



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

**GÖLGE BANKACILIĞIN PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Fatih OKUR

Doktora Tezi

Ankara, 2017

GÖLGE BANKACILIĞIN PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Fatih OKUR

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

Ankara, 2017

KABUL VE ONAY

Fatih OKUR tarafından hazırlanan "Gölge Bankacılığın Parasal Aktarım Mekanizması Üzerindeki Etkisi" başlıklı bu çalışma, 22.12.2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.



Doç.Dr. Emel MEMİŞ PARMAKSIZ (Başkan)



Doç. Dr. Özgür TEOMAN (Danışman)



Yrd.Doç. Dr. Selcen ÖZTÜRK



Yrd.Doç.Dr. Onur YENİ

Yrd.Doç.Dr. Turgut BAYRAMOĞLU

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylım.

Prof. Dr. Musa Yaşar SAĞLAM

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezin kâğıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezin beş yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

22.12.2017


Fatih OKUR

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kâğıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinlerin yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Tezimin tamamı dünya çapında erişime açılabilir ve bir kısmı veya tamamının fotokopisi alınabilir.

(Bu seçenekle teziniz arama motorlarında indekslenebilecek, daha sonra tezinizin erişim statüsünün değiştirilmesini talep etmeniz ve kütüphane bu talebinizi yerine getirirse bile, teziniz arama motorlarının önbelleklerinde kalmaya devam edebilecektir)

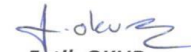
Tezimin.....tarihine kadar erişime açılmasını ve fotokopi alınmasını (İç Kapak, Özet, İçindekiler ve Kaynakça hariç) istemiyorum.

(Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir, kaynak gösterilmek şartıyla bir kısmı veya tamamının fotokopisi alınabilir)

Tezimin...2023.....tarihine kadar erişime açılmasını istemiyorum ancak kaynak gösterilmek şartıyla bir kısmı veya tamamının fotokopisinin alınmasını onaylıyorum.


Serbest Seçenek/Yazarın Seçimi

22.12.2017


Fatih OKUR

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında özgün olduğunu, Doç. Dr. Özgür TEOMAN danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.


Fatih OKUR

Eşim Munise ve kızım Elif Duru'ya...

TEŞEKKÜR

Bu tez birçok kişinin nazik destekleri ile ortaya çıkmıştır. Bu sebeple hepsine samimi teşekkürlerimi sunmak isterim.

Her şeyden önce tam destekleri, uzman rehberlikleri, anlayış ve teşvikleri için Doç.Dr. Gökçer ÖZGÜR ve Doç.Dr. Özgür TEOMAN'a minnettarlığımı ifade etmek isterim. Kendilerinin yardımı olmasa idi bu tezin ortaya çıkması mümkün olmazdı. Ayrıca jüri üyelerimiz Doç. Dr. Emel MEMİŞ PARMAKSIZ, Yrd. Doç. Dr. Onur YENİ, Yrd. Doç. Dr. Selcen ÖZTÜRK ve Yrd. Doç. Dr. Turgut BAYRAMOĞLU'na destek ve tavsiyeleri için teşekkür ederim. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi'nden bölüm arkadaşım Dr. Ömer AKKUŞ'a da katkılarından ötürü ayrıca teşekkür ederim.

Hacettepe Üniversitesi'ndeki değerli arkadaşlarıma yardımları ve destekleri için çok minnettar olduğumu belirtmek isterim.

Son olarak, bu tezin tamamlanması adına beni destekleyen ve teşvik eden aileme teşekkür etmek istiyorum. En çok ihtiyaç duyduğum zamanlarda hep yanımda olan sevgili ve destekleyici eşim ve bu tezin tamamlanması için bana ilham kaynağı ve motivasyon kaynağı olan sevgili kızım Elif Duru'ya özel olarak teşekkür ediyorum.

ÖZET

OKUR, Fatih. *Gölge Bankacılığın Parasal Aktarım Mekanizması Üzerindeki Etkisi*, Doktora Tezi, Ankara, 2017.

Para politikasının reel ekonomiyi nasıl etkilediği sorusu makro iktisat açısından yıllar boyu süregelen bir tartışma konusu olmuştur. Son 20-30 yıl içinde ise bu tartışmada değişiklik söz konusu olmuştur. Günümüzde para politikasının toplam talebe olan etkisi artık kanıksanmıştır. Tartışılan konu ise fiyatların neden tam anlamıyla talepteki değişime ayarlanmadığıdır. Aksine 30 yıl önce bu tartışma fiyat ayarlanmalarını kanıksamış iken, tartışılan konu para politikasının toplam talep üzerindeki etkisinin büyüklüğü ve bu etkinin hangi kanallar aracılığı ile gerçekleştiğidir.

Gölge banka terimi ilk olarak ekonomist McCulley tarafından 2007 yılında düzenlenen bir sempozyumda kullanılmıştır. Gölge bankalar para piyasasındaki kısa dönem fonları artırırlar ve bu fonları uzun dönem vadeli varlıkları satın almak için kullanırlar. Gölge bankalar geleneksel bankacılık düzenlemelerine tabi olmadıkları için acil durumlarda geleneksel bankalar gibi merkez bankalarından borçlanamazlar. Ayrıca gölge bankalar fonları sigorta ile güvence altında olan mevduatlara sahip değildirler.

Bu çalışmanın amacı gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisi incelenerek literatüre katkı sunmaktır. Bu amaçla yapılan analizde 35 OECD ülkesi ve 9 gelişmekte olan ülke ile toplamda 44 ülke incelenmiştir. Çalışmada gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisi, 2008-2016 dönemini ve daha önceden belirtildiği gibi 44 ülkeyi kapsayan bir örneklem için dinamik panel veri yöntemleri (GMM) ile incelenmeye çalışılmıştır. Yapılan analiz sonunda, gölge bankalar göz önüne alındığında, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkilerinin azaldığını sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler

Para Politikası, Parasal Aktarım Mekanizması, Gölge Bankacılık, GMM

ABSTRACT

OKUR, Fatih. *The Effect of Shadow Banking on The Monetary Transmission Mechanism*, Ph. D. Dissertation, Ankara, 2017.

The question of how monetary policy affects the real economy has been a debate that has been going on for many years in terms of macroeconomics. Nowadays, the impact of monetary policy on aggregate demand is no longer inured. The argument is why prices are not exactly adjusted to the demand. While 30 years ago this debate was unfamiliar with price adjustments, the subject is now the size of the effect of the monetary policy on aggregate demand, and through which channels this effect occurred.

Shadow banking term was first used by economist McCulley in a symposium in 2007. Shadow banks increase short-term funds in the money market and use these funds to buy long-term assets. Since shadow banks are not subject to traditional banking regulations, they can not borrow from central banks like traditional banks in an emergency. In addition, shadow bank funds do not have deposits secured by insurance.

The purpose of this study is to contribute to the literature by examining the effect of shadow banking on the monetary transmission mechanism. In the analysis made for this purpose, 35 OECD countries and 9 developing countries in total 44 countries were examined. The impact of shadow banking on the monetary transmission mechanism in the study has been studied with dynamic panel data methods (GMM) for a sample covering the 2008-2016 period and 44 countries as previously mentioned. At the end of the analysis, when the shadow banks are taken into account, it is concluded that the effects of the monetary policy on the economic activity are reduced.

Keywords

Monetary Policy, Monetary Transmission Mechanism, Shadow Banking, GMM

İÇİNDEKİLER

KABUL ve ONAY	i
BİLDİRİM	ii
YAYIMLAMA ve FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI	iii
ETİK BEYAN	iv
TEŞEKKÜR	v
ÖZET	vi
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR DİZİNİ	xii
TABLolar DİZİNİ	xiv
ŞEKİLLER DİZİNİ	xv
GRAFİKLER DİZİNİ	xvi
GİRİŞ	1
1.PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI	4
1.1. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	6
1.1.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	7
1.1.2. Reeskont Oranı	7
1.1.3. Zorunlu Karşılık Oranı	8
1.2.AKTARIM MEKANİZMASI HAKKINDA FARKLI TEORİK YAKLAŞIMLAR	9
1.2.1.Klasik Görüş.....	9
1.2.1.1. Paranın Miktar Teorisi	10
1.2.1.2. Klasik Görüşte Para Politikası.....	12
1.2.2. Keynesyen Görüş	13

1.2.2.1. Keynes ve Paranın Miktar Teorisi.....	14
1.2.2.2. Basit Keynesyen Makro İktisat Teorisinde Para Politikası.....	14
1.2.3. Parasalcı Görüş.....	15
1.2.4. Yeni Klasik Yaklaşım	17
1.2.4.1. Beklenen Para Politikası.....	17
1.2.4.2. Beklenmeyen Para Politikası.....	18
1.2.5. Yeni Keynesyen Yaklaşım	19
1.2.5.1. Beklenen Para Politikası.....	19
1.2.5.2. Beklenmeyen Para Politikası.....	21
1.3.PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI.....	22
1.3.1. Faiz Oranı Kanalı	22
1.3.2. Kredi Kanalı	23
1.3.2.1. Bilanço Kanalı.....	24
1.3.2.2. Banka Borç Verme Kanalı	25
1.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı	25
1.3.3.1. Döviz Kuru Kanalı	26
1.3.3.2. Hisse Fiyatları Kanalı.....	26
1.3.4. Risk Kanalı.....	28
2.GELENEKSEL BANKACILIK ve GÖLGE BANKACILIK.....	31
2.1.GELENEKSEL BANKACILIĞIN DÜŞÜŞÜ	31
2.2.GÖLGE BANKACILIK.....	34
2.2.1.Gölge Bankacılığa İlişkin Riskler ve Faydalar	39
2.3.GÖLGE BANKACILIK ALT SİSTEMLERİ.....	40
2.3.1. Devlet Destekli Gölge Bankacılık.....	41
2.3.2. İçsel Gölge Bankacılık	41
2.3.3. Dışsal Gölge Bankacılık.....	42
2.3.4. Paralel Bankacılık Sistemi	42

2.4.GÖLGE BANKACILIK ÜRÜNLERİ.....	43
2.4.1.Bankalar İle Alakalı Ürünler	43
2.4.1.1Finansal Ürünler	43
2.4.1.2.Emniyete Alınmış Krediler	43
2.4.1.3. Banka-Tröst Şirket	44
2.4.1.4.Bankalar ve Menkul Kıymet Firmaları Arasındaki İşbirliği	44
2.4.2. Banka Dışı Finansal Kurum Ürünleri.....	44
2.4.2.1. Finansal Kredi Ürünleri.....	44
2.4.2.2. Finansal Şirketlerce Verilen Küçük Krediler	44
2.4.3. Finansal Olmayan Kurum Ürünleri.....	45
2.4.4. Kredi Garantileri	45
2.5. FİNANSAL İSTİKRAR KURULU KÜRESEL GÖLGE BANKACILIK İZLEME RAPORU.....	45
2.5.1. Ekonomik Fonksiyonlara Dayalı Gölge Bankacılığının Ölçüsü	46
2.5.1.1.Ekonomik Fonksiyonlar Yaklaşımı.....	46
2.5.2. Küresel Bakış Açısı.....	47
2.5.3. Bölgelerarası Analiz.....	49
2.6. GÖLGE BANKACILIK ZAMAN ÇİZELGESİ	52
3.AMPİRİK LİTERATÜR.....	60
3.1 PARASAL AKARIM MEKANİZMASI.....	60
3.2. GÖLGE BANKACILIK ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR	66
4.GÖLGE BANKACILIĞIN PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: AMPİRİK UYGULAMA.....	70
4.1. VERİ ve YÖNTEM	70
4.2. MODEL ve BULGULAR	74
5.SONUÇ	82
KAYNAKÇA	85
EK 1. ETİK KURUL İZİNİ MUAFİYET FORMU	97

EK 2. ORJİNALLİK RAPORU	98
ÖZGEÇMİŞ	99

KISALTMALAR DİZİNİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

DFKV: Diğer finansal kurum varlıkları

DSGE: Dinamik stokastik genel denge

EKK: En küçük kareler

ERISA: Emeklilik gelir güvencesi

ETF: Borsa yatırım fonu

FDIC: Federal mevduat sigorta şirketi

FED: Amerika Birleşik Devletleri merkez bankası

FSB: Finansal istikrar kurulu

GMM: Genelleştirilmiş momentler metodu

GSYİH: Gayri safi yurtiçi hasıla

IMF: Uluslararası para fonu

IV: Araç değişken

MB: Merkez bankası

MMF: Para piyasası fonları

OECD: İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

PVAR: Panel veri vektör otoregresyon

SIV: Özel yatırım araçları

SPV: Özel amaçlı araçlar

SVAR: Yapısal vektör otoregresyon

VAR: Vektör otoregresyon

VECM: Vektör hata düzeltme modeli

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: Geleneksel bankacılık ve Gölge bankacılık karşılaştırması

Tablo 2: Ekonomik fonksiyonların tanımlanması

Tablo 3: Finansal araçların varlıkların büyüklükleri

Tablo 4: Olası gölge bankacılık kuruluşları ve faaliyetleri

Tablo 5: Parasal Aktarım Mekanizması Üzerine Literatür Taraması

Tablo 6: Değişkenlerin tanımı

Tablo 7: Değişkenlerin temel istatistik göstergeleri

Tablo 8: GMM Model 1'in sonuçları

Tablo 9: GMM Model 2'nin sonuçları

Tablo 10: GMM Model 3'ün sonuçları

Tablo 11: GMM Model 4'ün sonuçları

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Klasik görüşte para politikası

