişimi yöntemi para politikalarının büyüme üzerindeki etkilerini, ekonominin büyüme ve daralma rejimleri için ayrı ayrı gösterme özelliğine sahiptir.

Para politikası asimetrisinin test edilmesi için tahminlenmiş olan ekonometrik model aşağıdaki gibidir:

$$gsyih_t = [\alpha_0(1-s_t)+\alpha_1 s_t] + [\gamma_0^{(1)}(1-s_t)+\gamma_1^{(1)}s_t]gsyih_{t-1} + .. + [\gamma_0^{(4)}(1-s_t) + \gamma_1^{(4)}s_t]gsyih_{t-4} + [\beta_0(1-s_t)+\beta_1 s_t]faiz_{t-1} + [\theta_0(1-s_t)+\theta_1 s_t]kur_t + [\sigma_0(1-s_t)+\sigma_1 s_t]\varepsilon_t$$

Çalışmada MS(2)-AR(4) modeli kullanılmıştır. Bu ifade modelde iki rejim (daralma ve genişleme) olduğunu ve Hamilton (1989) ile uyumlu olarak modelin dördüncü derece otoregresif olduğunu ifade etmektedir. Tahminlenmiş olan GSYİH büyüme denklemi, GSYİH büyümesinin dört dönem gecikmeli değerlerini içermektedir. Böylelikle geçmiş büyüme dönemlerinin cari büyüme üzerindeki etkisini ölçerek büyümenin sürdürülebilirliğinin kontrol edilmesi amaçlanmaktadır. Otoregresif süreç ile bir iktisadi değişkenin geçmişte aldığı değerlerin içerdiği bilgi yardımıyla, değişkenin gelecekteki değerleri hakkında çıkarım yapılabilmektedir.

GSYİH büyüme denklemi para politikası asimetrisinin varlığını incelemek amacıyla, para politikası şoku göstergesi olan Faiz değişkenini de içermektedir. Para politikası şokları bankalararası gecelik faiz oranları ile ölçülmüştür. Friedman (1961)'e göre para politikasının reel etkileri üç ila altı aylık bir dönem sonrasında ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle Faiz değişkeni ekonometrik modele bir dönem gecikmeli değeri ile eklenmiştir. Son olarak, konjonktür karşıtı iktisat politikası literatürü dış ticarete ve dışa bağımlılığa sıklıkla atıfta bulunduğu için Kur değişkeni modele kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Tahminlenmiş olan MS(2)-AR(4) modeline ait bulgular Tablo 6'da raporlanmıştır:

Tablo 6: MS(2)-AR(4) Modeli Tahmin Sonuçları

Gsyih	Parametre	Katsayı	Std.Hata	p-değeri
Kur	θ	-15.59	7.19	0.03**
$Gsyih_{t-1}$	$\gamma^{(1)}$	-0.03	0.08	0.66
$Gsyih_{t-2}$	$\gamma^{(2)}$	-0.14	0.08	0.07*
$Gsyih_{t-3}$	$\gamma^{(3)}$	0.03	0.07	0.67
$Gsyih_{t-4}$	$\gamma^{(4)}$	0.08	0.07	0.29
Daralma Rejimi				
$Faiz_{t-1}$	β_0	-0.95	2.61	0.71
Sabit Terim	α_0	-3.38	0.74	0.00***
Genişleme Rejimi				
$Faiz_{t-1}$	β_1	-5.04	1.62	0.02**
Sabit Terim	α_1	1.82	0.25	0.00***

*, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tahmin sonucu elde edilen sabit terim katsayıları, "0" indisiyle ayrıştırılmış olan rejimin daralma rejimi, "1" indisiyle ayrıştırılmış olan rejimin ise genişleme rejimi olduğunu göstermektedir. Modelde yer alan sabit terim katsayıları, bağımlı değişkenin GSYİH büyümesi olması nedeniyle, büyüme ve daralma dönemlerindeki ortalama ekonomik büyüme değerleri hakkında bilgi vermektedir. Buna göre Türkiye ekonomisi büyüme rejiminde iken ortalama %1.82 büyümüş, daralma rejiminde ise ortalama %3.38 oranında küçülmüştür. Her iki parametre de en yüksek anlamlılık düzeyi olan %1 seviyesinde anlamlıdır. Ayrıca, her iki rejim için hesaplanmış olan standart hata değerleri ayrı ayrı incelendiğinde, Türkiye ekonomisinin genişleme dönemlerindeki ortalamadan sapmalarının daha az olduğu, dolayısıyla bu dönemlerin daha istikrarlı oldukları görülmektedir.

Dış finansman ihtiyacı, ara malları ve nihai mallardaki dışa bağımlılık gibi faktörler Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin, konjonktür karşıtı politika geliştirmelerini güçleştirmektedir. Bu ters etki ise, döviz kuru vasıtasıyla ortaya

çıkmaktadır. Bu nedenle döviz kuru MS(2)-AR(4) modeline bu ters etkinin sınanması ve ihmal edilmiş değişken sorunundan kaçınmak amacıyla kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Analiz bulgularına göre Kur değişkeni istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. İktisadi teoriye göre döviz kuru ile toplam iktisadi faaliyet arasında pozitif yönlü ilişki mevcuttur. Bu ilişkiye göre döviz kurunda meydana gelecek artış, ihraç mallarının nispi fiyatlarını düşürerek ihracatı ve toplam talebi arttırmakta, ithal mallarının nispi fiyatını ise arttırarak ithalatı ve dolayısıyla sızıntıları azaltmaktadır. Ancak ekonometrik analiz sonucu elde edilen bulgular, döviz kuru ile ekonomik büyüme arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Buna göre, kurda meydana gelecek olan 1 birimlik artış GSYİH büyümesini 15 birim azaltmaktadır. Bu ilişkinin sebebinin daha önce de bahsedildiği, üzere dış ülkelere finansmanda, üretimde ve tüketimde olan ekonomik bağımlılıktan kaynaklandığı iddia edilebilmektedir. Kurda meydana gelen artışlar üretimin, tüketimin ve yabancı sermayenin maliyetini arttırarak büyümeyi yavaşlatmaktadır.

Tahminlenmiş olan MS(2)-AR(4) modeli bulguları, para politikası ölçüsü olan Faiz değişkeninde meydana gelecek olan %1 düzeyindeki artışın, GSYİH büyümesini ekonominin daralma rejiminde %0.95, ekonominin genişleme rejiminde ise %5.04 oranında azaltacağı görülmektedir. Elde edilmiş olan bulgular iktisadi teoriler ile uyumludur. İktisat teorisine göre faiz oranındaki artış, parasal aktarım mekanizması vasıtasıyla büyümeyi yavaşlatmaktadır. Faiz değişkeninin iktisadi rejimlere göre elde edilmiş olan tahmin katsayıları incelendiğinde, ekonominin genişleme döneminde uygulanan para politikası şoklarının,

ekonominin daralma döneminde uygulanan para politikası şoklarına nazaran daha güçlü olduğu görülmektedir. Faiz değişkeni, ekonominin genişleme rejiminde %5 seviyesinde anlamlıyken, daralma rejiminde istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Elde edilen sonuçlar literatürdeki çeşitli çalışmalar ile tutarlıdır. Morgan (1993), negatif parasal şokların toplam çıktıyı azalttığını, pozitif parasal şokların ise reel etkisi olmadığını iddia etmektedir. Benzer şekilde Shen vd. (2016), merkez bankalarının enflasyonu kontrol yeteneğinin, büyümeyi etkileyebilme yeteneğinden daha yüksek olduğunu öne sürmektedir. Ülke ve Berument (2015) Türkiye Ekonomisi üzerinde yaptıkları çalışmada, sıkı para politikasının gevşek para politikasından daha etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Literatürde, genişleme dönemlerinde uygulanan para politikalarının, daralma dönemlerinde uygulanan para politikalarından daha etkili sonuçlar verdiğini gösteren pek çok çalışma mevcuttur[32].

Markov rejim değişimi modelinde gözlemlenemeyen durum değişkeni s_t, zamanda kesikli değerler alabilen bir markov zinciri ile modellenebilmektedir. Bu modelleme durum değişkeninin rassal davranışlarının anlaşılmasına yardımcı olmaktadır ve rejim geçiş olasılıkları matrisi olarak adlandırılmaktadır. Rejim geçiş olasılıkları matrisi Tablo 7'de raporlanmıştır.

Tablo 7: Rejim Geçiş Olasılıkları Matrisi

$$P = \begin{bmatrix} P_{00} & P_{01} \\ P_{10} & p_{11} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0.49 & 0.51 \\ 0.05 & 0.95 \end{bmatrix}$$

Rejim geçiş olasılıkları matrisine göre, Türkiye ekonomisi cari dönemde daralma rejimindeyken, izleyen dönemde ekonominin daralma rejiminde devam etme olasılığı P_{00}=0,49'dur. Daralmayı

[32] Bkz. Tenreyro ve Thwaites (2016), Rhee ve Rich (1995), Kato vd. (1999) ve Zakir ve Malik (2013)

izleyen dönemde ekonominin genişleme rejimine geçiş olasılığı ise P_{01}=0.51 değerini almaktadır. Ekonominin genişleme döneminden daralma dönemine geçiş olasılığı P_{10}=0,05 iken cari dönemde genişleme rejiminde olan Türkiye ekonomisinin takip eden dönemde genişleme rejiminde devam etme olasılığı P_{11}=0,95 olarak bulunmuştur. P_{11} değeri Türkiye Ekonomisi'nin hızlı büyüyen dinamik yapısıyla uyumludur. Mevcut rejimin devam etme olasılıklarını gösteren P_{00} ve özellikle de P_{11} yüksek değerler almışlardır. Elde edilen test bulguları Türkiye ekonomisinde özellikle de genişleme dönemlerinde konjonktürel kalıcılık, bir başka deyişle devamlılık olduğunu göstermektedir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Dünya finansal liberalizmin ve küreselleşmenin hızla yayıldığı 20. Yüzyılın son çeyreğinde, pek çok ekonomik ve finansal kriz yaşamıştır. Yaşanan krizlerin büyüklüğü ve sıklığı giderek kötüleşen sosyoekonomik sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Sanayileşmiş ve gelişen piyasa ekonomilerinde yaşanan ekonomik krizlerin sıklaşması, krizlerin meydana gelme sebeplerinde olduğu gibi yayılması üzerine de çok sayıda çalışma yapılmasına neden olmuştur. Çünkü son dönemlerde artan küreselleşmenin, ülkelerin birbirlerine olan karşılıklı bağımlılığını arttırdığına ve her bir ülkenin kendisine has olan iktisadi dalgalarının birbirlerine yakınsamasına neden olduğuna dair fikirler ortaya atılmıştır.

İktisadi dalgalanmaların yayılma etkisi, Türkiye gibi yükselen piyasa ekonomilerinin gidişatı hakkında önemli bilgiler vermektedir. İktisat yazınında iktisadi dalgalanmalardaki karşılıklı bağımlılığı ifade etmek için sıklıkla kullanılan "ABD hapşırırsa dünya nezle olur" deyişi, uluslararası iktisadi dalgalanmaların

birlikte hareket ettiğini vurgulamaktadır. Ayrıca, ülkelerin kendi iç sorunlarını çözmeye yoğunlaşarak yabancı ekonomilerden gelebilecek şoklara karşı önlem almakta geciktiği zaman dış dünyadan gelen bir dalganın etkisinin daha yıkıcı olabileceğine dair bir uyarıyı da içermektedir.

Meydana gelen ekonomik krizlere karşı alınan ilk önlemler, genellikle iktisat politikasının daha hızlı netice verme özelliğine sahip kolu olan para politikası uygulamalarıdır. Ancak fiyat istikrarı, finansal istikrar ve üretim üçgeninde ortaya çıkabilen politika açmazları, para politikalarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Dış ülkeler kaynaklı iktisadi dalgalanmaların ve ekonomik şokların iç ekonomiye yayılımı ve daha pek çok etken sonucu para politikalarının arzu edilen sonuçları verememesi, para politikasına ve parasal otoritelere yöneltilen eleştirilerin artmasına yol açmıştır.

Para politikası literatürü incelendiğinde, para politikası ile ekonomik büyüme etkileşimi sıklıkla incelenmiş ancak analizde genellikle doğrusal yaklaşımlar tercih edilmiştir. Bu yaklaşımlar, para-üretim ilişkisini, ekonominin içerisinde bulunduğu konjonktürel koşulları gözetmeksizin açıklamaktadır. Öte yandan para politikasının ekonominin genişleme ve daralma dönemlerindeki etkisinin aynı olup olmadığı, bir başka deyişle doğrusal olup olmadığı, uzun süredir makro iktisatçılar tarafından tartışılmaktadır. Bu hususun aydınlatılması, uygulanan para politikasının başarısı için büyük önem taşımaktadır. Çünkü sıkı para politikasının etkinliği ile gevşek para politikasının etkinliğinin farklılığının önceden bilinmesi sayesinde, politika yapıcılar parasal aktarım mekanizmasının sıkı ve gevşek para politikalarının uygulanma sürecinde farklı işlediğinin bilincinde olabilecek ve duruma uygun politika

geliştirebileceklerdir. Örneğin bir ekonomik sistemde gevşek para politikasının ekonomik durgunluk üzerinde ancak sınırlı etki meydana getirebildiği önceden biliniyorsa, parasal otoriteler durgunluk zamanlarında gerekli olan genişletici etkinin yaratılabilmesi için farklı önlemler alabilecektir. Bu nedenle bu çalışmanın öncelikli amacı, uygulanan para politikasının ekonominin genişleme ve daralma fazlarına girip çıktığı dönemlerde reel çıktı üzerinde asimetrik bir etkiye sahip olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaçla doğrusal olmayan bir tahmin yöntemi olan Markov rejim değişimi modeli kullanılarak "Uygulanan para politikalarının toplam çıktı üzerindeki etkileri farklı konjonktürel evrelerde gerek yönü gerek de gücü açısından farklı mıdır?" sorusuna cevap aramaktır.

Çalışmanın ikinci öncelikli amacı ise, Türkiye Ekonomisi 'ne gelen dış şokları ölçmektir. Bu amaçla Diebold ve Yılmaz (2009) tarafından geliştirilen Yayılma Endeksi metodolojisi kullanılmıştır. Bu bağlamda, iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımının anlaşılması, geçmişte yaşananlardan ders çıkarılması, ülkenin iktisadi durumunun gelecek dönemlerde ne şekilde olabileceğinin tahmin edilmesi ve koşullara uygun iktisadi politikaların geliştirilebilmesi açısından faydalı olabilecektir. Sonuç olarak, bu çalışma ile ülkenin içine girmesi muhtemel konjonktürel koşullar yayılma endeksi vasıtasıyla tahmin edilerek gelecekte meydana gelecek iktisadi koşulların ön görülmesi ile müreffeh bir toplum oluşturma amacını güden iktisat politikasının daha hızlı netice verme özelliğine sahip kolu olan para politikasının daha etkin geliştirilebilmesi amaçlanmaktadır. Markov Rejim Değişimi yaklaşımı kullanılarak elde edilen bulgular, çalışmanın birinci bölümünden elde edilecek olan sonuçlarla birleştirilmiş ve söz

konusu ülkelerden Türkiye'ye yayılabilecek iktisadi dalgalanmalar göz önünde bulundurularak Türkiye'nin içine girebileceği olası makroekonomik koşullar dikkate alınarak politika önerisinde bulunulmuştur.

Yayılma tablosundan elde edilen bulgular, uluslararası iktisadi dalgalanmaların yayılımının en önemli kaynaklarının ABD, İngiltere, Almanya, Japonya, Güney Kore ve İspanya gibi sanayileşmiş ekonomiler olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, sanayileşmiş ülkelerin dünya ekonomisine yön verdiğini ima eden lokomotif hipotezini desteklemektedir. Yayılım endeksi bulgularına göre, Türkiye ekonomisini etkileyen iktisadi şokların %48'i iktisadi dalgalanmaların uluslararası yayılımından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, bu ülkelerin iktisadi koşullarının, Türkiye ekonomisi için bir öncü gösterge niteliğinde olabileceği iddia edilebilir.

Markov rejim değişim modeli ile iktisadi rejimlere göre elde edilmiş olan faiz değişkeni tahmin katsayıları incelendiğinde, ekonominin genişleme döneminde uygulanan para politikası şoklarının, ekonominin daralma döneminde uygulanan para politikası şoklarına nazaran daha güçlü olduğu görülmektedir. Faiz değişkeni, ekonominin genişleme rejiminde %5 seviyesinde anlamlıyken, daralma rejiminde istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bu bulgular, parasal şokların ekonomilerin daralma dönemlerinde daha güçlü etkiler yaratacağını ifade eden arz yönlü para politikası asimetrisi teorileri ile çelişmektedir. Öte yandan, söz konusu bulgular Keynes'e atıfta bulunan ve ekonomi zayıf olduğunda, para politikasıyla yapılabilecek pek bir şeyin olmaması şeklinde ifade edilen ipi çekme teorisi ile büyük benzerlik göstermektedir. Ancak para politikası asimetrisi literatürü

incelendiğinde, sanayileşmiş ülkelerde uygulanan parasal şokların, ekonomilerin daralma dönemlerinde daha etkin sonuç verdiği görülmektedir. Bu bulgular para politikası ile ekonominin zayıf olduğu dönemlerde bile güçlü sonuçlar elde edilebileceğini göstermektedir.

Öte yandan ipi çekme teorisi, likidite tuzağı kavramı üzerine kurulmuştur. Bir başka deyişle faiz oranları mümkün olan en düşük düzeydedir. Bu nedenle ekonominin zayıf olduğu dönemlerde genişletici para politikalarıyla faizi daha da düşürmek mümkün değildir. Ancak Türkiye Ekonomisinde faiz oranları kriz dönemlerinde düşmemekte, aksine yükselmektedir (bkz. Şekil 16). Bu sebeple, Türkiye Ekonomisi için para politikası asimetrisini ipi çekme teorisi ile de açıklamak çok mümkün değildir.

Genel olarak döviz kuru ile toplam iktisadi faaliyet arasında pozitif yönlü ilişki mevcuttur. Bu ilişkiye göre döviz kurunda meydana gelecek artış, ihraç mallarının nispi fiyatlarını düşürerek ihracatı ve toplam talebi arttırmakta, ithal mallarının nispi fiyatını ise arttırarak ithalatı ve dolayısıyla sızıntıları azaltmaktadır. Ancak ekonometrik analiz sonucu elde edilen bulgular, döviz kuru ile ekonomik büyüme arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Bu bulgu, Türkiye ekonomisi için elde edilmiş olan para politikası asimetrisi bulguları ile birleştirildiğinde ortaya çok önemli sonuçlar çıkmaktadır. Parasal otoriteler kısa vadeli nominal faiz oranlarını, merkez bankası tepki fonksiyonları ile ayarlamaktadırlar ve bu fonksiyonun temelinde Taylor kuralı vardır. Taylor kuralı ise özünde, rüzgara karşı durmak olarak nitelendirilebilecek konjonktür karşıtı para politikasını ifade etmektedir. Buna göre faiz oranları; çıktı açığı ve enflasyondaki değişimler doğrultusunda

belirlenmektedir. Gelişmiş ülkeler genel olarak konjonktür karşıtı para politikası uygulamakta, ekonomi yavaşladığında gevşek, ekonomi hızlandığında ise sıkı para politikası uygulamaktadırlar (bkz. Şekil 13 ve Şekil 14). Böylelikle iktisadi dalgalanmaların çöküşe ya da patlamaya gitmeden yumuşatılması sağlanmaktadır. Aksine, gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan para politikaları genellikle konjonktür yanlısı niteliktedir. Bir başka deyişle, gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan makro iktisadi tedbirler çoğunlukla iktisadi dalgaları güçlendirmekte, güneşli günleri kavurucu sıcağa, yağmurlu günleri ise şiddetli sağanak yağışlara dönüştürmektedir (bkz. Şekil 15 ve Şekil 16).

Parasal otoriteler, bu sürecin sonunda önemli bir strateji olan konjonktür karşıtı para politikasını uygulayamamakta ve ekonomik istikrarsızlık ile etkin bir şekilde mücadele edememektedirler. Konjonktür karşıtı para politikası, çıktı açığının minimize edilmesi sürecinde hayati rol oynamaktadır ve bunun bir takım faydaları vardır. Gerçekleşen ve potansiyel milli gelir arasında kalıcı bir farkın olmadığı ekonomilerde, enflasyonun oynaklığı azalmaktadır. Bu sayede hanehalkları ve firmalar kendilerini işsizlik ve enflasyon karşısında daha güvende hissedeceklerdir. Sonuç olarak toplumsal refah artmaktadır. Bununla birlikte konjonktürel para politikasının teknoloji, nüfus, hukuki altyapı, eğitim vb. gibi olgular tarafından belirlenen doğal işsizlik oranı üzerinde doğrudan etkisi olmasa da, ekonominin doğal işsizlik oranını inovasyonlar vasıtasıyla dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Bu faktörler göz önüne alındığında, konjonktür karşıtı para politikası bir ülkenin kalkınması için büyük önem taşımaktadır.