Şekil 2: Keynesyen makro iktisat teorisinde para politikası

Şekil 3: Yeni klasik makro iktisadi yaklaşımda beklenen para politikası

Şekil 4: Yeni klasik makro iktisadi yaklaşımda beklenmeyen para politikası

Şekil 5: Yeni keynesyen makro iktisat teorisinde beklenen para politikası

Şekil 6: Yeni keynesyen makro iktisat teorisinde beklenmeyen para politikası

Şekil 7: Gölge bankacılık sisteminin işleyiş mekanizması

Şekil 8: Gölge bankacılığın kapsamı

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1: Finansal aracılık varlıklarının büyüklüğü

Grafik 2: Gölge bankacılığın GSYİH ile kıyaslaması

Grafik 3: GSYİH'ya Oranla Gölge Bankacılık, Diğer Finansal Aracılar Ve Bankalar

Grafik 4: Gölge bankacılık varlıkları dağılımı

Grafik 5: Gölge Bankacılık Büyüme Oranları

GİRİŞ

Para politikası aktarım mekanizmasını anlamak ekonomistler arasında uzun süredir devam eden bir ilgi konusu olmuştur. Bu anlamda, birçok teorik ve ampirik çalışma, parasal aktarım mekanizmaları konusunu araştırmaktadır. Dünya genelinde merkez bankaları geleneksel olarak para politikasını kısa vadeli nominal faiz oranlarını kontrol ederek ve parasal aktarım mekanizması yoluyla ekonomiyi etkileyerek uygular. Merkez bankalarınca uygulanan para politikası; paranın miktar ve maliyeti, firma ve hanehalkının beklentileri üzerinde etkide bulunarak politika hedeflerine erişmeye yönelik kullanılan stratejilerin tamamı olarak tanımlanabilir. Merkez bankaları para politikası aracılığı ile fiyat istikrarı, tam istihdam, iktisadi büyüme, finansal ve döviz piyasalarında istikrar gibi bazı amaçları hedeflemektedir. Fakat sıralanan bu amaçlar içinde en çok öne çıkan hedef fiyat istikrarıdır. Hedeflenen bu amaçlara ulaşmak için merkez bankaları değişik araçlar kullanarak reel ekonomiyi etkilemeye çalışır. Reel ekonominin nasıl ve hangi kanallar aracılığı ile etkilendiğini gösteren mekanizmaya ise parasal aktarım mekanizması denilmektedir.

Gölge banka terimi ilk olarak ekonomist McCulley tarafından 2007 yılında düzenlenen bir sempozyumda kullanılmıştır. Gölge bankalar, geleneksel bankalar ile benzer işlevleri yerine getiren ve benzer riskleri üstlenen finansal kurumlardır. Gölge bankacılık geleneksel bankacılık sisteminin dışındadır ve genellikle kamuya açık garantili mevduat sigortası gibi güçlü bir güvenlik ağını içermezken, farklı ve daha az sayıda düzenleyicinin gözetimi altında çalışır. Gölge bankalar, para piyasasındaki kısa dönem fonları artırırlar ve bu fonları uzun dönem vadeli varlıkları satın almak için kullanırlar. Gölge bankalar geleneksel bankacılık düzenlemelerine tabi olmadıkları için acil durumlarda geleneksel bankalar gibi merkez bankalarından borçlanamazlar. Bu durum Pozsar vd. (2010), Gorton ve Metrick (2012), Elliott vd. (2015) tarafından kabul görülür ve tüm gölge bankacılık faaliyetleri ile de örtüşmektedir.

Küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte finansal sektörün önemi artmıştır. Yüksek bir finansallaşma seviyesine ulaşan makro iktisadi sistemde meydana gelen 2008

küresel ekonomik krizi ile birlikte bazı sorgulamalar ortaya çıkmıştır. 2008 küresel ekonomik krizinin ortaya çıkmasındaki en büyük nedenlerden bir tanesi olarak da gölge bankacılık sistemi gösterilmektedir. Buna dayanarak gölge bankacılık sorgulanmaya başlanmıştır.

Bu çalışmanın temel amacı, gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizmasını nasıl ve hangi yönde etkilediği sorusuna cevap aramaktır. Gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisinin anlaşılması, para politikası otoritelerinin daha sağlıklı para politikaları oluşturmaları açısından çok önemli olduğundan çalışmada el edilen sonuçların ve sonuçların işaret ettiği politika önerilerinin bu politika oluşturma sürecine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Literatür incelemesi sonuçları bu konuda farklı ekonometrik yöntemlerin kullanıldığını göstermektedir. Çalışmada bu yöntemlerden genelleştirilmiş momentler metodunu (GMM) kullanılmasının sebebi, teorik modelin dinamik ilişkiler içermesi, değişkenlerdeki içsellik probleminin GMM yöntemdeki araç değişkenlerle çözülebilmesi ve kullanılan verilerin içermiş olduğu küçük T – büyük N durumlarıdır. Çalışmanın ana hipotezi: Gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerinde etkisinin mevcut olmasıdır.

Tezin bölümlendirilmesi şöyledir: Çalışmanın birinci bölümünde parasal aktarım mekanizmasının tanımı yapılmaktadır. Bu bölümde iktisadi okulların parasal aktarım mekanizmasına ilişkin görüşleri tartışılmakta, ardından parasal aktarım mekanizması kanalları olan faiz oranı kanalı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı ve risk kanalı incelenmektedir. Bu bölümde son olarak ise merkez bankalarının kullanmış olduğu para politikası araçlarına değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde geleneksel bankacılık ve gölge bankacılık üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde geleneksel bankacılıktaki düşüşün nedenleri tartışıldıktan sonra gölge bankacılığın ne olduğu, ne zaman ve nasıl ortaya çıktığı gibi sorulara cevap aranmaktadır. Buna ek olarak gölge bankacılık hakkındaki gelişmeler kronolojik bir şekilde açıklanmaya çalışılmakta, ardından da gölge bankacılık alt sistemleri ve türleri hakkında gerekli açıklamalar yapılmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümü parasal aktarım mekanizması ve gölge bankacılık hakkında yapılmış ampirik çalışmaları içermektedir. Bu bölümde iki ayrı başlık altında parasal aktarım mekanizması ile gölge bankacılık konularına ilişkin literatürdeki çalışmalar derlenmektedir.

Dördüncü bölüm, gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisinin ampirik olarak incelenmesini içermektedir. Bu bölümde, çözümlemede kullanılan genelleştirilmiş momentler metodu incelenmekte ve çalışmada kullanılan değişkenler açıklanmaktadır. Ardından çalışmada kullanılan model tartışılmakta ve modelin tahmini sonucunda elde edilen bulgular yorumlanmaktadır.

Beşinci bölüm çalışmanın sonuç bölümü olup, yapılan çözümlemelerden elde edilen bulguların toplu bir şekilde değerlendirilmesi yapılmakta ve çalışmanın sonuçları ortaya konulmaktadır. Ayrıca bu sonuçlardan yola çıkılarak politika önermeleri de bu bölümde yer almaktadır.

1.PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Para politikasının reel ekonomiyi etkileyip etkilemediği sorusu makro iktisat açısından yıllar boyu süregelen bir tartışma konusu olmuştur. Son 20-30 yıl önce para politikasının... kanallar ile gerçekleştiği tartışılmaktayken bu tartışma geride kalmış ve günümüzde para politikasının toplam talebe olan etkisi artık kanıksanmıştır. Yeni tartışma konusu ise fiyatların neden tam anlamıyla talepteki değişime ayarlanmadığıdır. 20-30 yıl önce bu tartışma fiyat ayarlanmalarını kanıksamış iken, tartışılan konu para politikasının toplam talep üzerindeki etkisinin büyüklüğü ve bu etkinin hangi kanallar aracılığı ile gerçekleştiğidir (Romer, Romer, Goldfeld ve Friedman, 1990).

Para politikasının reel ekonomi üzerine olan etkisini araştıran geleneksel çalışmalar, para politikasının talep üzerine olan etkisine dayanmaktadır. Friedman ve Schwartz (1982) ile başlayan modern ampirik para politikası çalışmaları para politikasının makro ekonomiyi istikrarlı hale getirebileceğini söylemektedir. IS-LM modeline göre para politikasındaki değişimler toplam sonuçları etkilediği sürece önemlidir. Toplam yatırımdaki dalgalanmalar, politikalar sadece yatırım projelerinin karlılığını etkilediğinde önemli bir hal almaktadır (Cecchetti, 1995).

Para politikası, merkez bankalarının para arz kontrolü aracılığı ile faizleri ve kredi fonlarını etkilemesidir. Para politikası kararları aracılığı ile yapılan bu işlem, toplam talebi, GSYİH'yi ve fiyatlar genel seviyesini parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılan mekanizma ile etkiler. Para politikası kararları hanehalkının, firmaların ve finansal kurumların yatırım ve tüketim kararlarına olan etkisi ile GSYİH'yi etkilemektedir (Jayaraman ve Choong, 2009).

Ekonomideki "ani hareketlenmeler" düzensiz olarak meydana gelmektedir. Bu ani hareketlenmeler meydana geldiğinde, "yayıma" süreci ani hareketlenmelerin etkisini ekonomik sisteme yaymaktadır. Son zamanlardaki çalışmalar, ani hareketlenmelere "şok" ve yayılmaya ise "aktarım" demektedirler. Aktarım süreci bir şok karşısında ekonominin nasıl bir tepki verdiğini açıklamaktadır (Meltzer, 1995).

Para politikası, merkez bankalarının hedeflerine ulaşmak için uyguladığı eylemler ve kuralları içermektedir. Çoğu ülkede para politikasının öncelikli hedefi fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fakat birçok merkez bankası tam istihdam, yurtiçi finansal istikrar gibi değişik amaçları da kendisine görev edinmiştir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002).

Para politikası, sürdürülebilir büyüme ve düşük enflasyon istikrarı açısından çok önemlidir. Maliye politikası ekonomik istikrarı sağlamada zamanlama sorunları ve bütçe açığı açısından bir politika aracı olma özelliğini kaybetmiştir. Son yıllarda ekonomistler ve siyasetçiler, üretim ve fiyat istikrarını para politikasına bırakmışlardır. Gerçekte, birçok merkez bankası enflasyonun yükselmemesi için faizleri artırma stratejisini izlemektedir. Böyle bir girişimin başarılı olabilmesi için, para politikası otoritelerinin zamanlamayı ve para politikasının ekonomi üzerindeki etkisini iyi değerlendirmeleri gerekmektedir (Mishkin, 1996).

Başarılı bir para politikası uygulaması, parasal değişikliklerin etkisinin ekonominin diğer alanlarına ne kadar hızla yayıldığı konusunda kesin bir değerlendirmeye gereksinim duymaktadır. Bu yüzden para politikasının ekonomik aktiviteler üzerindeki etkisini tam manasıyla anlamak gerekir (Pétursson, 2001).

Finansal sistem yapısı ve para politikasının etkisini öğrenmenin yolu merkez bankasının reel ekonomiyi nasıl etkilediğini öğrenmekten geçer. Merkez bankaları tipik olarak fiyatları ve finansal varlık miktarlarını etkileyerek enflasyon ve istihdam hedeflemesi yaparlar (Cömert, 2011). Parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının uygulamış olduğu para politikaları neticesinde reel ekonominin nasıl ve hangi yönde etkilediğini açıklayan mekanizmadır.

Aktarım mekanizması mantık olarak iki basamaktan oluşmaktadır. İlk basamak para politikası değişikliklerinin finansal sistem yoluyla yayılmasını kapsar. Bu aşama merkez bankası piyasa işlemlerinin para piyasası aracılığı ile doğrudan hanehalkı ve firmalarının harcama kararlarını, tahvil piyasalarını ve kredi piyasalarını nasıl etkilediğini açıklamaktadır. Aktarım mekanizmasının ikinci basamağı ise para politikası şoklarının finansal sistemden reel ekonomiye yayılmasını kapsar. Bu basamak para

politikası şoklarının reel üretim ve fiyatları nasıl etkilediğini açıklamaktadır (Pétursson, 2001).

Aktarım mekanizması merkez bankasının hedefleri ile uyumlu olarak seçilen politika ile başlar. Merkez bankalarının daha önceleri kullanmış oldukları birçok değişik politika aracı yanında günümüzde ana araç olarak açık piyasa işlemleri kullanılmaktadır (Cömert, 2011).

Merkez bankaları hedeflerine ulaşmak için finansal varlıkların miktarı ve fiyatları üzerinde olan nüfuzunu kullanmaktadır. Merkez bankaları kullanmış oldukları birçok aracı terk edip, açık piyasa işlemleri, reeskont penceresi işlemleri ve zorunlu karşılık uygulamaları gibi daha dolaylı araçları kullanmaya başlamışlardır. Bu gelişmeler de elden ele yayılarak birçok ülkenin makroekonomik değişkenlerinde dalgalanmalara sebep olmuştur (Rogoff, 2006).

Finansal sistemin değişen özellikleri son zamanlarda odağını, parasal kontrolden, aktarım mekanizmasındaki ihtiyati kontrollere, özellikle de sermaye düzenlemesine kaydırmıştır. 20-30 yıl öncesine kadar, birçok ülkede araçların bilançolarında kredi tahsisi ve genel kredi kontrol politikalarının bir parçası olarak çeşitli kısıtlamalar bulunmaktayken, zamanla bu kısıtlamalar kaldırılmış ve dikkat edilmesi gereken tek kısıt minimum rezerv zorunluluğu olmuştur. Daha yakın zamanda, asgari sermaye gereksinimlerinin banka davranışına artan etkisi ile öz sermaye finansmanının farklı maliyetine (banka sermaye kanalı) dayalı aktarım mekanizması üzerindeki etkileri büyüyen bir literatür meydana getirmiştir (Borio ve Zhu, 2012).