Ancak gelişen piyasa ekonomilerinde, konjonktür karşıtı para politikasının terkedilerek konjonktür yanlısı para politikasının uygulanması bir tercihten ziyade bir zorunluluk halindedir. Enflasyonist, üretimsel ve finansal koşullar parasal otoriteleri konjonktür yanlısı politikalar uygulamaya zorlamaktadır. Bu noktada, bu koşulların ortaya konularak bunların önüne geçilmesini sağlayacak politikaların geliştirilmesi, daha müreffeh bir toplum yaratmanın yolunu açabilecektir. Bu amaçla, literatür derinlemesine araştırılmış ve parasal otoritelerin konjonktür karşıtı para politikası uygulamasını engelleyen koşullar saptanmıştır ve bu doğrultuda politika önerileri sunulmuştur. Bu koşullar genel olarak üretimde, tüketimde ve finansmanda dış bağımlılıktan kaynaklanmaktadır ve etkisini döviz kuru üzerinden göstermektedir. Örneğin Türkiye gibi finansal kısıtları ve yabancı para cinsinden borçluluğu yüksek olan bir ekonomide, parasal otoriteler yerel paranın değerini korumak için daralma rejiminde olsalar bile faiz artırımı yoluna gidebilmektedirler. Söz konusu koşullar; dış borç, bilanço etkisi, ara mallarında/nihai mallarda dışa bağımlılık, uluslararası sermaye hareketliliği, mali disiplin ve güven faktörü şeklindedir.

Hızlı büyüyen genç bir ekonomi olan Türkiye Ekonomisinin finansman ihtiyacı da büyüme hızıyla paralel olarak yüksektir. Yetersiz finansal kalkınmışlık, düşük düzeyde finansal okuryazarlık ve yetersiz tasarruf düzeyi gibi nedenlerle finansman ihtiyacı iç piyasadan karşılanamamaktadır ve yatırımlar dış borç ile finanse edilmektedir. Bu durum uluslararası kredi piyasasına kısıtlı erişim, kırılgan bir finansal sistem ve yetersiz finansal derinlik gibi unsurlarla birleştiğinde parasal otoriteleri konjonktür yanlısı politika uygulamaya zorlamaktadır. Böylelikle, ekonominin ihtiyacı olan

finansman ihtiyacının karşılanabilmesi amacıyla kötü ekonomik koşullarda dahi faiz artırımı yoluna gidilebilmektedir. Bununla birlikte dış borcun başarılı bir şekilde yönetilememesi, iktisadi sorunların derinleşmesine yol açabilmektedir. Ekonomik krizler ile döviz kuru arasındaki etkileşim incelendiğinde, Türkiye gibi yabancı para cinsinden borçların yüksek düzeyde olduğu ekonomilerde gerçekleşen ani kur artışlarının yıkıcı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, parasal otoriteler bu yıkımdan kaçınmak amacıyla ekonomik durgunluk dönemlerinde sıkı para politikası uygulayarak kuru dizginlemeye çabalamaktadırlar.

Bu sürecin altında yatan sebep "Temel Günah" olarak isimlendirilmektedir ve ülkelerin uluslararası piyasalardan yerel paraları ile borçlanamaması ve/veya iç piyasadan sabit faiz ile uzun vadeli finansman kullanamaması olarak tanımlanmaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere temel günah, yetersiz finansal gelişmişlik ve/veya yetersiz iç tasarruflardan kaynaklanmaktadır. Döviz cinsinden borçlanmaya dair en ciddi sorun, para birimi uyumsuzluğu olarak adlandırılan olgudur ve varlıklarla yükümlülükler arasındaki uyumsuzluğu ifade etmektedir. Buna göre, yabancı para cinsinden yükümlülükleri yabancı para cinsinden varlıkları ile uyumlu olmayan ekonomiler, döviz kurunun artması durumunda yabancı para cinsinden borçlarını ödemekte zorluk yaşamaktadırlar. Bu durum ise, genellikle ekonomik darboğaz anlarında yaşanmaktadır ve merkez bankalarının ulusal parayı korumak amacıyla faiz artırımı yapması ile sonuçlanmaktadır. Uyumsuzluk ve temel günahtan kaynaklanan sorunların önüne geçilebilmesi amacıyla finansal kalkınmışlığın desteklenmesi ve iç piyasadan borçlanma imkanlarının arttırılması gerekmektedir. Sanayileşmiş ülkelerdeki

kalkınmış finansal sistemler, yüksek tasarruflar ile para birimi uyumsuzluğunu engelleyerek istikrarlı bir finansal sistemin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Bu noktada finansal kalkınmanın, döngüsel iktisat politikalarının geliştirilmesi için hayati öneme sahip olduğu iddia edilebilmektedir. Finansal sistemdeki iyileşmeler ve ülkenin finansal sisteminin yabancı sermaye piyasaları ile bütünleşik hale gelmesi, gelişen piyasa ekonomilerinin ulusal paraları ile borçlanmasına olanak sağlayarak, temel günah sorununu önleyebilecektir. Toplam borç içerisindeki yabancı para cinsinden borçların payının azaltılmasıyla, hızlı sermaye çıkış riski ve para birimi uyumsuzluğu riski düşürülerek konjonktür karşıtı politikaların izlenmesini kolaylaştırılabilecektir.

Ulusal paranın değer kaybetmesi, ülkeye dış ticaret avantajı kazandırarak artan ihracat vasıtasıyla ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir. Öte yandan ulusal paranın değer kaybı, firmaların kısa dönemli ve yabancı para cinsinden yükümlülükleri vasıtasıyla firma bilançolarında bozulmaya sebep olmakta, firmaların net değerlerini dolayısıyla da yatırımlarını ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Firmaların kısa dönemli ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin toplam yükümlülükleri içerisindeki payının çok büyük olduğu gelişen piyasa ekonomilerinde, kur artışının neden olduğu negatif bilanço etkisi, pozitif dış ticaret avantajı etkisinden büyük olmaktadır. Türkiye Ekonomisinde de TL'de meydana gelen değer kaybının yarattığı negatif bilanço etkisi, pozitif ticaret avantajı etkisini bastırmaktadır ve net etki negatif olmaktadır. Bu tez kapsamında oluşturulan ekonometrik modelden elde edilen, milli gelir ile döviz kuru arasındaki negatif ilişkinin altında yatan sebeplerden birisinin de bu olduğu düşünülmektedir.

Yabancı para cinsinden borçlanan firmaların kur riskinden korunmak için, hedging tekniklerinden ya da türev finansal ürünlerden faydalanmaları ve/veya gelirleri de döviz cinsinden olan ihracatçı bir firma olmaları firma için koruyucu niteliktedir. Aksi takdirde TL'deki değer kaybı sonucu ortaya çıkan negatif bilanço etkisi ile firmaların net değerleri azalacak, kredi kısıtları artacak ve sonuç olarak yatırımları düşecektir. Bu olumsuzluğun önüne geçmek isteyen parasal otoriteler ise, konjonktür yanlısı politikalar uygulayarak kur üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltabilmek için, daralma dönemlerinde para politikasını sıkılaştırmak zorunda kalmaktadırlar. Bu sürecin altında yatan temel sebep yukarıda da anlatıldığı üzere, gelişen piyasa ekonomilerinin yerel paraları ile uluslararası piyasalarda uzun vadeli borçlanamamalarıdır. Sonuç olarak reel sektör firmalarında borç dolarizasyonu gözlemlenmekte, borç dolarizasyonu ise ülkeleri finansal şoklara, kur şoklarına ve uluslararası sermaye hareketlerindeki ani duruş ve çıkışlara karşı kırılganlaştırmaktadır. Türkiye gibi ekonomilerde, dış borç stokunun ekonomik krizleri tetiklememesi için, varlık ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluğunun giderilmesi ve çeşitli finansal enstrümanlar yardımıyla dış borç stokunun ortaya çıkardığı risklerin azaltılması gerekmektedir. Bunun için öncelikle iç tasarruf oranlarının arttırılması, iç borçlanma imkanlarının geliştirilmesi ve son olarak da para uyumsuzluklarına karşı önlem olarak tercih edilen modern dış borç yönetim ve denetim tekniklerinin uygulanması gerekmektedir. Hedging metotları ya da türev ürünler kullanılarak, kur vb. nedenlerle ortaya çıkabilecek risklere karşı güvence sağlamak mümkündür.

Borç dolarizasyonu ve firmaların negatif bilanço etkisi sonucu bir uygulama zorunluluğu olarak ortaya çıkan konjonktür yanlısı para politikası, döviz kurunu kontrol altına alarak ortaya çıkabilecek olumsuzlukları asgari düzeye indirmeyi amaçlamaktadır. Buraya kadar anlatılanlar, finansmandaki dışa bağımlılık ile ilgilidir ve döviz talebini etkileyerek döviz kurunu, kur vasıtasıyla da dış borcun TL cinsinden değerini ve firmaların bilançolarını etkilemektedir. Döviz talebini ve döviz kurunu etkileyen dolayısıyla da konjonktür yanlısı politikaların uygulanmasını zorunlu kılan bir başka etmen ise, nihai mallardaki ve hatta ara mallarındaki dışa bağımlılıktır. Türkiye Ekonomisi gelişmiş sanayisi ve dinamik yapısına rağmen sermaye yoğun pek çok malın ithalatçısı durumundadır. Bununla birlikte çok zengin doğal kaynaklarına rağmen, yenilenebilir enerji kaynaklarından yeterince yararlanamamakta ve enerji ithalatı için ciddi bir bütçe ayırmak durumunda kalmaktadır. Yakın zamana kadar bir tarım ülkesi konumunda olan Türkiye, günümüzde kendisine yeterli olabilme özelliğini yavaş yavaş kaybetmekte, tarımsal ürünlerde bile ithalat yapmaktadır. Buna ilave olarak, iç piyasada üretilen mallarda kullanılan ara mallarında bile dışa bağımlılık ciddi düzeylere ulaşmıştır. Günümüz Türkiye'sinde 100$ değerindeki ihracat için yaklaşık 70$ değerinde ara malı ithalatı yapılması gerekmektedir. Bu durum da, döviz kuru dolayısıyla da yabancı para cinsinden borçların TL değeri ve firma bilançoları üzerinde baskı yaratarak parasal otoriteleri içinden çıkılması güç durumlara sokmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye Ekonomisinin üretimdeki ve tüketimdeki dışa bağımlılığını azaltacak önlemler, etkin döngüsel para politikalarının uygulanabilmesine de zemin hazırlayacaktır. Türkiye'nin ekonomik

ve beşeri koşulları göz önüne alınarak geliştirilecek bir tarım politikası bu önlemlerin başında gelmektedir. Türkiye gerek doğal kaynakları, gerekse de genç nüfusu ile tarımsal üretimi kalkınma için öncü olacak şekilde kullanabilme potansiyeline sahiptir. Bununla birlikte Türkiye'nin en ciddi sorunlarından birisi olan adil gelir dağılımı tarımın yardımıyla sağlanabilecek, bununla birlikte tarımda üretilen değer sanayi için kaynak oluşturabilecektir.

Parasal otoritelerin elini kolunu bağlayan bir başka unsur ise, uluslararası sermaye hareketliliğidir. Yabancı yatırımcılar ellerindeki sıcak parayı kar elde etmek amacıyla portföy yatırımı niteliğinde ülkeden ülkeye aktarmaktadırlar. Gelişen piyasa ekonomileri ise, kendi iç koşullarını cazip hale getirerek, yatırımlarını finanse edebilmek için bu fonları çekmeye çabalamaktadır. Parasal otoriteler, yüksek finansman ihtiyacının ve yabancı para cinsinden borçların varlığında, üretimi desteklemek ve finansal istikrarı sağlamak için kredibilitesini korumak isteyecektir. Bir ülkenin kredibilitesi ise, serbest dalgalanma korkusu ve devlet kredi derecelendirmesini de içeren çeşitli yollarla etkilenebilmektedir. Dalgalanma korkusu olgusuna göre, parasal otoriteler döviz kurunun serbestçe dalgalanmasından borç dolarizasyonu ve yetersiz sermaye gibi nedenlerle endişe etmektedirler. Genel olarak ulusal para, hızlı sermaye çıkışlarından ötürü değer kaybetmektedir ve bu durum parasal otoriteyi ulusal parayı savunmak için faiz artırımına zorlamaktadır. İktisadi kriz zamanlarında sermaye girişlerinin bir anda durması olarak tanımlanan ani duruş olgusu ise, dalgalanma korkusunu şiddetlendirmektedir. Sonuç olarak, ülke risk primleri dolayısıyla da dış borcun maliyeti artmaktadır. Bununla birlikte, devlet kredi

derecelendirmeleri de ülkelerin risk primlerini etkileyerek sermaye girişlerini veya çıkışlarını tetikleyebilmektedir. Tüm bu etkiler bir araya geldiğinde, konjonktür yanlısı politikalar kaçınılmaz olmaktadır. Türkiye Ekonomisini de kapsayan ampirik çalışmalar, risk priminin yüksek olduğu ekonomilerde konjonktür yanlısı iktisat politikalarının uygulandığını göstermektedir. Buraya kadar önerilen politikalar, borç dolarizasyonu ve temel (orijinal) günah problemi için çözümler sunmaktadır. Öte yandan devlet kredi derecelendirme puanlarının yükseltilmesi dolayısıyla da sermaye çıkışlarının ve ani duruşların önlenebilmesi için, ülkenin hukuki, siyasi ve ekonomik açıdan kurumsal altyapısının güçlendirilerek şeffaf ve istikrarlı bir sistem kurulması hayati önem taşımaktadır. Çünkü sermaye ancak kendisini güvende hissedebileceği piyasalara doğru hareket etmektedir. Literatürde yer alan çalışmalarda, güçlü kurumları olan ülkelerin konjonktür karşıtı politikalar ile ekonomik istikrara katkıda bulunabildiğini göstermektedir. Siyasi istikrar, sosyoekonomik koşullar, hukuki düzen, bürokratik kalite ve yolsuzlukla mücadele konjonktür karşıtı politikaların uygulanabilmesinde önemli rol oynamaktadır.

Ana akım iktisat, portföy yatırımlarının iktisadi büyüme için önemini vurgulamaktadır. Öte yandan portföy yatırımlarının, bilinçli bir şekilde kullandırılmadığı müddetçe, ekonomik istikrarı bozduğunu iddia eden pek çok çalışma ve örnek bulunmaktadır. Günümüz sanayileşmiş ülkelerinin iktisat tarihleri incelendiğinde, pek çoğunun sermaye hareketlerine çeşitli kısıtlar koyduğu, bu sayede gelişebildiği gözlemlenmektedir. 2008 Küresel Finansal Krizi sonrası FED, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası tarafından uygulanan parasal kolaylık politikası ile söz

konusu merkez bankaları bilançolarını büyütmüş ve piyasalara ciddi miktarda likidite enjekte etmiştir. Bu politika sonucu piyasalar bol likidite ve düşük faiz ile rahatlamış olsalar da, portföy yatırımlarının Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerinde iktisadi bozulmalara yol açtığı yönünde ciddi tartışmalar ortaya çıkmıştır. Bu bozulmaların nedeni olarak ise, eldeki bol fonun sürdürülebilir ekonomik büyümeyi destekler nitelik taşımaksızın kullandırılması gösterilmektedir. Örneğin Asya ülkeleri, düşük faiz oranları ile elde ettikleri bol likiditeyi genel olarak teknolojik gelişim, eğitim ve Ar-Ge çalışmaları için kullanmış ve iktisadi avantaj elde etmişlerdir. Öte yandan, son on yılda Türkiye Ekonomisinde gerçekleştirilen yatırımların ciddi bir kısmının inşaat sektöründe yapıldığı, reel sektör aktörlerinin bile yüksek kar iştahı ile üretimi terk ederek inşaata yöneldiği ve sonuç olarak konut sektöründe balon oluştuğuna dair eleştiriler yapılmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye Ekonomisi'ne gelen yabancı sermayenin değerlendirilmesi aşamasında iki kere düşünülmesi ve yapılacak yatırımın döviz gelirlerini arttırıcı nitelikte olması Türkiye'nin kalkınması açısından büyük önem taşımaktadır. Böylelikle, döviz kuru üzerindeki ilave baskılar engellenerek kur riski önlenmiş olacaktır.

Ancak bu koşulları saptayabilmek her zaman mümkün olmamaktadır. Bu nedenle borç dolarizasyonunu ölçecek ve gerektiğinde sermaye hareketlerinin kısıtlanma zamanının yaklaştığını haber verecek bir erken uyarı sistemi, ani duruşlar ve hızlı sermaye çıkışları gibi finansal riskler sonucu derinleşen krizlerin ortaya çıkmasını engelleyebilecektir. Bu amaçla uyarı göstergeleri (trip wires) ve hız kasisleri (speed bumps) yaklaşımı geliştirilmiştir ve gelişen piyasa ekonomilerindeki finansal

kırılganlıkların önlenebilmesi için önerilmektedir. Bu yaklaşıma göre, merkez bankası resmi rezervlerinin kısa dönemli dış borçlara oranı ile birlikte merkez bankası resmi rezervlerinin cari hesaplar açığına oranı birer uyarı göstergesi olarak ele alınmalı ve yakından takip edilmelidir. Uyarı göstergeleri, ekonominin zafiyetlerinin ciddi düzeye geldiğine dair sinyal verdiğinde, hız kasisleri olarak adlandırılan regülasyonlar, kademeli olarak uygulanmaya başlamalıdır. Bu çalışma kapsamında dile getirilen ekonomik istikrarsızlıkların tamamı, kur riski vasıtasıyla ortaya çıkmaktadır. Kur riski, döviz kurundaki dalgalanmayı sınırlayan ya da ulusal paranın konvertibilitesini çeşitli mekanizmalarla kısıtlayan hız kasisleri ile yönetilebilmektedir. Döviz kurunun dalgalanması, kısa vadeli bir sterilizasyon müdahalesi ile yönetilebilir. Tarihsel deneyimler, ulusal paranın konvertibilitesinin yönetilebileceği çeşitli yöntemler olduğunu göstermektedir. Bu yöntemler genel olarak, yabancıların ulusal para birimine ulaşımının kısıtlanarak ulusal paraya karşı spekülatif hareketleri engellemeyi amaçlamaktadır. Örneğin, ulusal para birimine erişmek isteyenlerin döviz lisansı için başvurmasını zorunlu kılarak, ulusal paranın konvertibilitesi yönetilebilir. Bu yöntem, yetkililerin kur değişiminin hızını etkilemesine ve işlemle ilişkili kur ve finansal risk derecesine göre işlemler arasında ayrım yapılmasını sağlar. Hükümet, uyarı göstergeleri kur riskinin yaklaştığını gösterdiğinde, bir hız kasisi olarak döviz lisansını askıya alabilir veya kolaylaştırabilir. Diğer bir hız tümseği, hükümetin, yerleşik olmayanların ulusal paraya erişimini kontrol ederek ulusal para birimine karşı spekülasyon yapma ihtimalini azaltmasına (ancak ortadan kaldırmamasına) olanak sağlayabilmektedir. Bu, yerel bankaların yerleşik

olmayanlara borç vermelerini engelleyerek ve / veya ülkede banka hesabı açmalarını engelleyerek başarılabilmektedir. Bu ve benzeri uygulamalar, geçmişte günümüzün sanayileşmiş ülkeleri tarafından uygulanmıştır ve günümüzde ise, hızla gelişen bazı Asya ülkeleri tarafından başarıyla uygulanmaktadır.

Mali disiplinin sağlanamaması, konjonktür yanlısı para politikalarının bir başka sebebi niteliğindedir. Ekonomik gidişatın kötü olduğu zamanlarda, pek çok gelişen piyasa ekonomisi borç bulmakta zorlanmakta ya da çok yüksek faizler ile borç bulabilmektedir. Bu nedenle hükümetler bütçe açıklarını kapatmak için ya da kamu harcamalarını finanse etmek için merkez bankasının yardımına ihtiyaç duyabilmektedir. Bu durumda para politikası genellikle genişletici maliye politikasının gereksinimlerini karşılayacak doğrultuda yürütülebilmektedir. Örneğin, özellikle ekonominin darboğaza girdiği dönemlerde, uluslararası kredi piyasalarına yeterli erişimi olmayan hükümetler, kamu harcamalarını finanse etmek için parasal otoriteleri konjonktür yanlısı para politikası uygulamaya zorlayabilmektedir. Böylelikle ekonomik durgunluk dönemlerinde faiz arttırılarak portföy yatırımları iç piyasaya çekilmeye çalışılmakta ve borçlanma imkanlarının artırılması hedeflenmektedir. Uygulanan sıkı para politikası, aynı zamanda döviz kuru üzerindeki baskıların azaltılmasıyla kur riskini önlemeyi de hedeflemektedir. Öte yandan ekonomik durgunluk zamanlarında uygulanan faiz artırımı, iç piyasadaki hanehalkları ve firmalar için iyi olmayan sonuçlar doğurmaktadır. Bu olumsuzlukların engellenebilmesi için hükümetler mali disiplinden ödün vermemelidirler.