1.1. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez bankaları banka rezervlerini kontrol altında tutmak için birçok araç kullanmaktadır. Bu araçlar içerisinde en yaygın kullanılan üç araç: Açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri ve zorunlu karşılık oranıdır. Pratikte baskın olan araç ise açık piyasa işlemleridir.

1.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Para politikası araçlarından ilki olan açık piyasa işlemleri: Merkez bankasının piyasadaki para miktarını artırmak veya azaltmak amacıyla hazine bonosu, döviz ve tahvil alış – satış işlemidir. Merkez bankası bahsedilen menkul kıymetleri sattığı durumda para tabanı artar, satın aldığı ise para tabanı azalır (Froyen, 1983).

Açık piyasa işlemleri amacına yönelik olarak defansif veya ofansif olarak tanımlanabilir. Merkez bankası farklı zaman aralıklarında para tabanında farklı etkenlerden kaynaklanan hareketliliği engellemek için açık piyasa işlemi gerçekleştirirse buna defansif açık piyasa işlemi denir. Ofansif açık piyasa işlemi ise herhangi bir tehdit bulunmazken merkez bankasının para tabanını değiştirmek için açık piyasa işlemi uygulaması durumudur.

Açık piyasa işlemlerinin bazı avantajlı özellikleri bulunmaktadır. Bunlar:

- Çok etkili olması
- Ölçülebilir bir etkiye sahip olması
- Kontrol edilebilme olanağına sahip olması
- Hızlı olması

1.1.2. Reeskont Oranı

Reeskont, ticari bankalarca iskonto edilmiş olan bir senedin merkez bankası tarafından iskonto edilmesi durumudur. Merkez bankaları ne zaman bankalarca iskonto edilmiş senetleri iskonto eder? Bankalar olumsuz mali durumlarda rezervlerini artırmak için sahip oldukları senetleri zamanı gelmeden merkez bankasına kırdırırlar (Froyen, 1983). Aslında bu durum merkez bankasından borçlanmak anlamına gelmektedir. Bankaların merkez bankasından aldıkları krediler karşılığında verdikleri faiz oranı reeskont oranıdır (Önder, 2005: 80).

Reeskont oranı da açık piyasa işlemleri gibi bazı avantajlara sahiptir. Bu avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Nihai karar verme mercii
- Bankalara hücumu (bank runs) engelleme

Reeskont oranı kullanımının, bu iki avantajın yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar ise şu şekilde gösterilebilir:

- Maliyet Etkisi: Merkez bankası reeskont oranını değiştirirse bankaların merkez bankasından almış oldukları kredilerin maliyetleri değişir ve bu sebeple para arzı bu durumdan etkilenir.
- Bekleyiş ya da beyan etkisi: Merkez bankası reeskont oranını değiştirdiğini duyurduğunda, piyasaya yanlış sinyal verilmiş olabilir ki bu duruma “sinyal etkisi” denir. Merkez bankası reeskont oranını yükselttiği durumda, finansal piyasalar faiz oranının artacağı beklentisi içine girebilir. Bu durumda kredi verenler daha az kredi verme eğilimine girebilirler ki bu da yatırımları azaltır.
- Merkez bankası reeskont kredilerini tamamen kontrolü altında tutamaz. Merkez bankası reeskont oranının indirse bile bankalar merkez bankasından borçlanmak istemeyebilir.
- Açık piyasa işlemlerinde olduğu gibi bir etkinlik ve hızlılık yoktur.

1.1.3. Zorunlu Karşılık Oranı

Bankalar, mevduatlarının belirli bir oranını merkez bankasında bulunan rezerv hesabından tutmak zorundadır. Bu orana zorunlu karşılık oranı denir. Zorunlu karşılık oranının politika aracı olarak kullanılmasının bazı avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır.

Avantajları şu şekilde sıralanabilir:

- Merkez bankası tarafından zorunlu karşılık oranlarında bir değişiklik yapıldığı durumda bütün bankalar aynı oranda etkilenmektedir.
- Açık piyasa işlemleri kadar olmasa da etkili bir araçtır.

Dezavantajları ise şu şekilde sıralanabilir:

- Zorunlu karşılık oranında yapılacak herhangi bir değişim para arzını büyük oranda etkileyebilir. Bu, zorunlu karşılık oranının mevduat çarpanı içinde yer almasından kaynaklanmaktadır.
- Zorunlu karşılık oranı sürekli değişiklik gösterirse bankalar bir belirsizliğin içine girebilir. Düşük rezerve sahip bankalar kıymetli evraklarını satmak zorunda kalabilirler.

1.2.AKTARIM MEKANİZMASI HAKKINDA FARKLI TEORİK YAKLAŞIMLAR

1.2.1.Klasik Görüş

Klasik makro iktisat teorisinde ekonomide meydana gelebilecek bir toplam talep yetersizliğinde klasik faiz teorisi çok önemli bir rol üstlenmektedir. Firma ve tüketicilerin oluşturduğu bir kapalı ekonomi düşündüğümüzde toplam talep ve toplam arz eşitliği şu şekilde gösterilmektedir:

$$AD = C (R) + I (R) = Y \quad (1)$$

Yukarıdaki toplam arz ve toplam talep eşitliğini gösteren denklemde AD toplam talebi, C tüketim harcamaları, I yatırım harcamalarını, R reel faiz oranını ve Y de toplam arzı

sembolize etmektedir. Toplam talep iki kısımdan oluşmaktadır: i-) tüketim harcamaları ii-) yatırım harcamaları. Klasik faiz teorisinde, tüketim ve yatırım harcamaları reel faiz oranı ile ters yönlü bir ilişki içindedir. Reel faiz oranındaki bir artış tüketim ve yatırım harcamalarını azaltırken, reel faiz oranındaki bir düşüş de yatırım ve tüketim harcamalarını artırmaktadır.

Tüketicilerin elde etmiş oldukları gelirin belirli bir kısmını harcamalarına tasarruf denilir. Buradan yola çıkarak aşağıdaki denklik yazılabilir:

$$Y - C (R) = S (R) \quad (2)$$

$$S (R) = I (R) \quad (3)$$

Klasik görüşe göre tasarruflar reel faiz oranı ile doğru, yatırımlar ise reel faiz oranı ile ters yönlü bir ilişki içindedir (Bocutoğlu, 2013: 20).

1.2.1.1. Paranın Miktar Teorisi

Klasik makro iktisat teorisinde klasik dikotomi geçerlidir. Klasik dikotomi parasal değişkenlerin reel değişkenler üzerinden her hangi bir etkisinin bulunmaması durumudur. Klasik makro iktisat teorisi uzun dönemde paranın yansız olduğunu söyler. Yani para arzındaki her hangi bir değişim üretim ve istihdam gibi ekonominin reel değişkenlerini etkilemez.

Literatürde paranın miktar teorisi iki başlık altında incelenmektedir. **i-)** Öncülüğünü Alfred Marshall ve Cecil Pigou'nun yaptığı Cambridge Nakit-Denge yaklaşımıdır **ii-)** Irving Fisher'ın geliştirmiş olduğu Fisher yaklaşımıdır.

Cambridge Yaklaşım'ı: Bu yaklaşımda nominal para arzı ile nominal para talebi güçlü bir çizgi ile ayrılmıştır. Nominal para talebi sadece işlem güdüsü ile yapılmaktadır. Klasik makro iktisat teorisinde paranın işlem güdüsü dışında

ihtiyat ve spekülasyon güdüsü ile talep edilmesi söz konusu değildir. Cambridge Para talebi fonksiyonu şu şekilde yazılmaktadır:

$$MD = kPY \quad (4)$$

Fonksiyonda MD nominal para talebini, PY nominal milli geliri ve k da işlem güdüsü ile elde tutulmak istenilen nakit parayı ifade etmektedir. Cambridge yaklaşımında toplam para talebi ve toplam para arzı birbirine eşit olduğundan;

$$MS = MD \quad (5)$$

$$MS = kPY \quad (6)$$

sonucu çıkarılabilmektedir. Y tam istihdam üretim miktarını gösterirken, k ile Y kısa dönemde sabittir. O halde fiyatlar genel seviyesini etkileyen tek değişken nominal para arzıdır. Bu şartlar altında para arzında bir artış olduğunda $MS = kPY$ denkleminin eşitliği bozulacak, $MS > kPY$ durumu ortaya çıkacaktır. Bu eşitsizlik de sadece ve sadece fiyatlar genel düzeyindeki artış ile ortadan kaldırılabilir. Klasik görüşe göre bu artış nominal para arzındaki artış oranına eşit olmalıdır (Bocutoğlu, 2013: 25).

Fisher Yaklaşımı: Irving Fisher'ın yaklaşımı şu denklem ile gösterilmektedir:

$$MSV = PY \quad (7)$$

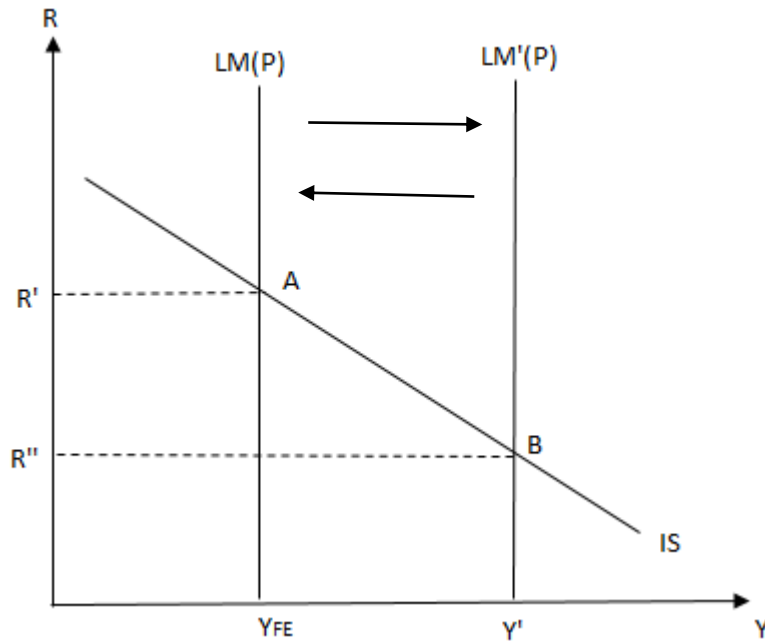
Burada V paranın dolaşım hızını ve MS de nominal para arzını ifade etmektedir. Paranın dolaşım hızı V, Cambridge yaklaşımındaki k katsayısının tersidir ($V=1/k$). Paranın dolanım hızını ifade eden V ile üretim miktarı Y kısa dönemde sabittir. Yukarıdaki denklemi üretim miktarına (Y) bölüldüğünde sonuç fiyatlar genel seviyesini (P) verecektir.

$$P = MSV / Y \quad (8)$$

Görüldüğü üzere fiyatlar genel seviyesi nominal para arzına bağlıdır. Para arzında meydana gelecek bir artış fiyatlar genel seviyesini anlık olarak artırır. Bu artış da para arzı artış oranına denk bir artıştır.

1.2.1.2. Klasik Görüşte Para Politikası

Klasik görüşte para politikası aşağıdaki IS-LM modeli ile açıklanabilir.



Şekil 1: Klasik makro iktisat görüşte para politikası

IS-LM modelinde IS doğrusu mal ve hizmet piyasası dengesini, LM doğrusu ise para piyasası dengesini temsil etmektedir. IS ve LM doğrularının kesişim noktaları da mal ve para piyasalarının dengede olduğunu yani ekonominin genel dengesinin sağlanmış olduğunu ifade etmektedir. Klasik makro iktisat teorisinde LM doğrusunun eğimi sonsuzdur. Klasik görüşte para talebi sadece işlem güdüsü ile yapıldığı için faiz oranındaki değişimler para talebini etkilemez. LM doğrusu nominal para arzı veya reel para arzının arttığı durumlarda sağa kayarken, nominal ve reel para arzının azaldığı durumlarda sola kaymaktadır.

Şekil 1'e geri dönülecek olursa, ekonomi başlangıçta A noktasında R' faiz oranı, Y_{FE} milli gelir ve tam istihdam düzeyinde dengededir. Fiyatlar genel düzeyi ise P'dir. Merkez bankasının para arzını artırdığı varsayımı üzerine:

LM(P) doğrusu sağa kayar ve LM'(P) konumuna gelir. B noktasında R faiz oranı ve Y' milli gelir bileşiminde ekonominin yeni dengesi oluşur. Nominal para arzındaki artış toplam talebin artmasına neden olur. Böylece fiyatlar genel düzeyi de P den P' seviyesine yükselir. Fiyatlar genel düzeyindeki artış reel para arzının azalmasına sebep olur. Reel para arzındaki bu düşüş sonrası LM'(P) doğrusunu LM''(P') konumuna getirir. Üretim seviyesi Y_{FE} ve faiz oranı da R' konumuna gelmektedir. Değişen sadece ve sadece fiyatlar genel seviyesinin yükselmiş olmasıdır. Enflasyon artmış ve fiyat istikrarı bozulmuştur. Üretim ve istihdam seviyesine bakıldığında ise değişmediği görülmektedir (Bocutoğlu, 2013: 39).