Altyapısı yeterince geliştirilemeyen kurumlar ile uygulanan politikalara güvenilmemesi, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin konjonktür karşıtı para politikaları uygulamalarını engelleyebilmektedir. Kurumsal altyapının kalitesi, yabancı yatırımcının güvenini kazanmak için büyük önem taşımaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere kurumsal altyapı, yabancı yatırımcının risk algısı için önemli bir göstergedir ve sermaye girişinin belirleyicilerinden birisidir. Kurumlara duyulan güvenin düşük düzeyde olması, yabancı yatırımcının iktisadi karar alma sürecini etkilediği gibi, yurtiçi yerleşiklerin de kararlarını etkilemektedir. Örneğin, yurtiçi yerleşiklerde merkez bankasının enflasyon ile yeterli düzeyde mücadele etmediği şeklinde bir algının oluşması, iç piyasada ulusal paranın terk edilmesine ve dolarizasyona neden olabilmektedir. Artan döviz talebi ise, kur üzerinde baskıya neden olarak para politikasının etkinsizleşmesine yol açacaktır. Bu bağlamda kurumsal altyapının geliştirilmesi, ülke ekonomisine duyulan güveni de destekleyecektir.

Güven faktörü, para politikası asimetrisi açısından ele alındığında, bireylerin ve firmaların güven seviyelerinin konjonktürün farklı dönemlerinde çeşitlilik gösterebildiğine dikkat edilmektedir. Hanehalkları ve firmaların ekonominin genişleme döneminde iyimser, daralma döneminde ise kötümser olmaları beklenir. Bununla birlikte hanehalkları ve firmaların ekonominin daralma fazındaki kötümserlik düzeyinin, ekonominin genişleme fazındaki iyimserlikten daha yüksek olması, uygulanan para politikasının asimetrik etkiler yaratabilmesine yol açacaktır. Yukarıdaki örnek, ekonominin genişleme döneminde uygulanan daraltıcı para politikasının, ekonominin daralma döneminde

uygulanan genişletici para politikasından daha etkin sonuçlar doğuracağını ifade etmektedir ve bu tezin ekonometrik analiz bulguları da bu doğrultudadır. Kötümserlik, genişletici para politikasının etkinsizliğini açıklamak için en sıklıkla başvurulan gerekçelerden birisi olmuştur. Genişletici para politikasının etkinsizliğini kötümserlik yardımıyla açıklamak için ise, "bir atı suya götürebilirsiniz ancak ona zorla su içiremezsiniz" benzetmesi kullanılmaktadır. Bu benzetme piyasadaki likidite ile yatırımlar arasında birebir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. Biraz açıklamak gerekirse, durgunluk döneminde ekonomiyi canlandırmak amacıyla piyasaya likidite enjekte edebilir ya da faiz oranlarını düşürebilirsiniz ancak, bireyleri o fonu kullanıp yatırım yapmaya zorlayamazsınız. Bu durum ise, merkez bankasının beklentileri etkilemedeki, dolayısıyla da karar alma sürecindeki başarısızlığını göstermektedir. Politik baskının olmadığı bağımsız merkez bankacılığı ile hesap verebilir ve şeffaf para politikası yürütülmesi, ekonomide güven duygusunun tesis edilmesi için gereklidir. Ancak tüm bireyler merkez bankasının koyduğu hedeflere ulaşabileceğine ve ekonomik istikrarın gelecekte beklenen düzeyde olacağına inandığı takdirde iktisadi sistem en iyi şekilde işleyecektir.

Uluslararası iktisadi dalgalanmaların gelişmekte olan ülkelere yayılımı ve bu yayılımın iç piyasadaki makro iktisadi göstergeler üzerinde meydana getirdiği etkiyi inceleyen araştırmalar, genel olarak uluslararası iktisadın açmazı olarak isimlendirilen imkânsız üçleme hipotezini analiz etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu, cari açığın ciddi oranlara geldiği, yoğun ara ve nihai mal ithalatının gerçekleştirildiği gelişen piyasa ekonomilerinde, uluslararası iktisadi dalgalanmalar çeşitli siyasi ve

ekonomik sebeplerle iç piyasadaki ekonomik göstergeleri ciddi düzeyde etkileyebilmektedir ve bu etki genellikle döviz kuru vasıtasıyla ortaya çıkmaktadır. Buraya kadar açıklanmış öneriler, öncelikle uluslararası şokların bir bölümünün iç piyasaya aktarılmasını önleyerek ekonomik istikrar sağlayıcı niteliktedir. Bu politikalar uygulandığı takdirde politika yapıcılar, politika açmazlarının yarattığı kaotik durumdan kendilerini koruyabilecek ve sadece iç piyasada ortaya çıkan olumsuzlukları önlemeye yönelik politika geliştirmeye odaklanabileceklerdir. Bununla birlikte burada önerilen politikalar üretimde, tüketimde ve finansmanda dışa bağımlılığın azaltılmasına yöneliktir. Böylelikle iktisat politikasının önemli bir kolu olan para politikası, ekonomik istikrarın sağlanması için daha etkin bir şekilde kullanılabilecektir.

KAYNAKÇA

Abdelsalam, M. A. M. (2018). Asymmetric Effect of Monetary Policy in Emerging Countries : The Case of Egypt. Applied Economics and Finance, 5(4), 1–11. http://doi.org/10.11114/aef.v5i4.3090

Abiyev, V., Ceylan, R., and Özgür, M. I. (2015). The effects of oil price shocks on Turkish business cycle: A Markov switching approach. International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research, 8(2), 7–18.

Agénor, P.-R. (2001). Asymmetric Effects of Monetary Policy Shocks. The World Bank Working Paper.

Ahmad, A. (2017). Essays on Business Cycles and The Causes and Consequences of Procyclıcal Policies. Doctoral dissertation, University of York.

Akın, Ç. (2007). Multiple Determinants of Business Cycle Synchronization. SSRN Electronic Journal, 1–57. http://doi.org/10.2139/ssrn.1022648

Alesina, A., and Tabellini, G. (2007). Bureaucrats or Politicians ? Part I : A Single Policy Task. The American Economic Review, 97(1), 169–179.

ALP, B. (2013). Türkiye'deki Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve Reel Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Ando, A., and Modigliani, F. (1963). The "Life Cycle" Hypothesis of Saving : Aggregate Implications and Tests. The American Economic Review, 53(1), 55–84.

Andrews, D., and Kohler, M. (2005). International business cycle co-movements through time. In C. Kent ve D. Norman (Eds.), the Changing Nature of the Business Cycle (p. 188–219). Reserve Bank of Australia.

Andrews, D. W. K. (2005). Cross-Section Regression With Common Shocks. Econometrica, 73(5), 1551–1585.

Angrist, J. D., Jordà, Ò., and Kuersteiner, G. M. (2013). Semiparametric Estimates of Monetary Policy Effects: String Theory Revisited. Journal of Business & Economic Statistics, 36(3), 371-387.

Antonakakis, N., and Badinger, H. (2014). International business cycle spillovers since the 1870s. Applied Economics, 46(30), 3682–3694. http://doi.org/10.1080/00036846.2014.937040

Antonakakis, N., Breitenlechner, M., and Scharler, J. (2015). Business cycle and financial cycle spillovers in the G7 countries. Quarterly Review of Economics and Finance, 58, 154–162. http://doi.org/10.1016/j.qref.2015.03.002

Antonakakis, N., Chatziantoniou, I., and Filis, G. (2013). Business Cycle Spillovers in the EU15: What is the message transmitted by the periphery? Member Research Papers, Euro Area Business Cycle Network.

Antonakakis, N., Chatziantoniou, I., and Filis, G. (2016). Business Cycle Spillovers in the European Union: What is the Message Transmitted to the Core? Manchester School, 84(4), 437–481. http://doi.org/10.1111/manc.12101

Arslan, B. G., ve Ergeç, E. H. (2011). Türkiye Ekonomisinde Para Politikasinin Sektörel Etkileri. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11(1), 89–104. http://doi.org/10.1080/00343400701291583

Bakır Yiğitbaş, Ş. (2013). Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Banka Kredi Kanalı. Bankacılar Dergisi, 2013(85), 71-80.

Balke, N. S., Brown, S. P. A., and Yücel, M. K. (2002). Oil Price Shocks and the U . S . Economy : Where Does the Asymmetry Originate ? The Energy Journal, 27-52

Ball, L. (2002). Policy Rules and External Shocks. In N. Loayza ve K. Schmidt-Hebbel (Eds.), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms (p. 47–63). Santiago, Chile: Central Bank of Chile.

Ball, L., and Mankiw, N. G. (1994). Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations. The Economic Journal, 104, 247–261.

Ball, L., and Romer, D. (1990). Real Rigidities and the Non-Neutrality of Money. The Review of Economic Studies, 57(2), 183. http://doi.org/10.2307/2297377

Bank of Zambia. (2013). Countercyclical Monetary Policy Interventions in an Economy. A Paper Presentation to the Committee of Central Bank Governors in SADC, 1–18.

Barışık, S., ve Çevik, E. İ. (2008). Türkiye'de İşsizlik Histerisinin Yapısal Kırılma ve Güçlü Hafıza Modellemesi ile Sektörel Analizi. TİSK Akademi, 3(6), 66–87.

Barışık, S., Çevik, E. İ., ve Çevik, N. K. (2010). Türkiye'de Okun Yasası, Asimetri İlişkisi ve İstihdam Yaratmayan Büyüme: Markov-Switching. Maliye Dergisi, 159, 88–102.

Barnichon, R., Matthes, C., and Sablik, T. (2017). Are the effects of monetary policy asymmetric? Richmond Fed Economic Brief, (March), 1-4.

Bartels, A. H. (1985). Volcker's Revolution at the Fed. Challenge, 28(4), 35–42. http://doi.org/10.1080/05775132.1985.11471028

Baxter, M., and Kouparitsas, M. A. (2005). Determinants of business cycle comovement: a robust analysis. Journal of Monetary Economics, 52(1), 113–157. http://doi.org/10.1016/J.JMONECO.2004.08.002

Baxter, M., and Stockman, A. C. (1989). Business cycles and the exchange-rate regime. Some international evidence. Journal of Monetary Economics, 23(3), 377–400. http://doi.org/10.1016/0304-3932(89)90039-1

Bayoumi, T., and Bui, T. (2010). Deconstructing the international business cycle: Why does A US sneeze give the rest of the world a cold? IMF Working Papers (Vol. 10).

Bernanke, B. S. (1988). Monetary Policy Transmission Through Money or Credit. Business Review, 11, 3–11.

Bernanke, B. S., and Blinder, A. S. (1990). The Federal Funds Rate and The Channels of Monetary Transmission (NBER Working Paper Series No. 3487). Cambridge, Massachusetts.

Bernanke, B. S., and Gertler, M. (1995). Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives, 9(4), 27–48.

Biçici, K. (2015). Para Politikası Şoklarının Hâsıla ve Fiyat Düzeyi Üzerindeki Asimetrik Etkileri : Orta Asya ve Balkan Ülkeleri Uygulaması. (Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi.

Bilgili, F., Tülüce, N. S. H., and Doğan, I. (2012). The determinants of FDI in Turkey: A Markov Regime-Switching approach. Economic Modelling, 29(4), 1161–1169. http://doi.org/10.1016/j.econmod.2012.04.009

Bilir, H. (2017). Yeni - Keynesyen İktisatta Ücret Yapişkanliklari. Politik Ekonomik Kuram, 1(1), 188–213.

Bilman, A. S., and Utkulu, U. (2010). Inflation and Output Gaps Reconsidered : Assymetries and Nonlinear Phillips Curve Evidence for the Turkish Economy. Journal of Yasar University, 5(19), 3155–3175.

Blinder, A. S. (2008). Keynesian economics. In The Concise Encyclopedia of Economics. Indianapolis: Liberty Fund Inc. https://studynotesunisa.co.za/wp-content/uploads/2018/12/Scanned-notes-7.pdf (08.10.2018).

Borio, C., Furfine, C., and Craig, L. (2001). Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. Bank For International Settlements Papers.

Brunner, B. K., and Meltzer, A. H. (1998). Money and Credit in the Monetary Transmission Process. The American Economic Review, 78(2), 446–451.

Bubák, V., Kočenda, E., and Žikeš, F. (2011). Volatility transmission in emerging European foreign exchange markets. Journal of Banking ve Finance, 35(11), 2829–2841. http://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2011.03.012

Burns, A. F., and Mitchell, W. C. (1947). Measuring Business Cycles. Science and Society, 11(2), 192–195.

Çağlayan, M., Kandemir Kocaaslan, Ö., and Mouratidis, K. (2017). The Role of Financial Depth on The Asymmetric Impact of Monetary Policy. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 79(6), 1195–1218. Retrieved from https://doi.org/10.1111/obes.12160

Calderón, C., Duncan, R., and Schmidt-Hebbel, K. (2003). The Role of Credibility in the Cyclical Properties of Macroeconomic Policies in Emerging Economies (No. N° 237 Noviembre). Central Bank of Chile Working Papers.

Calderón, C., Duncan, R., ve Schmidt-Hebbel, K. (2004). Institutions and Cyclical Properties of Macroeconomic Policies (Central Bank of Chile Working Papers No. No:285). Agustinas.

Calderón, C., and Schmidt-Hebbel, K. (2003). Macroeconomic policies and performance in Latin America. Journal of International Money and Finance, 22(7), 895–923. http://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.005

Canova, F., and Dellas, H. (1993). Trade interdependence and the international business cycle. Journal of International Economics, 34(1–2), 23–47. http://doi.org/10.1016/0022-1996(93)90065-6

Canova, F., and Nicoló, G. De. (2002). Monetary disturbances matter for business fluctuations in the G-7. Journal of Monetary Economics, 49(6), 1131–1159. http://doi.org/10.1016/S0304-3932(02)00145-9

Cao, Z., Li, G., and Song, H. (2017). Modelling the interdependence of tourism demand: The global vector autoregressive approach. Annals of Tourism Research, 67, 1–13. http://doi.org/10.1016/j.annals.2017.07.019

Chang, H.-J., and Grabel, I. (2004). Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları El Kitabı (2. Baskı.). (Çev. Emre Özçelik), Ankara: İmge Kitabevi.

Chatterjee, S. (2001). Why Does Countercyclical Monetary Policy Matter? Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, 2, 7–14.

Chen, S.W. (2007). Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects on Stock Returns ? Journal of Money, Credit and Banking, 39(2), 667–688.

Chen, S. W., and Shen, C. H. (2007). A sneeze in the U.S., a cough in Japan, but pneumonia in Taiwan? An application of the Markov-Switching vector autoregressive model. Economic Modelling, 24(1), 1–14. http://doi.org/10.1016/j.econmod.2006.04.012

Chen, Z., Du, J., Li, D., and Ouyang, R. (2013). Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China. Journal of Banking ve Finance, 37(2), 660–669. http://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2012.10.006

Chinn, M. D., and Meredith, G. (2004). Uncovered Monetary Policy and Long-Horizon Interest Parity. IMF Staff Papers, 51(3), 409–430.

Claus, I., and Grimes, A. (2003). Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission Mechanism : A Critical Review (New Zealand Treasury Working Paper No. 03/19).

Çolpan Nart, E. (2013). Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma ve Temel Günah. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çolpan Nart, E. (2015). Dış Borç Yönetimi Açısından Finansal Kriz Riski. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 30(2), 71-85.

Cover, J. P. (1992). Asymmetric Effects of Positive and Negative Money-Supply Shocks. The Quarterly Journal of Economics, 107(4), 1261–1282. http://doi.org/10.2307/2118388

Cuthbertson, K. (2000). İktisat Politikası (2nd ed.). (Çev. Nazım Engin) Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi.

Davig, T., ve Doh, T. (2013). Monetary Policy Regime Shifts and Inflation Persistence. The Review of Economics and Statistics, 96(5), 862–875. http://doi.org/10.1162/REST_a_00415

De Long, J. B., Summers, L. H., Mankiw, N. G., and Romer, C. D. (1988). How Does Macroeconomic Policy Affect Output? Brookings Papers on Economic Activity, 1988(2), 433–494.

Dées, S., and Soares Brinca, P. (2013). Consumer confidence as a predictor of consumption spending: Evidence for the United States and the Euro area. International Economics, 134, 1–14. http://doi.org/10.1016/J.INTECO.2013.05.001

Dellas, H. (1986). A real model of the world business cycle. Journal of International Money and Finance, 5(3), 381–394. http://doi.org/10.1016/0261-5606(86)90036-7

Demir, C., ve Cergibozan, R. (2017). Türkiye Ekonomisi İçin Feldstein-Horioka Hipotezinin Geçerliliği: Eşbütünleşme ve Markov Rejim Değişim Yaklaşım. Ege Akademik Bakis, 17(1). http://doi.org/10.21121/eab.2017123470

Devereux, M. B., and Lane, P. R. (2003). Understanding bilateral exchange rate volatility. Journal of International Economics, 60(1), 109–132. http://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00061-2

Dickey, D. A., and Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. Journal of the American Statistical Association, 74(366), 427–431. http://doi.org/10.2307/2286348

Dickey, D. A., and Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1057-1072.

Diebold, F. X., and Yılmaz, K. (2009). Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets. Economic Journal, 119(534), 158–171. http://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02208.x

Diebold, F. X., and Yılmaz, K. (2012). Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers. International Journal of Forecasting, 28(1), 57–66. http://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2011.02.006

Diebold, F. X., and Yılmaz, K. (2013). Measuring the Dynamics of Global Business Cycle Connectedness (No. 13-070). PIER Working Paper.

Dolado, J. J., and Maria-Dolores, R. (2006). State Asymmetries in the E ff ects of Monetary-Policy Shocks on Output : Some New Evidence for the Euro-area. In Contribution to Economic Analysis, Vol. 276, p. 311–331.

Dolado, J. J., and María Dolores, R. (2001). An empirical study of the cyclical effects of monetary policy in Spain (1977-1997). Investigaciones Económicas, 25(1), 3–30.

Donayre, L. (2011). The Role of Aggregation in the Nonlinear Relationship between Monetary Policy and Output. In Society for Nonlinear Dynamics ve Econometrics 19th Annual Symposium (p. 1–23). Washington: George Washington University The Elliott School Of International Affairs.

Donayre, L. (2014). Estimated thresholds in the response of output to monetary policy: Are large policy changes less effective? Macroeconomic Dynamics, 18(1), 41–64. http://doi.org/10.1017/S1365100513000278

Doyle, B. M., and Faust, J. (2005). Breaks in the Variability and Comovement of G-7 Economic Growth. The Review of Economics and Statistics, 87(4), 721–740.

Driffill, J., and Sola, M. (1998). Intrinsic bubbles and regime-switching. Journal of Monetary Economics, 42(2), 357–373. http://doi.org/10.1016/S0304-3932(98)00021-X

Du, J., Yu, R., and Lai, K. K. (2018). Identification and Prediction of Currency Crisis: Markov Switching-Based Approach. Singapore Economic Review. 1850002 http://doi.org/10.1142/S0217590818500029

Duprey, T., and Klaus, B. (2017). How to predict financial stress? An assessment of Markov switching models. ECB Working Paper Series, Vol. 2057.

Eğilmez, M., ve Kumcu, E. (2008). Ekonomi Politikası (12. Basım). Etiler-İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eickmeier, S. (2007). Business cycle transmission from the US to Germany—A structural factor approach. European Economic Review, 51(3), 521–551. http://doi.org/10.1016/J.EUROECOREV.2006.04.002

Ergeç, E. H. (2009a). Para Politikasi Şoklarinin Asimetrik Etkileri. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2), 65–90.

Ergeç, E. H. (2009b). Türkiye Ekonomisinde Pozitif Ve Negatif Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri. Dumlupınar Üniversitesi SBE Dergisi, 23, 333–344.

Evans, P. (1986). Does the potency of monetary policy vary with capacity utilization? A comment. Carnegie-Rochester Confer. Series on Public Policy, 24, 303–332. http://doi.org/10.1016/0167-2231(86)90015-1

Fei, S. (2011). The Confidence Channel for the Transmission of Shocks (Banque de France Working Paper No. 314). Ssrn.

Fidrmuc, J., Ikeda, T., and Iwatsubo, K. (2012). International transmission of business cycles: Evidence from dynamic correlations. Economics Letters, 114(3), 252–255. http://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.10.025

Filardo, A. J. (1994). Business-cycie phases and their transitional dynamics. Journal of Business and Economic Statistics, 12(3), 299–308. http://doi.org/10.1080/07350015.1994.10524545

Fisunoğlu, M., and Tan, B. K. (2009). Keynes Devrimi ve Keynesyen İktisat. Ekonomik Yaklaşım, 20(70), 31–60.

Florio, A. (2004). The asymmetric effects of monetary policy. Journal of Economic Surveys, 18(3), 409–426. http://doi.org/10.1111/j.0950-0804.2004.0226.x

Fontana, G., and Palacio-Vera, A. (2007). Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for? Metroeconomica, 58(2), 269–298. http://doi.org/10.1111/j.1467-999X.2007.00268.x

Friedman, M. (1961). The Lag In Effect of Monetary Policy. Journal of Political Economy, 69(5), 447–466.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. American Economic Review, 58(1), 1–17.

Friedman, M. (1995). Does monetary policy affect real economy activity? Why do we still ask this question? NBER Working Paper Series, 5212. http://doi.org/10.3386/w5212

Gallo, J. Le, and Ertur, C. (2003). Exploratory spatial data analysis of the distribution of regional per capita GDP in Europe , 1980 – 1995. Papers in Regional Science, 201(2), 175–201. http://doi.org/10.1111/j.1467-8276.2006.00866.x

García-Iglesias, C. (1999). The Transmission of International Business Cycles Shocks : Evidence from the European Periphery , 1861-1913. EUI Working Paper HEC No. 99/4. Florence.