Sonuç olarak, Klasik makro iktisat teorisinde merkez bankasının uygulamış olduğu para arzı artışı istihdam ve üretim seviyesini etkilemez fakat fiyatlar genel düzeyini yükselterek enflasyon artışına sebebiyet vermektedir. Bu sebeple de Klasik makro iktisat teorisi, devletin maliye ve para politikası kullanarak ekonomiye müdahale etmemesini, sadece emniyet, adalet ve savunma gibi özel sektörün altından kalkamayacağı veya karlı olmayan hizmetleri sağlaması gerektiğini önermektedir.

1.2.2. Keynesyen Görüş

Keynesyen para teorisinin temel görüşü paranın faiz oranı aracılığı ile geliri etkilemesi üzerinedir. Para arzındaki bir artış faiz oranlarını düşürür ve düşük faiz oranları da toplam talebi ve geliri artırır. Faiz oranı klasik görüşte tasarruflar ve yatırımlar tarafından belirlenmektedir. Keynesyen görüş bu teoriyi kabul etmemektedir. Keynes 1936 yılında yayınlanmış olduğu, İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi kitabında faiz

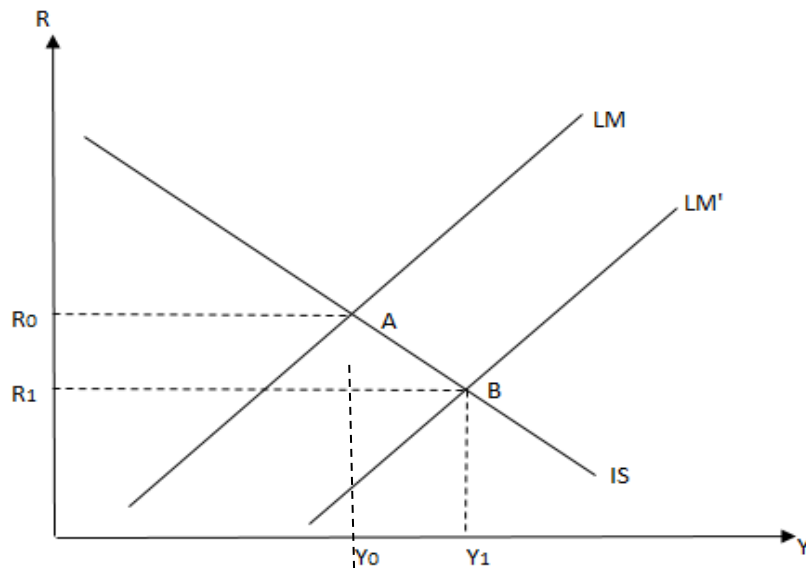
oranını parasal bir olgu olarak işlemiştir. Keynesyen görüşte faiz oranı para talebi ve merkez bankası tarafından belirlenen para arzı ile belirlenmektedir. Klasik makro iktisadi görüş para talebinin işlem güdüsü ile yapıldığını söylemekteyken, Keynesyen görüş işlem güdüsüne ek olarak para talebinin ihtiyat güdüsü ve spekülasyon güdüsü ile yapıldığını söylemektedir. İşlem ve ihtiyat güdüsü ile de yapılan para talebi milli gelir ile doğru yönlü bir ilişki içerisindeyken, spekülasyon güdüsü ile yapılan para talebi ise faiz oranı ile ters yönlü bir ilişki içindedir (Snowdon ve Vane, 2012).

1.2.2.1. Keynes ve Paranın Miktar Teorisi

Keynes paranın yansız olduğunu kabul etmemekte, ekonominin tam istihdam dengesinde olmayabileceğini, bu nedenle para arzındaki bir artışın sonucu olarak artan toplam talebin, ekonomi tam istihdama gelene kadar üretim ve istihdamı artırırken, fiyatlar genel düzeyini değiştirmeyeceğini öne sürmektedir.

1.2.2.2. Basit Keynesyen Makro İktisat Teorisinde Para Politikası

Basit Keynesyen makro iktisat teorisinde para politikası aşağıdaki IS-LM model ile açıklanabilir.



Şekil 2: Keynesyen makro iktisat teorisinde para politikası

Ekonomi A noktasında eksik istihdam düzeyinde R_0 faiz haddi ve Y_0 üretim düzeyinde dengede olduğu varsayımı altında, merkez bankası para arzını artırdığında LM doğrusu sağa kayarak LM' konumuna gelecektir. Para arzı artışından sonra faizler düşerek R_0 konumundan R_1 konumuna gelecektir. Düşen faizler yatırım harcamalarını artırarak üretimde bir yükselme meydana getirecektir. Ekonominin yeni dengesi B noktasında sağlanacaktır. Keynesyen parasal aktarım mekanizması para politikasının etkisini üç unsura bağlamaktadır. Para arzı artışı ile faiz oranındaki düşüşün oranına, yatırım harcamalarının faizlerdeki bu azalma oranına olan tepkisine ve çarpan katsayısı değerine bağlamaktadır (Froyen, 2007).

1.2.3. Parasalci Görüş

1937 yılında Hicks, para arzı ve faiz oranının toplam gelir ve çıktı üzerindeki etkisini IS-LM model yardımı ile açıklamıştır. Bu model günümüzde ders kitaplarında kalmış ve daha çok politika üzerine tartışmaları içermektedir. Bu modelde para politikası faiz oranlarındaki değişimler tarafından dönüşüme uğratılmıştır. Para stokundaki bir azalma borçlanma maliyetini yükseltmektedir. Daha yüksek borçlanma maliyeti yatırım harcamalarını ve dayanıklı mal tüketim seviyesini düşürmektedir. Sonuç olarak da daraltıcı bir para politikası toplam harcamayı azaltmaktadır. Harcama, çıktı ve toplam gelir kapalı bir ekonomide eşit olduğu için çıktı ve harcama miktarları birlikte değişmektedir (Meltzer, 1995).

Parasalcılara göre yukarıda bahsedilen Keynesyen aktarım mekanizması kısıtlı ve mekanik düzeydedir. Nominal ve reel para stokunu uyaran parasal bir dürtü kısa dönem faiz oranlarında veya borçlanma maliyetinde daha çok değişime sebep olmaktadır. Parasal şoklar mevcut ve öngörülen çeşitli yurtiçi ve yabancı varlık değerlerini değiştirmektedir. Bu değişimin araçları olarak da faiz oranı yapısı, borçlanma, borç verme ve döviz kuru olarak sıralanabilmektedir (Meltzer, 1995).

Nominal para stokundaki beklenmedik bir değişim fiyat ve reel değişkenleri neden etkiler? Bu sorunun parasalci olmayan cevabı 'likidite etkisi'dir. Para arzındaki bir

değişim likiditeyi etkiler ve kısa dönem faiz oranı da likidite değişikliğinin etkisini ölçmektedir. Parasalcı görüşe göre bu cevap kısmi ve eksiktir. Parasal bir şok yurtiçi ve yabancı varlıklara görece para stokunu değişime uğratar. Ayrıca bu varlıkların marjinal faydalarına görece de paranın marjinal faydası da değişime uğramaktadır. Likidite sahipleri dengeyi tekrardan sağlamak için varlık fiyatlarının, üretimin ve tüketimin marjinal faydalarını eşitleler (Meltzer, 1995).

Keynes'le birlikte önemini yitiren Klasik miktar teorisi, Parasalcı iktisatçılarca 1950'li yılların ortaları ve 1960'lı yılların ortaları arasındaki dönemde paranın modern miktar teorisi olarak yeniden önem kazanmıştır. Paranın modern miktar teorisi para arzındaki değişmelerin nominal geliri belirlediğini söylemektedir. Milton Friedman klasik miktar teorisi üzerinde bazı farklılıklarda bulunarak modern miktar teorisini geliştirmiştir (Snowdon ve Vane, 2012). Friedman'a göre bu yeni model bir para talebi teorisidir. Friedman para talep eden kişinin para talebinden fayda sağlamasını üç faktöre bağlamıştır. Bunlar: **i-**) Sürekli gelir **ii-**) Parayı elde tutmanın getirisi ile reel varlıklara yatırmanın getirisinin karşılaştırılması **iii-**) Para talep eden kişinin zevk ve tercihleri. Friedman'ın para talebi fonksiyonu aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$MD = f(Y_p, R, P_e, u) \quad (9)$$

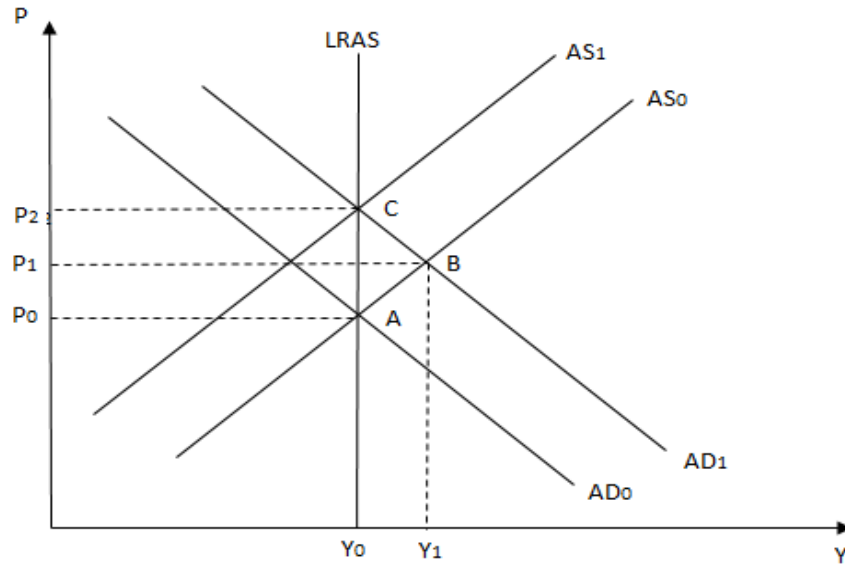
Burada MD reel para talebini, Y_p sürekli geliri, R faiz oranını, P_e beklenen enflasyon oranını ve u para talep eden kişinin zevk ve tercihlerini göstermektedir. Para talep eden kişinin zevk ve tercihleri sabit olduğu durumda para talebi: sürekli gelir yükseldikçe, faiz oranı azaldıkça ve beklenen enflasyon oranı düştükçe artar. Buna karşılık da sürekli gelir düştükçe, faiz oranı arttıkça ve beklenen enflasyon oranı yükseldikçe para talebi azalır (Bocutoğlu, 2013: 178).

1.2.4. Yeni Klasik Yaklaşım

Yeni klasik yaklaşımın, uygulanan politikaların etkisiz olduğunu ilk olarak Sargent ve Wallace tarafından yayınlanan çalışmalarda göstermişlerdir. Bu durum toplam talep / arz modeli kullanılarak gösterilebilir (Snowdon ve Vane, 2005).

1.2.4.1. Beklenen Para Politikası

Şekil 3'te ekonomi ilk başta AD_0 , AS_0 ve LRAS üçlü kesişim noktasında işlemektedir. A noktasında fiyat seviyesi (P_0) tamamen beklenmektedir ve çıktı ve istihdam uzun vadede denge (doğal) durumundadır. Para politikası otoritesi, para arzını artırmayı planladıklarını açıkladığı durumda rasyonel ekonomi ajanları, bu bilgileri beklentilerini oluştururken dikkate alır ve para arzındaki artışın genel fiyat seviyesine etkilerini tam olarak tahmin ederler. Böylece çıktı ve istihdam doğal seviyelerinde değişmeden kalacaktır. Toplam talep eğrisinin AD_0 'dan AD_1 'e doğru sağa kayması, fiyat beklentilerinin derhal yukarı yönlü revize edildikten sonra parasal ücretleri artırdığı için pozitif eğimli toplam arz eğrisinin AS_0 'dan AS_1 'e doğru yukarı doğru kayması ile dengelenir. Bu durumda ekonomi, kısa vadede üretimde ve istihdamda herhangi bir değişiklik olmaksızın, dikey uzun dönemli toplam arz eğrisinde kalarak A noktasından C noktasına doğru kayacaktır. Yani, para süper yansızdır (Snowdon ve Vane, 2005).

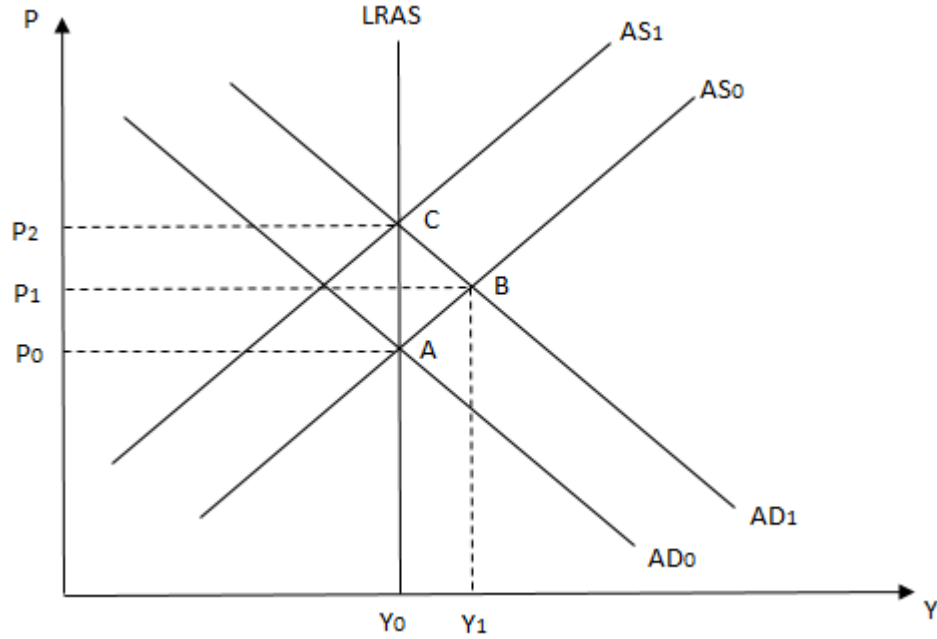


Şekil 3: Yeni klasik makro iktisadi yaklaşımda beklenen para politikası

1.2.4.2. Beklenmeyen Para Politikası

Buna karşılık, para politikası yetkilileri daha önceden bir duyuru yapmadan para arzını arttırarak sürpriz yaptığı bir durumda eksik bilgiye sahip firmalar ve işçiler, nispi fiyat artışıyla genel fiyat seviyesindeki artışı yanlış anlayacaklar ve çıktı ve emek arzını arttıracaklardır. Diğer bir deyişle, işçiler ve firmalar bunu yanlışlıkla hizmet / mal talebinde reel (nominal olmayan) bir artış olarak algılar ve emek / çıktı arzını arttırarak cevap verirler. Şekil 4'e bakıldığında, toplam talep eğrisi AD_0 'dan AD_1 'e sağa kayarak, B noktasındaki pozitif eğimli toplam arz eğrisi AS_0 ile kesişecektir. Fiyatlar genel seviyesinin (P_1) beklenen seviyesinden (P_0)'a kayması (ekonomik ajanların beklentisel hataları) sebebiyle çıktı seviyesi doğal seviyesinden (Y_0) (Y_1) seviyesine kayacaktır. Çıktı / istihdamdaki herhangi bir artış / azalışın ancak geçici olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Ekonomik ajanlar göreceli fiyatlarda bir değişiklik olmadığını fark ettiğinde, üretim ve istihdam uzun vadeli dengesine (doğal) dönecektir. Şekil 4 açısından, ekonomik ajanlar fiyat beklentilerini tam olarak ayarladığında, pozitif eğimli toplam arz eğrisi, AS_0 'dan AS_1 'e yukarı doğru sola kayacak ve toplam talep eğrisi AD_1 'i C noktasında kesecektir. Özetlemek gerekirse, yeni klasik yaklaşıma göre, para arzında beklenen bir artış sonrası fiyat düzeyi artacak ve reel çıktı ve istihdam üzerinde

herhangi bir değişim olmayacaktır. Sadece beklenmedik parasal sürprizler kısa vadede reel değişkenleri etkileyebilmektedir (Snowdon ve Vane, 2005).



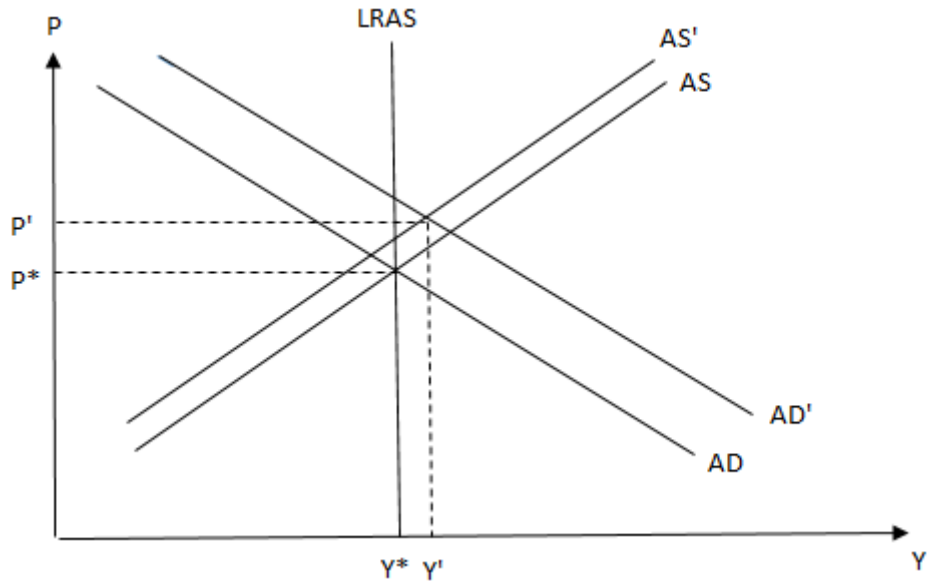
Şekil 4: Yeni klasik yaklaşımda beklenmeyen para politikası

1.2.5. Yeni Keynesyen Yaklaşım

1960-1996 döneminde ABD para politikasının analizinde Clarida *vd.* (2000) para politikasının 1979 öncesinde ve sonrasında nasıl yürüdüğüne dair önemli bir farklılığın olduğunu ve 1979'dan sonra daha önceki dönemle karşılaştırıldığında nispeten daha iyi yönetildiğini göstermektedir. İki dönem arasındaki en önemli fark FED'in beklenen enflasyona verilen cevabın büyüklüğü ve hızıdır (Snowdon ve Vane, 2005).

1.2.5.1. Beklenen Para Politikası

Yeni Keynesyen iktisatçılara göre, ücret ve fiyatlar katı olduğu için para politikası otoritelerinin genişleyici bir para politikası uygulaması sonrası toplam talep ve fiyatlar genel seviyesi artar, fakat bu artış toplam arzı aynı oranda artırmaz.



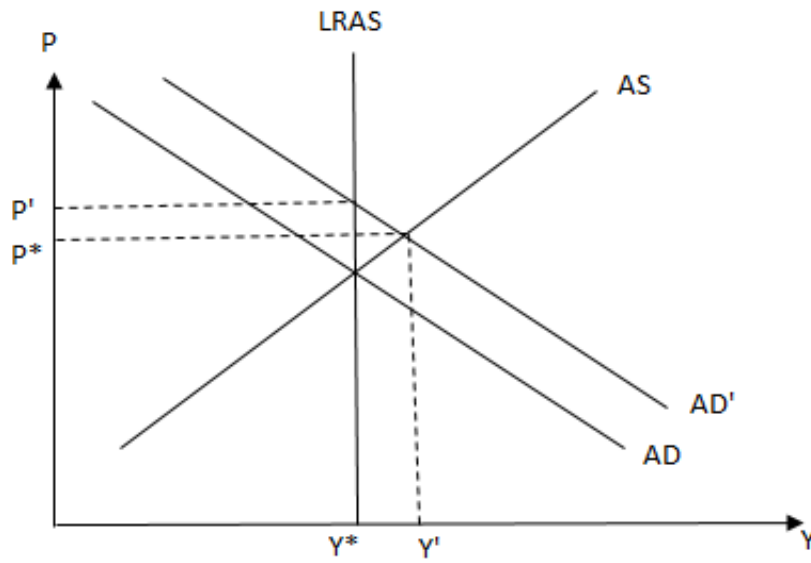
Şekil 5: Yeni Keynesyen makro iktisat teorisinde beklenen para politikası

Ekonomi P^* fiyatlar genel seviyesi ve Y^* üretim seviyesi durumdan denge noktasında iken para otoritesinin daha önceden ilan ettiği genişletici bir para politikasını uyguladığı varsayalım. Şekil 5'te görüldüğü üzere toplam talep eğrisi AD sağa kayar ve AD' konumuna gelir. Toplam talebin artması fiyat genel seviyesini ve üretimi artırır. Ücretler de artar fakat ücretler katı olduğu için fiyatlar genel seviyesindeki artıştan daha az bir oranda artacaktır. Bu sebeple toplam arzdaki değişim toplam talepteki değişimden az olacaktır. Toplam arz eğrisi sola kayar ve toplam arzdaki değişim toplam talepteki değişimden az olduğu için toplam talep eğrisi ile tam istihdam düzeyinde kesişmez. Ekonominin yeni dengesinde fiyatlar genel düzeyi ve toplam üretim artmış olacaktır.

Özetle, beklenen genişletici para politikası toplam talebi artırır ve AD eğrisi sağa kayar. Fiyatlar genel düzeyi ve ücretler artar ve toplam arz artar. Beklenen genişletici para politikası toplam hasılayı artırır.

1.2.5.2. Beklenmeyen Para Politikası

Para otoritesinin sürpriz bir şekilde para arzını artırarak genişletici para politikası uyguladığı bir durumda toplam talep artar ve AD toplam talep eğrisi sağa kayar. Toplam talep artışı fiyatlar genel seviyesini artırır ve toplam üretim de artar. Ekonomik ajanlar böylesine bir para politikası uygulamasını beklemedikleri için ücretlerde ve toplam üretimde herhangi bir değişim söz konusu olmayacaktır. Toplam arz eğrisi AS sabit kalacaktır.



Şekil 6: Yeni Keynesyen makro iktisat teorisinde beklenmeyen para politikası

Şekil 6'da görüldüğü üzere beklenmeyen genişletici bir para politikası uygulaması toplam üretimi artırmaktadır. Yani Yeni Keynesyenlere göre para yansız değildir. Para üretim üzerinde direkt bir etkiye sahiptir. Yeni Keynesyenlere göre beklenen ve beklenmeyen para politikaları reel değişkenler üzerinde etkili olmasına rağmen beklenmeyen para politikasının beklenen para politikasına göre etkisi daha fazladır.

1.3.PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI

Para politikası aktarım mekanizması farklı değişkenleri ve farklı piyasaları etkileyen değişik kanallar aracılığı ile çalışmaktadır. Bu kanalları belirlemek oldukça önemlidir. Çünkü politika enstrümanlarının en etkin durumunu, politika değişikliğinin zamanlamasını bu kanallar belirlemektedir (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002).

Bernanke ve Gertler (1995) çalışmalarında para politikası etkilerini reel ekonomiye aktaran mekanizmaya “kara kutu” benzetmesi yapmaktadır. Bu mekanizmayı açıklayan en geleneksel kanal IS-LM modeline dayanan faiz oranı kanalıdır. Son olarak ise döviz kuru, hisse senedi gibi varlık fiyatları da reel ve nominal değişkenler arasında köprü kurmaktadır (Égert ve MacDonald, 2009).

Para politikası aktarım mekanizmasının enflasyon ve çıktı üzerine etkisini anlamak politika için kilit bir yol gösterimdir. Para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisini değiştiren farklı aktarım kanalları mevcuttur. Bunlar, geleneksel faiz oranı kanalı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı ve risk kanalıdır. Bütün bu kanalları kapsayarak aktarım mekanizması ve etkileri para politikasının reel ekonomi ve fiyatlar üzerindeki etkisini belirlemektedir. Bankaların düzenleyici çerçevesi bunun yanında ülkeden ülkeye değişen banka uygulamaları ve varlıkların yapısı finansal olmayan kurumların faiz oranına tepkisi açısından önemli rol oynamaktadır. Ek olarak hanehalkı ve yatırım harcamaları da para politikasınca etkilenmektedir (Disyatat ve Vongsinsirikul, 2003).

1.3.1. Faiz Oranı Kanalı

Son yıllarda aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı para politikasının nasıl çalıştığı konusunda baskın görüş olmuştur. Açık piyasa işlemleri para arzını artırır (azaltır), bu da faiz oranlarını düşürür (yükseltir). Yatırım talebi faiz oranı ile ters yönlü bir ilişki içinde olduğu için, yatırım talebi artar (azalır). Böylece toplam talep artar (azalır) (Cömert, 2011).

Faiz oranı kanalı, para miktarındaki azalmanın faiz oranlarını yükseltmesi üzerine dayanmaktadır. Faiz oranlarının artması yatırımın karlılığını azaltacağı için yatırım harcamalarını düşürecektir (Cecchetti, 1995).

Geleneksel faiz oranı kanalı temel Keynesyen IS-LM modelde parasal aktarım mekanizması için anahtar rol oynamaktadır. Geleneksel Keynesyen IS-LM modelin parasal aktarım mekanizması görüşü şu şekilde gösterilebilir.

Para arzı artarsa → Faiz oranı düşer → Yatırımlar artar → Üretim artar.

Faiz oranı aktarım kanalının önemli bir özelliği ise tüketim ve yatırım kararlarını etkileyen nominal faiz oranından ziyade reel faiz oranı üzerine vurgusudur. Harcama üzerine büyük etki çoğunlukla uzun dönem reel faiz oranı ile gösterilir. Fiyat yapışkanlığı anahtar roldedir. Böylece kısa dönem nominal faizleri düşüren genişletici para politikası aynı zamanda kısa dönem reel faiz oranını da düşürmektedir. Rasyonel beklentiler hipotezine göre daha düşük bir kısa dönem reel faiz oranı uzun dönem reel faiz oranının düşmesine neden olur. Bu düşük reel faiz oranları işletme sabit yatırımını, konut yatırımlarını, dayanıklı tüketim malları harcamalarını ve stok yatırımları artırır (Mishkin, 1996).

1.3.2. Kredi Kanalı

Kredi kanalı, bankalar ve diğer finansal aracı kuruluşların vermiş oldukları kredi miktarlarındaki değişimleri iç finansmana alternatif olarak anlamlandırmaktadır. Kredi ve nakit akış miktarları bu kanal için önemli bir rol oynamaktadır (Taylor, 2000).