Garcia, R., and Schaller, H. (2002). Are the effects of monetary policy asymmetric? Economic Inquiry, 40(1), 102–119.

Gavin, M., and Perotti, R. (1997). Fiscal Policy in Latin America. NBER Macroeconomics Annual, 12, 11–61.

Golosov, M., and Lucas Jr, R. E. (2007). Menu Costs and Phillips Curves. Journal of Political Economy, 115(2), 171–199.

Grabel, I. (2004). Trip Wires and Speed Bumps: Managing Financial Risks and Reducing The Potential for Financial Crises in Developing Economies. G-24 Discussion Papers 33, United Nations Conference on Trade and Development.

Granger, C. W. J., and Newbold, P. (1974). Spurious Regressions in Econometrics. Journal of Econometrics, 2(2), 111–120. http://doi.org/10.1002/9780470996249.ch27

Gregory, A. W., Head, A. C., and Raynauld, J. (1997). Measuring World Business Cycles. International Economic Review, 38(3), 677–701.

Hamilton, J. D. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. The Econometric Society, 57(2), 357–384. http://doi.org/10.3982/ECTA5989

Hohnisch, M., and Westerhoff, F. (2008). Business cycle synchronization in a simple Keynesian macro-model with socially transmitted economic sentiment and international sentiment spill-over. Structural Change and Economic Dynamics, 19(3), 249–259. http://doi.org/10.1016/j.strueco.2008.04.001

Höppner, F., Melzer, C., and Neumann, T. (2008). Changing effects of monetary policy in the US - Evidence from a time-varying coefficient VAR. Applied Economics, 40(18), 2353–2360. http://doi.org/10.1080/00036840600970112

Horvath, B., and Maino, R. (2006). Monetary Transmission Mechanisms in Belarus. IMF Working Papers (Vol. WP/06/246).

Huh, C. (1998). Forecasting Industrial Production Using Models with Business Cycle Asymmetry. Frbsf Economic Review, Number 1(1993).

Ibrahim, M. H. (2003). International disturbances and domestic macroeconomic fluctuations in Malaysia. ASEAN Economic Bulletin, 20(1), 11–30.

Imbs, J. (2004). Trade, Finance, Specialization, and Synchronization. The Review of Economics and Statistics, 86(3), 723–734.

İnan, A. E. (2001). Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye. Bankacılar Dergisi, 39, 3–19.

Inklaar, R., Jong-A-Pin, R., and Haan, J. (2008). Trade and business cycle synchronization in OECD countries-A re-examination. European Economic Review, 52(4), 646–666. http://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2007.05.003

Jannsen, N., Potjagailo, G., and Wolters, M. H. (2015). Monetary Policy during Financial Crises : Is the Transmission Mechanism Impaired ?, (2005).

Jinquan, L., and Jianli, S. (2013). A Test of the Relationship between Monetary Growth Uncertainty and Economic Growth in China: 1980-2008. Social Sciences in China, 34(3), 101–121. http://doi.org/10.1080/02529203.2013.787223

Kabadayı, B. (2013). Türkiye Konjonktür Dalgalanmalari ve Rejim Değişimi Analizi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19), 107–120.

Kakes, J. (1998). Monetary transmission and business cycle asymmetry s.n. (SOM research report No. 98C36). Groningen.

Kalemli-Özcan, Ş., Papaioannou, E., and Peydro, J. L. (2009). Financial Integration and Business Cycle Synchronization. CEPR Discussion Paper No. DP7292.

Kandemir Kocaaslan, Ö. (2013). An Empirical Investigation of The U.S. GDP Growth: A Markov Switching Approach. Doctoral Dissertation, University of Sheffield.

Kara, O., ve Özdemir, N. A. (2016). Kredi Kanalı İle Aktarım : Bireysel Krediler Üzerine Bir Uygulama. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 31(2), 29–58.

Karras, G. (1996a). Are the Output Effects of Monetary Policy Asymmetric? Evidence from a Sample of European Countries. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 58(2), 267–278. http://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1996.mp58002004.x

Karras, G. (1996b). Why are the effects of money-supply shocks asymmetric? convex aggregate supply or "pushing on a string"? Journal of Macroeconomics, 18(4), 605–619. http://doi.org/10.1016/S0164-0704(96)80054-1

Karras, G. (2013). Asymmetric effects of monetary policy with or without quantitative easing: Empirical evidence for the US. Journal of Economic Asymmetries, 10(1), 1–9. http://doi.org/10.1016/j.jeca.2013.04.001

Kasapoğlu, Ö. (2007). Parasal Aktarim Mekanizmalari: Türkiye İçin Uygulama. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Kashyap, A. K., Stein, J. C., and Wilcox, D. W. (1996). Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance: Reply. American Economic Review, 86(1), 310–314.

Kato, R., Ui, T., and Watanabe, T. (1999). Asymmetric Effects of Monetary Policy: Japanese Experience in the 1990s (Working Paper Series No. 99–2). Tokyo.

Kaufmann, S. (2002). Is there an asymmetric effect of monetary policy over time ? A Bayesian analysis using Austrian data. Empirical Economics (2002), 27, 277–297.

Kazanas, T., Philippopoulos, A., and Tzavalis, E. (2011). Monetary policy rules and business cycle conditions. Manchester School, 79, 73–97. http://doi.org/10.1111/j.1467-9957.2011.02267.x

Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. Cambridge, Massachusetts: Palgrave Mcmillan. http://doi.org/https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2

Khor, M. (2000). Globalization and the South : Some Critical Issues. UNCTAD Discussion Paper.

Khundrakpam, J. K. (2017). Examining the Asymmetric Impact of Monetary Policy in India. The Journal of Applied Economic Research, 11(3), 290–314. http://doi.org/10.1177/0973801017703500

Koç, Ü., ve Şahin, H. (2015). Parasal Aktarım Mekanizması: Firma Bilanço Kanalı ve Türkiye. Ege Akademik Bakış, 15(1), 19–26.

Kohler, M., Britton, E., and Yates, T. (2000). Trade Credit and The Monetary Transmission Mechanism (Bank of England Working Paper Series No. 115). London.

Korkmaz, T., Zaman, S., ve Çevik, E. İ. (2008). Türkiye'nin Avrupa Birliği ve Yüksek Dış Ticaret Hacmine Sahip Ülke Borsaları ile Entegrasyon İlişkisi. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 4(8), 19–44.

Kose, A. M., Otrok, C., and Prasad, E. S. (2008). Global Business Cyles: Convergence or Decoupling? Nber Working Paper Series (Vol. 14292). Cambridge.

Kose, M. A., Prasad, E. S., and Terrones, M. E. (2003). How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles ? American Economic Review, 93(2), 57–62.

Kose, M. A., Otrok, C., and Whiteman, C. H. (2003). International Business Cycles : World, Region and Country-Specific Factors. The American Economic Review, 93(4), 1216–1239.

Kose, M. A. and Yi, K. (2001). International Trade and Business Cycles : Is Vertical Specialization the Missing Link ? The American Economic Review, 91(2), 371–375.

Koy, A. (2017). Spot ve Vadeli Piyasa İlişkilerine Markov Rejim Değişim Modelleri Yaklaşımı. Bankacılar Dergisi, 101, 70–87.

Kriesler, P. (2002). Was Kalecki an "imperfectionist"? Davidson on Kalecki. Journal of Post Keynesian Economics, 24(4), 623–629. http://doi.org/10.1057/9781137475381

Kriesler, P., and Lavoie, M. (2007). The New Consensus on Monetary Policy and its Post-Keynesian Critique. Review of

Political Economy, 19(3), 387–404. http://doi.org/10.1080/09538250701453097

Krolzig, H.-M. (1997). Markov Switching Vector Autoregressions: Modeling, Statistical Inference, and Application to Business Cycle Analysis. Berlin: Springer Verlag.

Krugman, P. (2008). Response to Nelson and Schwartz. Journal of Monetary Economics, 55(4), 857–860. http://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2008.05.011

Kucukkale, Y., and Yamak, R. (2009). Asymmetric Effects of Aggregate Demand Policy in Turkey. Middle Eastern Finance and Economics, 4(4), 97–109.

Kuttner, K. N., and Mosser, P. C. (2002). The Monetary Transmission Mechanism : Some Answers and Further Questions. FRBNY Economic Policy Review, (May), 15–26. http://doi.org/2001

Lane, P.R. (2003). Business cycles and macroeconomic policy in emerging market economics. International Finance, 6(1), 89–108. http://doi.org/10.1111/1468-2362.00109

Lenz, C. (1997). Asymmetrie Effects of Monetary Policy in Switzerland. Swiss Journal of Economics and Statistics, 133(3), 441–454.

Liu, J., and Chen, F. (2018). Asymmetric volatility varies in different dry bulk freight rate markets under structure breaks. Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications, 505, 316–327. http://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.165

Lo, M. C., and Piger, J. M. (2005). Is the Response of Output to Monetary Policy Asymmetric? Evidence from a Regime-Switching Coefficients Model. Journal of Money, Credit, and Banking, 37(5), 865–886. http://doi.org/10.1353/mcb.2005.0054

Loayza, N., and Schmidt-Hebbel, K. (2002). Monetary policy functions and transmission mechanisms: an overview. In N. Loayza ve K. Schmidt-Hebbel (Eds.), Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms (p. 1–20). Santiago, Chile: Central Bank of Chile.

Lucas, R. E. (1977). Understanding business cycles. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier, 5(1), 7–29. http://doi.org/10.1016/0167-2231(77)90002-1

Malone, M. S. (2000). An Investigation of Money Supply Shock Asymmetry Using Disaggregate Data (M.S. Research Paper).

Mankiw, N. G. (1985). Small Menu Costs and Large Business Cycles : A Macroeconomic Model of Monopoly. The Quarterly Journal of Economics, 100(2), 529–537.

María-Dolores, R. (2002). Asymmetries in the Cyclical Effects of Monetary Policy on Output: Some European Evidence (Working Papers 02-04 No. DEFI 02/04). Murcia.

Matthes, C., and Barnichon, R. (2015). Measuring the Non-Linear Effects of Monetary Policy. 2015 Meeting Papers, Society for Economic Dynamics, (49), 1–50.

McMillan, D. G., and Speight, A. E. H. (2010). Return and volatility spillovers in three euro exchange rates. Journal of Economics and Business, 62(2), 79–93. http://doi.org/10.1016/J.JECONBUS.2009.08.003

Meyer, L. H. (2001). Does money matter. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 83(5), 1–16.

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 (NBER Working Paper Series No. 5464). Cambridge, Massachusetts.