Bazı ekonomistler daraltıcı para politikasının kredi arzını sola kaydırıldığını söylemektedir. Kredi arzının sola kayması da banka kredilerine bağımlı olan borçluların harcamalarında kısıtlamaya gitmelerine neden olmaktadır. Bu durum literatürde kredi kanalı görüşü olarak adlandırılmaktadır. Literatürde kredi kanalı genellikle kapalı

ekonomiler üzerinden çalışılmaktadır. Fakat gerçekte bankalar denizaşırı kolları ve aracıları ile uluslararası krediler vermektedirler (Suzuki, 2008).

Bu kanalın ana fikri para politikasının finansal kurumlar, firmalar ve tüketiciler arasındaki asimetrik bilgiye neden olan kredi sınırlaması aracılığı ile fiyat ve çıktı üzerinden etkiye sahip olabileceğidir. Bu durumun ortaya çıkmasının sebebi para politikasının ters seçim ve ahlaki tehlikeyi etkilemesidir. Genişletici para politikası firmaların net değerlerini yükselterek (daha yüksek hisse fiyatı ile), nominal borç sözleşmelerinin yükünü azaltarak (enflasyonun artması ile), kredi riskini azaltarak (daha düşük reel faiz oranı ile) ve firmaların net nakit akışını güçlendirerek (daha düşük nominal faiz oranı ile) ters seçim ve ahlaki tehlikeyi azaltmaktadır. Tüm bu düşünceler, bankaları kredi verme konusunda daha istekli hale getirir ve böylece toplam talep artar (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002).

Kredi kanalı bilanço kanalı ve banka borç verme kanalı olarak ikiye ayrılmaktadır.

1.3.2.1. Bilanço Kanalı

Bu yaklaşıma göre, firmaların operasyonel maliyetleri borçlanma yolu ile finanse edilmektedir. Faiz oranlarındaki artış, firmaların operasyonel maliyetleri üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etki göstermektedir. Bernanke ve Gertler (1995) için bu kanal çok önemlidir. Çünkü para politikaları sadece faiz oranlarını değil, aynı zamanda kredi kullananların finansal pozisyonlarını doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Doğrudan etki firmaların operasyonel maliyetlerinin artması anlamına gelmektedir. Bu da firmaların net nakit akışını azaltır ve finansal pozisyonlarını zayıflatır. Sonuç olarak da firmalar üretim ve istihdamlarında azalmaya gidebilir. Dolaylı etkisi ise yüksek faiz oranı sebebiyle firmaların operasyonel harcamalarını genişletmeye çekinmeleridir (Comert, 2011).

1.3.2.2. Banka Borç Verme Kanalı

Bu görüş banka bilançosu üzerine odaklanmaktadır. Bu kanal banka kredi arzı ile alakalıdır. Merkez bankaları, bankaların kredi maliyetlerini etkileyebilmektedir. Bu sebeple de banka davranışları da etkilenmektedir. Sonuç olarak, hanehalkının ve firmaların banka kredisine bağlı olduğu koşulu altında para politikasının toplam talebi etkileyebileceği anlaşılmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995).

Bankaların bilançoları iki yol ile çalışmaktadır. Bunlar: **i)** Daraltıcı ya da genişletici para politikası ki bu da daha az ya da daha çok merkez bankası rezervi anlamına gelir. **ii)** finansal kurumlar için kısa dönem fonların merkez bankası oranları ile etkilenmesidir. Merkez bankası oranları repo ve interbank oranları gibi kısa dönem oranları etkileyebilmektedir (Cömert, 2011).

1.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı

Yeni makroekonomik araştırmalarda çok yaygın olan kanal varlık fiyatları kanalıdır. Bu görüş para politikasının, fiyatlar, finansal varlıkların getiri oranları ve döviz kuru üzerindeki (hane halkı ve firmaların harcama kararları) etkisini açıklamaktadır (Taylor, 2000).

Aktarım mekanizması süreci varlık piyasalarında başlamaktadır. Bilgi ve alım-satım maliyetleri birçok varlık için üretim değişikliği, tüketim ayarlaması veya dayanıklı mal yatırım maliyetlerinden daha düşüktür. Özellikle ekonomide meydana gelen şokların kalıcı mı yoksa geçici mi olduğu konusunda belirsizlik olduğunda, varlık piyasaları bu şoklara çok daha hızlı cevap vermektedir. Merkez bankalarının nominal faiz oranlarında veya para arzında yaptığı değişiklikler varlık fiyatları üzerinde de etki göstermektedir. Söz konusu etki ise döviz kuru ve hisse senedi fiyatları üzerinden izlenebilmektedir (Meltzer, 1995).

1.3.3.1. Döviz Kuru Kanalı

Küçük açık ekonomiler için para politikasının döviz kuru üzerindeki etkisi aracılığı ile reel aktiviteleri etkilemesi açısından döviz kuru kanalı çok önemlidir. Özellikle, parasal genişleme ile gelen yerli paranın değer kaybetmesi katı fiyatlarla birleştiğinde kısa dönemde reel döviz kurunda düşüşe sebep olur ve net ihracat artar. Döviz kuru kanalının gücü, döviz kurunun parasal şoklara duyarlılığına, ülke ekonomisinin dünya ile bütünleşme derecesine ve net ihracatın döviz kuru değişimlerine olan duyarlılığına bağlıdır. Ancak, döviz kurundaki beklenmeyen büyük bir düşüş (yerel para birimindeki önemli ölçüdeki değer kaybı), ekonomideki borçların önemli bir bölümü döviz cinsinden ise çıktıyı azaltır. (Disyatat ve Vongsinsirikul, 2003).

Para politikası piyasa faiz oranlarını yükselttiğinde, sermaye akışı ve yerel para cinsinden banka mevduatlarının çekiciliği artar. Sonuç olarak yabancı para miktarı artacak ve yerli para değer kazanacaktır. Döviz kurundaki değişim üretim ve istihdamı değişik yollarla etkiler. **i)** yerli paranın değer kazanması net ihracatı azaltır. Bu durum üretim ve istihdamın azalmasına sebep olur. **ii)** yerli paranın değer kazanması daha düşük ithalat fiyatı yoluyla enflasyonu doğrudan etkileyebilir **iii)** döviz kurundaki değişim finansal ve finansal olmayan kurumların bilançolarını önemli derecede etkileyebilir (Comert, 2011).

1.3.3.2. Hisse Fiyatları Kanalı

Hisse senedi fiyatlarını kapsayan iki kanal bulunmaktadır. Bunlar Tobin'in q teorisi ve servet etkisidir.

Bir çok çalışmada firma performansının ölçütü olarak genel kabul görmüş olan Tobin'in q değeri, 1969 yılında ilk defa James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Bu değer (q), firma pazar değerinin, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölünerek elde edilmektedir. Tobin'in q teorisine göre para politikası ekonomiyi hisse senedi değerleri üzerinden etkilemektedir. Tobin'in q değeri firmaların piyasa değerinin sermayenin

yerine konma maliyetine oranı olarak da tanımlanmaktadır. Eğer q değeri yüksekse, firmaların piyasa değeri sermayenin yerine konma maliyetine görece yüksek olup ve yeni kurulum ve ekipman maliyeti ise firmaların pazar değerlerine görece ucuzdur. O halde şirketler yeni kurulum ve ekipman almak yerine hisse çıkarır ve yüksek fiyat elde eder. Böylelikle yatırım harcamaları artacaktır, çünkü firmalar hisselerden elde ettikleri gelir ile yeni yatırım malları alabilirler (Tobin, 1978).

Fakat q değeri düşük ise, firmalar yeni yatırım mallarına yönelmeyeceklerdir. Çünkü firmaların piyasa değeri sermaye maliyetine görece düşük olacaktır. q düşük iken firmalar sermaye oluşturmak isterlerse, diğer ucuz firmaları satın alabilirler. Böylelikle yatırım harcamaları daha düşük olacaktır. O halde para politikası hisse fiyatlarını nasıl etkiler?

Para arzı arttığında ekonomik birimler istediklerinden daha fazla para bulacaktır ve böylece elde para tutmayı bırakıp harcamaya yöneleceklerdir. Bu harcamanın yapılacağı tek yer ise menkul kıymetler borsasıdır. Merkez bankaları faiz oranlarını düşürdüğünde, tahvil getirileri azalacağından hisse senetlerine olan talep artacak; bu da hisse senetlerinin fiyatını yükseltecektir. Bu gelişmeler sonucu firmaların piyasa değeri firma maliyetine oranla yükseleceğinden yatırım ve üretim artacaktır. Bu sebeple de hisse senedi fiyatları (P_e) yükselmektedir. Bu görüşleri birleştirdiğimizde, yüksek hisse fiyatları daha yüksek bir q değerine sebebiyet verir ve q değerinin yükselmesi yatırım harcamalarını artırır (Tobin, 1978).

$$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Parasal aktarım mekanizması için bir diğer kanal ise servet etkisidir. Bu model Modigliani tarafından güçlü bir şekilde savunulmaktadır. Modigliani yaşam döngüsü modelinde, tüketim harcamaları tüketicilerin hayat boyu kaynaklarınca belirlenmektedir. Bu kaynaklar da beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetlerin bütünüdür. Finansal sermayenin en büyük bileşenlerinden biri genel hisselerdir. Hisse fiyatları arttığında, finansal servet değeri yükselir ki bu da tüketicinin yaşam boyu

kaynaklarının artışı demektir ve bunun sonucunda tüketim de artmaktadır (Tobin, 1978).

1.3.4. Risk Kanalı

Yeni asgari sermaye çerçevesi üzerine olan tartışmalar, piyasa katılımcılarının riski nasıl ölçtüğü ve riske karşı tutumları üzerine odaklanmaktadır. Risk ölçümü ve fiyatlandırması finansın temel unsurudur. Ölçüm üzerine yapılan çalışmalar, tek tek enstrümanların veya kombinasyonlarının riskini ölçmek için çeşitli teknikler geliştirmişlerdir. Örneğin risk değeri ve stres testi finansal kurumlarda yaygınlık kazanmıştır. Fiyatlandırma çalışmaları, içerdiği riskler göz önüne alındığında, kısmi ve genel dengede fiyatlandırma teknikleri geliştirmiştir.

Aktarım mekanizması hakkındaki ekonomik literatür, hatta finansman kısıtlamalarına dayanan strateji, risk anlamında daha az merkezi bir rol üstlenmeye yönelmiştir. Risk unsurlarının var olup olmamaları ile alakasız olarak, yatırım projeleri başarılı veya başarısız olabilir ve asimetrik bilgi ise çok kritiktir. Ancak, modeller genelde, risk algılamalarını ve toleranslarını etkileyebilecekleri mekanizmaların kapsamını kısıtlar. Bazen, riskin tek kaynağı firmalara özeldir. Çoğu zaman, fon kullanıcıları projelerin riskini dışsal olarak değerlendirir ve iflas kayıplarına karşı sigortalanmaya teşvik edilmezler. Benzer şekilde, fon sağlayıcıları genellikle risk açısından tarafsız veya riskleri mükemmel şekilde çeşitlendirebilir oldukları varsayılmaktadır. Dolayısıyla, genellikle risk primleri ya mevcut değildir ya da dışsal olarak verilir (Borio ve Zhu, 2012).

Greenwald ve Stiglitz (1988) bir firmanın etkili bir riskten kaçınma oranının öz sermaye tabanı ile negatif olarak nasıl ilişkili olduğunu vurgulamaktadırlar. Ancak, büyük resimde, bunlar gerçekten istisnadır ve gerçekçi olasılıkların kapsanmasının tam sınırında değildir. Aynı şekilde, bankaların risk alma davranışını belirleyen genel bir denge ve banka önerilerinin makroekonomide yarattığı etkileri daha dikkatli bir şekilde modellemek için bazı girişimlerde bulunulmuştur (Goodhart, Sunirand ve Tsomocos, 2006).

Bu durum, literatürde, politika faiz oranlarındaki değişikliklerin risk algulamalarına ya da risk toleransına etkisi olarak tanımlanan aktarım mekanizmasındaki "risk alma kanalı" olarak adlandırılabilir. Bu şey üzerine yeterince odaklanamamış olabileceğini düşündürmektedir. Dolayısıyla portföylerdeki risk derecesine, varlıkların fiyatlandırılmasına ve fonlamanın uzatılmasının fiyat ve fiyat dışı koşullarına bağlıdır. Böyle bir risk alma kanalının etkin olabileceği en az üç yol vardır.

İlk etki seti faiz oranları, değerlendirme, gelirler ve nakit akışları üzerindeki etkisiyle çalışır. Bu set benzer mali hızlandırıcıya en yakın durumdadır ve etkisini güçlendirmenin bir yolu olarak düşünülebilir. Düşük faiz oranları, örneğin varlık ve teminat değerlerinin yanı sıra, gelir algılarını ve / veya risk toleransını artırabilen gelir ve karları artırmaktadır. Servet ile birlikte risk toleransının arttığına dair ortak varsayım, risk toleransının etkilendiğini işaret eder. Bütün bunlar risk alma yönünde teşvik edici olabilir. Örneğin, yükselen piyasalarda ölçülen dalgalanma azaldığında, finansal firmaların risk bütçelerini serbest bırakmakta ve pozisyon almayı teşvik etmektedir. Ekonomik ve düzenleyici sermaye amaçları için Risk Değeri metodolojilerinin yaygın kullanımı, bu etkinin bağlantılı olmasının bir yoludur (Danielsson, Shin ve Zigrand, 2004).

İkinci bir etki seti, piyasa faizleri ile hedef getiri oranları arasındaki ilişkiye bağlı olarak çalışmaktadır (Rajan, 2006). Örneğin, faiz oranlarındaki düşüşler, risk toleransını artırmak için özellikle nominal olarak "yapışkan" getiri oranı hedefleri ile etkileşime girebilir. Yapışkan hedef oranlar, bazen düzenlemeyle takviye edilmiş, önceden tanımlanmış uzun vadeli sabit oranlarda nominal yükümlülükleri bulunan emeklilik fonları veya sigorta şirketleri gibi sözleşmelerin niteliğini de yansıtabilir. Tüm bunlar, bu kanalın etkisinin, piyasa ve hedef oranlar arasındaki boşluk olağandışı büyük olduğunda daha güçlü olabileceğini düşündürmektedir (Borio ve Zhu, 2012)

Üçüncü etki seti, iletişim politikalarının özelliklerini ve merkez bankasının tepki fonksiyonu aracılığıyla çalışır. Örneğin, bugün yapılacak kararlarla birlikte gelebilecek gelecekteki politika kararları, davranış üzerindeki etkileri etkileyebilir. Belirli hareketlerle birlikte verilen şeffaflık veya taahhüt derecesini artırarak ve dolayısıyla

geleceğe dair belirsizliklerin giderilmesiyle, Merkez Bankası risk primini bastırabilir (Borio ve Zhu, 2012).

Yukarıdaki tartışmalara göre, maliye politikasının ekonomik istikrarı sağlama konusunda zamanlama gibi bazı sorunlara sahip olduğu söz konusudur. Bu sorunlar sebebiyle politika yapıcıları para politikasına yönelmişlerdir. Para politikasının uygulanış yöntemlerinde zaman içerisinde değişimler görülmüştür. Merkez bankaları daha önce birçok politika aracını kullanırken, günümüzde ana araç olarak açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır.

Para politikasının etkin olup olmadığı konusunda, uygulanan politikanın reel ekonomiyi nasıl ve hangi yönde etkilediği sorusu hakimdir. Reel ekonomiyi etkileme ise aktarım mekanizması sayesinde gerçekleşmektedir. Parasal aktarım mekanizması reel ekonomiyi yukarıda anlatılan özel kanalları kullanarak etkilemektedir. Bu sebeple bu özel kanallar politika yapıcıları için çok önemlidir. Bu kanalların anlamlılığı ise ülkeden ülkeye ve dönemden döneme farklılık gösterebilmektedir.

2.GELENEKSEL BANKACILIK VE GÖLGE BANKACILIK

1970'lerde enflasyon arttığında parasalcı iktisatçılar bunu sadece parasal bir olgu olarak değerlendirmişlerdir. Post Keynesyen iktisatçılar bu görüşe merkez bankasının para arzını parasalcıların aksine kontrol edemeyeceğini söyleyerek karşı çıkmıştır. Merkez bankasının politika faiz oranlarını ayarlama konusunda önemli ölçüde etkisi varken, para arzı üzerinde tamamen kontrol altında tutamadığı bir etkisi bulunmaktadır. Ticari kredi taleplerini karşılamak için ticari bankalarca verilen krediler bankacılık sistemine yeni mevduatlar olarak geri dönmüştür. Bu durum, ödeme sisteminin bütünlüğünü tehlikeye atmadıkça merkez bankasını kontrol konusunda güçsüz bırakmaktadır. Post Keynesyen iktisatçılara göre merkez bankasının ekonomi üzerindeki etkisi artmıştır. Fakat para arzını kontrol etme yeterliliği artmamış, bunun yerine ticari kredi talebini etkileyen faiz oranlarını ayarlama yeterliliği artmıştır (Ertürk ve Özgür, 2014). Diğer bazı ekonomistler de FED'in veya diğer merkez bankalarının finansal piyasalar üzerindeki etkisinin bozulmadığını söylemektedir (Geithner 2006, Bernanke 2007, Papedemos 2008). Bu ekonomistler için gecelik faiz oranlarını kullanmak, var olan diğer araçlardan ve yeni gelişmelerden vazgeçmek merkez bankasının finansal piyasalar üzerindeki etkisi için önemli değildir.

Finansal liberalleşme öncesi dönemde toplam banka kredileri ve para arzı arasındaki ilişki koparılamamıştır. Söz konusu dönemde geniş para arzı bütün niyet ve amaçlar için toplam banka mevduatları ile aynı anlamı taşımıştır. Liberalleşme sonrasında bankalar kredilerini varlık bilançoları üzerine genişletince, buna karşılık bankaların yeni mevduatlara ve bu yüzden de geniş para arzına karşı olan sorumlulukları artmıştır

2.1.GELENEKSEL BANKACILIĞIN DÜŞÜŞÜ

Finansal borçlanıcıların kaynağı olarak ticari bankaların önemi büyük ölçüde azalmıştır. Ticari bankaların toplam finansal araçlar içindeki payı 1960-1980 yılları arasında %40'a düşmüştür (Edwards ve Mishkin, 1995). Boyd ve Gertler (1994), Kaufman ve Mate (1994) çalışmalarına göre bu düşüş bankacılık sektörünün düşüş içinde olduğu

anlamına gelmemektedir. Aksine bankalar sabit olmayan bilanço aktivitelerini ve finansal piyasalardaki rollerini artırmaktadırlar (Edwards ve Mishkin, 1995).

Daha rekabetçi ortam bankaların maliyet avantajlarını sekteye uğratmış ve kredi piyasalarındaki konumlarını olumsuz yönde etkilemiştir. Sonuç olarak da geleneksel bankacılığın karlılığı azalmış ve bankaların yeni ve daha karlı aktiviteleri çeşitlendirmesi için girişimde bulunmalarına neden olmuştur (Edwards ve Mishkin, 1995).

Son 30 yılda Amerikan ticari bankacılık sektörü geleneksel bankacılık aktivitelerinde çok büyük bir düşüşe ve geleneksel olmayan bankacılık aktivitelerinde ise önemli bir ilerlemeye tanıklık etmiştir. Bankalarca aracılık edilen varlıkların yüzdesi 1965'te %36, 1996 yılında ise %22 gerilemiştir (Rogers, 1998).

Geleneksel bankacılık kısa dönemli mevduatları kullanarak uzun dönem kredilerin finanse edilmesidir. Bankacılık, kısa dönemli borçlanıp uzun dönemli olarak borç vermek olarak görülmektedir. Finansal araçlar açısından son dönemde bilanço dışı işlemler geleneksel bankacılığın rolünü azaltmıştır. Finansal aracı kaynağı olarak mevduatların da önemi azalmıştır (Edwards ve Mishkin, 1995).

Son dönemde, firmalar artan bir şekilde banka kredileri yerine farklı borç enstrümanlarından faydalanmışlardır. Bu dönem boyunca, mevduat kurumlarının görece büyüklükleri finansal sektör içinde küçülmüştür. Bu azalma eğilimi 1960 ve 1970'lerdeki artan enflasyonla başlamıştır ve hanehalkı tasarruflarının ticari bankalardan emeklilik fonuna ve menkul kıymet yatırım fonuna kaymasında etkisi olan ERISA (emeklilik gelir güvencesi) ile güç kazanmıştır. Bu durum sermaye piyasaları borçlanmalarında asimetrik artışın başlangıcıdır. Çünkü tahviller ve şirket bonoları emeklilik fonu gibi kurumsal yatırımcılar için tercih haline gelmiştir. Sonrasında ise, kredi piyasası, araçlar tarafından verilen kurumsal krediler banka borçlanmalarının maliyetini artırmaya başlamıştır. Mevduat kurumları bu dönemde kaybettikleri pozisyonlarını asla geri alamamıştır ve karlarını artırmak için emlak kredisi, bilanço dışı işlemler gibi yeni alanlara yönelmişlerdir (Ertürk ve Özgür, 2014).

Büyük Buhran sonrası ABD 75 yıl boyunca finansal paniklerden arınmış bir sistem oluşturmuştur. Bu dönem 2007 yılında sona ermiş ve bu finansal panik durumu geleneksel bankacılık sisteminde ve mevduat sahiplerinde olmamasına rağmen gölge bankacılık sisteminde ortaya çıkmıştır. Gölge bankacılık sistemi geleneksel bankacılık sistemi ile aynı fonksiyonları kullanmaktadır fakat sistem içerisindeki oyuncuların isimleri farklıdır ve düzenleyici yapı yumuşaktır veya yoktur. En dar tanımı ile gölge bankacılık yatırım bankaları, mortgage brokerleri, varlığa dayalı menkul kıymetler, teminatlı borç yükümlülükleri ve varlığa dayalı ticari kâğıtları içermektedir (Gorton ve Metrick, 2010).

1980 yılına kadar mevduatlar Amerikan bankacılık kurumları için ucuz bir fon kaynağı olmuştur. Bankalar tavan mevduat oranlarına tabi olmuşlardır. Bu tavan oran, bankaların vadesiz hesaplara yaptığı faiz ödemelerinin önüne geçmiştir. Uzunca bir süre bu kısıtlamalar bankaların avantajına çalışmıştır. Çünkü bankaların fon kaynaklarının büyük bir kısmını vadesiz hesaplar oluşturmuştur. Sıfır faiz maliyeti de bankaların fon maliyetlerinin düşük olmasını sağlamıştır.

Bu maliyet avantajı uzun sürmemiştir. 1960'ların sonlarına doğru başlayan enflasyon artışı faiz oranlarını artırmış ve yatırımcıların getiri farklılıklarına göre daha duyarlı olmalarına neden olmuştur. Sonuçta ise mevduat sahipleri daha az faiz getirisi olduğu için paralarını bankalardan çekerek daha çok getiri sağlayan varlıklara yatırmışlardır. İlave olarak, kısıtlayıcı banka düzenlemeleri finansal olmayan kurumlara, mevduat sahiplerine daha yüksek oranlar sunmaları konusunda fırsat vermiştir. Finansal olmayan kurumlar bankalar gibi tavan oran kısıtlamalarına bağlı olmamış ve mevduat sigortası fonu ödememiştir. Bu nedenle bankaların fon kaynakları olan düşük maliyetli vadesiz hesapların önemli ölçüde azalması da sürpriz olmamıştır (Edwards ve Mishkin, 1995).

Gölge bankacılık son 30-40 yıllık süreçte finansal sistemdeki değişikliğin bir sonucudur. Yenilikler ve düzenleyici değişiklikler geleneksel bankacılığın düşüşüne neden olmuştur. Ticari bankalar, banka dışı kurumlar ve onların ürünlerine karşı rekabet etmek zorunda kalmıştır. Banka dışı kurumların bu ürünleri ise ıskarta tahviller (*junk bonds*), ticari kâğıtlar gibi ürünlerdir (Gorton ve Metrick, 2010).

2.2.GÖLGE BANKACILIK

Gölge bankacılık yeni bir olgu değildir. Fakat kabul edilmiş tek bir tanımı da mevcut değildir. Finansal İstikrar Kurulu (FSB), genel olarak gölge bankacılığı düzenli bankacılık sistemi dışındaki faaliyetleri yürüten kredi kuruluşları olarak tanımlamaktadır. McCulley konuşmasında, gölge bankacılık kurumlarının; belirgin bir şekilde ABD'ye odaklı olduğunu ve ağırlıklı olarak vade dönüşümü yapan banka dışı kurumlar olduğunu söylemiştir. Pozsan (2012), gölge bankaların daha saf bir tanımını yapar ve gölge bankaları merkez bankası likiditesine ve kamu kesimi kredi teminatlarına erişimi olmadan vade, kredi ve likidite dönüşümü gerçekleştiren finansal araçlar olarak tanımlamaktadır. Claessens (2014), gölge bankacılığı geleneksel bankacılık dışında özel veya kamuya açık ödeme garantisi gerektiren tüm finansal faaliyetler olarak tanımlamaktadır. Özel ödeme garantileri genelde başka bir finansal kurumun zincir (*franchise*) değeri biçiminde gelirken, kamu ödeme garantileri ise borçlanma senetleri, kamu mevduat sigortası ve merkez bankası likiditesine erişim gibi konularda kamu garantisi verme eğilimi gösterirler (Elliott *vd.*, 2015). Gölge bankalar, geleneksel bankalar ile benzer işlevleri yerine getiren ve benzer riskleri üstlenen finansal firmalardır. Farklı ve daha az sayıda düzenleyici gözetim altında çalışılır. Bu özellikler finansal istikrarı ön plana çıkaran riskleri artırmaktadır ve bu sebeple günümüzde gölge bankalara önem verilmektedir (Elliott, Kroeber ve Qiao, 2015).

Gölge bankacılık dünya çapında krize sebebiyet veren birçok finansal başarısızlıktan birini sembolize etmektedir. Ticari bankalar uzun dönemli kredi fonları için mevduatları kullanırken, vade dönüşümü ile ilgilenirler. Söz konusu mevduatlar kısa dönemlidir. Gölge bankalar da benzer şeyleri yapmaktadırlar. Gölge bankalar para piyasasındaki kısa dönem fonları artırır ve bu fonları uzun dönem vadeli varlıkları satın almak için kullanırlar (Kodres, 2013).

Gölge bankacılık tıpkı geleneksel bankacılık gibi kredi, likidite ve vade dönüşümü risklerini içermektedir. Bu durum mevcut literatür tarafından kabul görür ve tüm gölge bankacılık faaliyetleri ile de örtüşmektedir. Risk dönüşümünün amacı bazı yatırımcıların arzu edilmeyen risklerini elemektir.