Mishkin, F. S. (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy (No. 8617). NBER Working Paper Series. Cambridge, Massachusetts.

Mishkin, F. S. (2005). Para Teorisi-Politikası. (Çev. İlyas Işıklar). Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi.

Mishkin, F. S. (2009). Is Monetary Policy Effective during Financial Crises ? The American Economic Review, 99(2), 573–577.

Mishkin, F. S. (2014). Para Politikası Stratejisi. (Çev. Ömer Faruk Çolak Editörü Çolak). Ankara: Efil Yayınevi.

Morgan, D. P. (1993). Asymmetric effects of monetary policy. Federal Reserve Bank Of Kansas City Economic Review, 78, 21-21

Mumtaz, H., and Theodoridis, K. (2015). The international transmission of volatility shocks: An empirical analysis. Journal of the European Economic Association, 13(3), 512–533. http://doi.org/10.1111/jeea.12120

N'Diaye, P. (2009). Countercyclical Macro Prudential Policies in a Supporting Role to Monetary Policy. IMF Working Paper (No. WP/09/257).

Norman Loayza and K. Schmidt-Hebbel. (2002). Monetary Policy - Rules and Transmission Mechanisms. Central Bank of Chile.

Ocampo, J. A. (2002). Developing Countries' Anti-Cyclical Policies in A Globalized World. Santiago, Chile: United Nations Publications.

Oktar, S., Eroğlu, N., ve Eroğlu, İ. (2013). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarim Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasn'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları. Marmara

Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi, 35(2), 1–28. http://doi.org/10.14780/iibdergi.201324457

Örnek, İ. (2009). Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi. Maliye Dergisi, 156, 104–125.

Özkan, İ., ve Erden, L. (2007). Türkiye Ekonomisinde İş Çevrimlerinin Tarih ve Süre Aralıklarının Tespiti. Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, (14), 1–19.

Papademos, L. (2003). Economic Cycles and Monetary Policy. Basın Bülteni, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030307_1.en.html, (13.09.2018)

Parasız, İ., ve Bildirici, M. (2006). Modern Konjonktür Teorileri (1. Baskı). İstanbul: Ezgi Yayınevi.

Paya, M. (2013). Para Teorisi ve Para Politikası (6. baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Peersman, G., and Smets, F. (2001). Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms? ECB Working Paper.

Persson, T. (2002). Do Political Institutions Shape Economic Policy ? Econometrica, 70(3), 883–905.

Ravn, M. O., v and Sola, M. (2004). Asymmetric effects of monetary policy in the United States. Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 86(Sep),

Reinhart, C. M., Végh, C. A., and Kaminsky, G. L. (2004). When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. NBER Working Paper Series, 10780.

Rhee, W., and Rich, R. W. (1995). Inflation and the asymmetric effects of money on output fluctuations. Journal of Macroeconomics, 17(4), 683–702. http://doi.org/10.1016/0164-0704(95)80089-1

Ricci-Risquete, A., Ramajo, J., and De Castro, F. (2016). Time-varying effects of fiscal policy in Spain: a Markov-switching approach. Applied Economics Letters, 23(8), 597–600. http://doi.org/10.1080/13504851.2015.1090544

Romer, C. D., and Romer, D. H. (1989). Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz. In O. J. Blanchard ve S. Fischer (Eds.), NBER Macroeconomics Annual (Vol. 4, p. 121–181). California: MIT Press. http://doi.org/10.2307/3584969

Romer, C. D., and Romer, D. H. (1994). What Ends Recessions ? In S. Fischer ve J. J. Rotemberg (Eds.), NBER Macroeconomics Annual 1994 (Vol. 9, p. 13–80). Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Santoro, E., Petrella, I., Pfajfar, D., and Gaffeo, E. (2014). Loss aversion and the asymmetric transmission of monetary policy. Journal of Monetary Economics, 68(1), 19–36. http://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.07.009

Sargent, T. J., and Wallace, N. (1976). Rational expectations and the theory of economic policy. Journal of Monetary economics, 2(2), 169–183. http://doi.org/10.1016/0304-3932(76)90032-5

Sargent, T. J., ve Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5(3), 1–17. http://doi.org/10.1002/rcm.589

Schneider, M., and Fenz, G. (2011). Transmission of business cycle shocks between the US and the euro area. Applied Economics, 43(21), 2777–2793. http://doi.org/10.1080/00036840903373311

Seif, A. M., Panahi, H., and Hamidi Razi, D. (2017). Regional economic growth and spatial spillover effects in mena area. Iranian Economic Review, 21(4), 765–787. http://doi.org/10.22059/ier.2017.64080

Selover, D. D. (1997). Business cycle transmission between the United States and Japan: A vector error correction approach. Japan and the World Economy, 9(3), 385–411. http://doi.org/10.1016/S0922-1425(96)00241-1

Selover, D. D., and Jensen, R. V. (1999). “Mode-locking” and international business cycle transmission. Journal of Economic Dynamics and Control, 23, 591–618. http://doi.org/10.1016/S0165-1889(98)00036-0

Sensier, M., Osborn, D. R., and Öcal, N. (2002). Asymmetric interest rate effects for the UK real economy. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 64(4), 315–339. http://doi.org/10.1111/1468-0084.00028

Shen, C. (2000). Are the Effects of Monetary Policy Asymmetric_ The Case of Taiwan. Journal of Policy Modeling, 22(2), 197–218.

Shen, C. H., Lin, K. L., and Guo, N. (2016). Hawk or dove: Switching regression model for the monetary policy reaction function in China. Pacific Basin Finance Journal, 36, 94–111. http://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.11.005

Shin, K., and Wang, Y. (2003). Trade Integration and Business Cycle Synchronization in East Asia. ISER Discussion Paper No. 574, Osaka.

Sola, M., Spagnolo, F., and Spagnolo, N. (2007). Predicting Markov volatility switches using monetary policy variables. Economics Letters, 95(1), 110–116. http://doi.org/10.1016/j.econlet.2006.09.021

Stiglitz, J. E. (1989). Money, Credit, and Business Fluctations. NBER Working Paper Series No. 2823, Cambridge, Massachusetts.
Svensson, L. E. O. (2010). Monetary Policy and Real Stabilization. NBER Working Paper Series No. 9486, Cambridge.

Tan, S.-H., Habibullah, M.-S., and Mohamed, A. (2010). Asymmetric effects of monetary policy in ASEAN-4 economies. International Research Journal of Finance and Economics, 44(January 2010), 30–42.

Tanrıöver, B., ve Yamak, N. (2012). Parasal Şokların Asimetrik Etkileri : Teori ve Türkiye Uygulaması. Ege Akademik Bakış, 12(3), 339–350.

Taş, S., Örnek, İ., ve Utlu, S. (2012). Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması. Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 21(1), 53–74.

TCMB. (2013). Parasal Aktarım Mekanizması. TCMB Yayını. Ankara.

Telatar, E., ve Hasanov, M. (2006). The asymmetric effects of monetary shocks: The case of Turkey. Applied Economics, 38(18), 2199–2208. http://doi.org/10.1080/00036840500427411

Tenreyro, S., and Thwaites, G. (2016). Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions. American Economic Journal: Macroeconomics, 8(4), 43–74. http://doi.org/10.1257/mac.20150016

Thoma, M. A. (1994). Subsample instability and asymmetries in money-income causality. Journal of Econometrics. http://doi.org/10.1016/0304-4076(94)90066-3

Tober, S., and Kuzin, V. N. (2004). Asymmetric monetary policy effects in Germany. DIW Discussion Papers No. 397, Berlin.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 15–29.

Tolulope, A. O. (2017). Asymmetry Effects of Monetary Policy shocks on Output in Nigeria : A Non-Linear Autoregressive Distributed Lag (NARDL) Approach. In ESSA 2017 Biennial Conference. Rhodes University, Grahamstown: The Economic Society Of South Africa.

Tomljanovich, M., and Ying, Y.-H. (2005). " We ' re All Connected ": Business Cycle Synchronization in G-7 Countries. Working Paper, Colgate University.

Turner, A. (2010). What do Banks do? Why do Credit Booms and Busts Occur and What can Public Policy Do about it? In A. Turner, A. Haldane, P. Woolley, S. Wadhwani, C. Goodhart, A. Smithers, … R. Layard (Eds.), The Future of Finance. London School of Economics Report.

Ülke, V., and Berument, M. H. (2015). Asymmetric effects of monetary policy shocks on economic performance: empirical

evidence from Turkey. Applied Economics Letters, 23(5), 353–360. http://doi.org/10.1080/13504851.2015.1073836

Ünsal, E. (2017). Makro İktisat (11. baskı). Ankara: Murat Yayınları.

Weise, C. L. (1999). The Asymmetric Effects of Monetary Policy : A Nonlinear Vector Autoregression Approach. Journal of Money, Credit and Banking, 31(1), 85–108.

Welch, P. J., and Welch, G. F. (2009). Economics: Theory and Practice (9th ed.). New Jersey: John Wiley ve Sons.

Wong, K.-F. (2000). Variability in the Effects of Monetary Policy on Economic Activity. Journal of Money, Credit and Banking, 32(2), 179–198.

Wood, J. H. (2005). A history of central banking in Great Britain and the United States. New York: Cambridge University Press.

Yeldan, E. (2009). The Economics of Growth and Distribution. Ankara: Eflatun Yayınevi.

Yılancı, V., Tıraşoglu, M., ve Arı, A. (2016). Para Politikası Şoklarının Etkisi: Asimetrik Etki Tepki Fonksiyonu Yaklaşımı. Ekonomik Yaklasim, 27(100), 131–154. http://doi.org/10.5455/ey.35938

Yılmaz, K. (2009). International Business Cycle Spillovers. Tüsiad-Koç University Economic Research Forum Working Paper.

Yılmaz, K. (2010). Return and volatility spillovers among the East Asian equity markets. Journal of Asian Economics, 21(3), 304–313. http://doi.org/10.1016/J.ASIECO.2009.09.001

Zakir, N., and Malik, W. S. (2013). Are the effects of monetary policy on output asymmetric in Pakistan? Economic Modelling, 32(1), 1–9. http://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.01.037

Zare, R., Azali, M., Habibullah, M. S., and Azman-Saini, W. N. W. (2014). Monetary policy effectiveness and stock market cycles in ASEAN-5. Applied Economics, 46(20), 2362–2374. http://doi.org/10.1080/00036846.2014.899673

Zhou, X., Zhang, W., and Zhang, J. (2012). Volatility spillovers between the Chinese and world equity markets. Pacific-Basin Finance Journal, 20(2), 247–270. http://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2011.08.002

Zivot, E., and Andrews, D. W. K. (1992). Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis. Journal of Business and Economic Statistics, 10(3), 251–270. http://doi.org/10.1080/07350015.1992.10509904