Kredi aracılık faaliyetleri, doğrudan borçlanmaya kıyasla kredi maliyetlerini büyük bir oranda düşüren vade, kredi ve likidite dönüşümlerini içermektedir. 1900'lü yılların geleneksel bankacılığı gibi, 2000'lerin gölge bankacılık sistemi büyük bir oranda vade, kredi ve likidite dönüşümü ile meşgul olmuş ve bu da gölge bankacılığı tıpkı geleneksel bankacılık gibi kırılğan yapmıştır (Pozsar *vd.*, 2010).

Günümüz geleneksel bankacılık sistemi kamu sektörünce sağlanan mevduat sigortası ve likidite temini aracılığı ile güvenli ve istikrarlı iken, gölge bankacılık sistemi özel sektör tarafından sağlanan likidite ve krediler nedeniyle güvensiz sayılmıştır (Pozsar *vd.*, 2010).

1960 sonrası ve 1970 başlarında büyümeye başlayan gölge bankacılık sistemi geleneksel bankacılık sistemini ABD'de geride bırakmıştır. Bu sistem, geleneksel bankacılık sistemi ile kıyaslandığında 92 trilyon doları aşan büyük bir hacme ulaşmıştır. 2011 yılında gölge bankacılık sistemi 62 trilyon dolarlık hacme ulaşmıştır. 2012 yılında 71 trilyon dolar, 2013 yılında 75 trilyon dolar, 2014 yılında 89 trilyon ve 2015 yılında ise 92 trilyon seviyelerine yükselmiştir. Buna rağmen gölge bankacılık, yine de geleneksel bankacılık sisteminden daha büyük bir hacme sahiptir (Watkins, 2011).

Son yıllarda Amerikan ticari bankacılığı gelir miktarında yüksek seviyede ilerleme yaşamıştır. Bu gelirlerin bir kısmı geleneksel bankacılık hizmetlerinden gelmekte iken çoğunluğu ise geleneksel olmayan aktivitelerden gelmiştir. Bu aktiviteler bankalarla alakalı çeşitli ürünler ve aracılık hizmetlerini içermektedir. Mutemetlik hizmetleri (*trust services*) ile bankalar bireysel ve kurumsal müşterilerine emanet (*fiduciary*) ve saklama hizmetlerini sağlamaktadırlar. Bankalar ortak fonlar için piyasada yer almaktadırlar. Ayrıca menkul kıymetleştirme konusunda da önemli bir rol almaktadırlar (Rogers, 1998).

Geleneksel olmayan aktivitelerin ortak özelliği bankalar için ücret ve faiz dışı gelirler üretmeleridir. Dolayısı ile geleneksel olmayan aktivitelerin ölçülmesi için en olası seçenek mevduat gelirlerinden daha az olan faiz dışı gelirlerdir. Geleneksel olmayan aktivitelerin ölçümü bu noktada net faiz dışı gelir olarak atfedilmektedir. Mevduat

hizmet ücretleri geleneksel olmayan bankacılıktan ziyade geleneksel bankacılığın bir parçası olduğu için geleneksel bankacılık aktiviteleri içinden çıkartılmıştır (Rogers, 1998).

Geleneksel bankacılık risk dönüşümünü tek bir bilanço üzerinden yapmaktadır. Riskli kredileri güvenli varlıklara “banka mevduatlarına” dönüştürmek için çok sayıda yasayı, denetlemeyi ve yastık altı birikimleri kullanır. Gölge bankacılık sermaye piyasasındaki gibi farklı mekanizmalar kullanarak risk dönüşümü yapar. İstenmeyen riskleri finansal sistem üzerinden dağıtmayı amaçlamaktadır. Örneğin, menkul kıymetleştirmede gölge bankacılık kredi ve likidite varlık risklerini likidite sağlayarak dağıtır (Claessens ve Ratnovski, 2015).

Gölge bankalar, finansal hizmetleri daha ucuza ve daha yaygın hale getirerek ekonomik büyümeye katkıda bulunabilir. Fakat daha düşük mali istikrar açısından her zaman bir ödünleşme (*trade-off*) durumu bulunmaktadır. Mübadelenin nedeni ise, gölge bankaların esnekliği ve fiyat rekabetçiliğinin genellikle bir güvenlik payı maliyeti getirmesidir. Örneğin, geleneksel bankalar genellikle gölge bankalardan daha fazla sermaye ve likiditeye sahip olmaları gerekmektedir. Bu birleşim politika yapıcılarını riskleri en aza indirirken ve avantajları da en üst düzeye çıkarırken zorluk yaşamalarına neden olmaktadır (Elliott *vd.*, 2015).

Gölge bankacılığın önemli ekonomik faydaları ve maliyetleri bulunmaktadır. Olumlu tarafı, gölge bankalar finansal hizmetleri daha ucuza ve daha yaygın hale getirerek ekonomik büyümeye yardımcı olmaktadır. Geleneksel bankalardan daha ucuza işlem yapabilirler ve bu sebeple düşük maliyetli kredi ve diğer finansal hizmetleri sağlayabilmektedirler. Ayrıca geleneksel bankaların yapamayacakları veya sunamayacakları finansal hizmetleri müşterilere sunabilirler (Elliott *vd.*, 2015).

Çoğu çalışma sadece ABD odaklı olup diğer ülkelerde farklı bir şekilde olması gereken gölge bankacılık hakkında çok az şey açıklamaktadır. Avrupa’da sigorta şirketleri tarafından verilen kredilere bazen gölge bankacılık denilmektedir. Çin’deki bankalar tarafından teklif edilen servet yönetimi ürünleri ve Hindistan’daki bankalara bağlı finans

şirketleri tarafından verilen kredilere de gölge bankacılık denilmektedir. Bu faaliyetlerin ABD'deki gölge bankacılık ile ne kadar ortak yönü olduğu ise belli değildir (Claessens ve Ratnovski, 2015).

2008-2009 finansal krizi sistem genelinde gölge bankalardan topluca para çekme (*bank runs*) durumudur. Bu durumu özel kılan geleneksel bankacılık sisteminde değil gölge bankacılık sisteminde meydana gelmiş olmasıdır. Geleneksel bankacılık sisteminde yaşanan para çekme mevduatların çekilmesiyle olurken, gölge bankacılık sisteminde geri alım anlaşmalarının iptali ile gerçekleşmektedir (Gorton ve Metrick, 2012).

Yukarıdaki geleneksel bankacılık ve gölge bankacılık tartışmaları ışığında iki bankacılık türünü kıyaslamakta fayda görülmektedir. Bir sonraki kısımda bu kıyaslamaya değinilecektir.

Tablo 1: Geleneksel Bankacılığın Gölge Bankacılığıyla Karşılaştırılması

GELENEKSEL BANKACILIK	GÖLGE BANKACILIK
<p>Rezervler: -Minimum seviyeler düzenleyicilerce belirlenir.</p> <p>-Nakit yetersizlikleri merkez bankasından borçlanılarak giderilebilir.</p>	<p>Kesintiler: -Minimum seviyeler taraflarca belirlenir.</p> <p>-Merkez Bankasından borçlanma yoktur</p>
<p>Mevduat Sigortası: -Devlet garantisi altındadır.</p>	<p>Teminat: -Nakit, hazine bonusu, krediler veya menkul kıymetleştirilmiş bonolar</p>
<p>Mevduat Faiz Oranları: -Rezervlerin az olduğu durumlarda mevduatları cazip hale getirmek için yükseltilebilir.</p>	<p>Repo Oranları: -Fonların az olduğu durumlarda, tarafları cezbedebilmek için yükseltilebilir.</p>
<p>Krediler bilançoda bulunmaktadır</p>	<p>Menkul kıymetleştirilmiş krediler bilançoda tutulmakta ve teminat amacıyla kullanılmaktadır.</p>

Kaynak: Gorton ve Metrick (2012): s38

Finansal İstikrar Kurulu, temel bankacılık işlevini yerine getiren, kredi aracılığı yapan, düzenlenen bankacılık sistemi dışındaki tüm varlıkları kapsayan daha geniş bir tanım geliştirmiştir. Dört önemli aracılık hususu vardır. Bunlar:

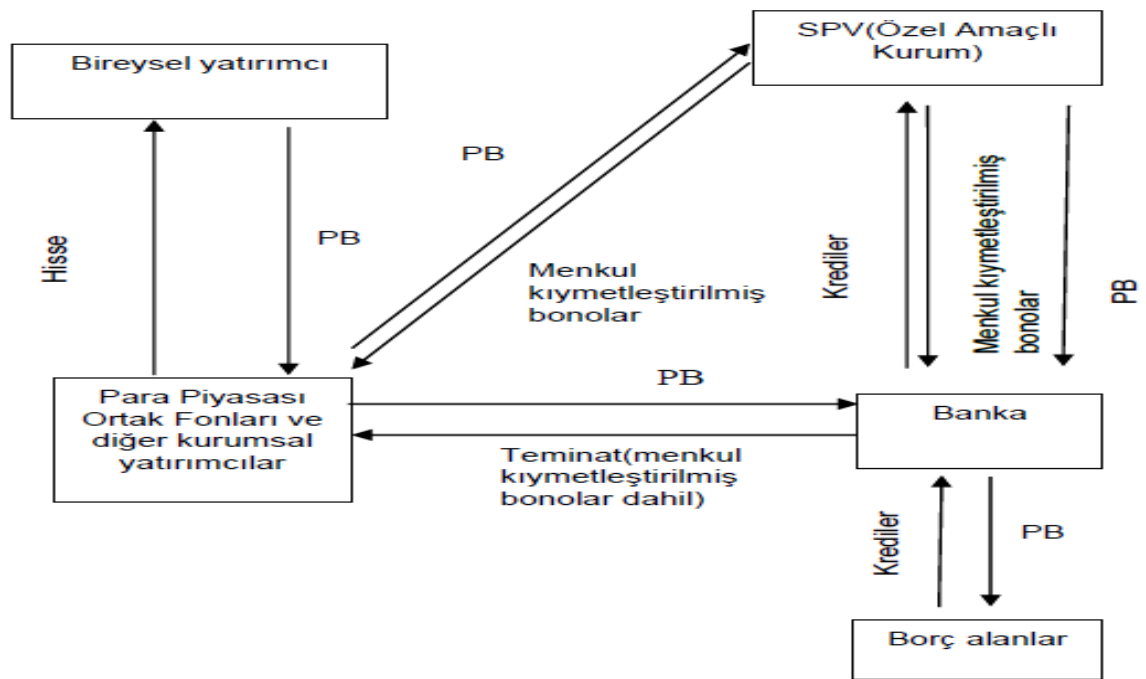
i-) Vade dönüşümü: Kısa dönem fonlar edinerek uzun dönem varlıklara yatırım yapmak.

ii-) Likidite dönüşümü: Vade dönüşümüne benzer şekilde nakit benzeri borçlar kullanarak satılması zor varlıkları satın almak.

iii-) Kaldıraç: Bir yatırımın kazançlarını büyütme ya da maliyetini azaltmak amacıyla sabit varlıklar satın almak için borçlanmaya gitmek.

iv-) Kredi risk transferi: Bir borçlunun temerrüde düşme riskini alarak kredinin sahibinden başka bir tarafa aktarmak.

Şekil 7: Gölge bankacılık sisteminin işleyiş mekanizması



Kaynak: Gorton ve Metrick (2010) : s264

Gölge bankacılık sistemi arz ve talep yönlü iki faktör tarafından belirlenmektedir:

i-) Arz yönü: Finansal yenilikler ve düzenleyici değişiklikler bankaların daha önce sahip oldukları rekabet avantajlarını yok etmiştir. Bankalar mevduatlardan sağladıkları kazanımların piyasa rekabetine sağladıkları pozitif etki zaman içerisinde kaybolmuştur.

ii-) Talep yönü: Gölge bankacılık araçlarının finansal işlemlerin yapılmasında teminat olarak kullanılması ve ayrıca repo işlemleri, menkul kıymetleştirme sürecinin gelişmesinden ötürü para piyasası aracı olarak önemli bir rol oynamaya başlamıştır.

Gorton (2009)'un çalışmasına göre gölge bankacılık sistemi 30-40 yıllık bir dönemde ortaya çıkmıştır. Gölge bankacılık sisteminin oluşma sebepleri ise:

- 1- Geleneksel bankacılık karlılığının azalması
- 2- Kurumsal yatırımlardaki yükselme
- 3- Yatırımlara verilen teminatın sistemin dışındaki düzenlenen bankacılık sistemince verilmesi (Gorton ve Metrick, 2010).

Mevduatlarca finanse edilen ticari bankacılık sistemi sürekli olarak sermaye piyasası tarafından finanse edilen gölge bankacılık sistemi ile yer değiştirmiştir. Literatürde en çok kullanılan tanım olarak gölge bankacılık: ticari bankalara benzer şekilde ellerinde varlık tutan ve daha çok yatırım bankaları gibi de yükümlülükleri olan firmaların oluşturduğu bankacılık sistemidir (Date ve Konczal, 2010).

Ticari bankaların geleneksel varlıkları tipik olarak görece likit olmayan ticari ve tüketici kredilerini kapsamaktadır. Bankaların geleneksel fonları ana mevduatlara dayanmaktadır. Çünkü mevduat fonlaması Federal Mevduat Sigorta Şirketi (FDIC) sigortasınca desteklenmektedir ve bağımsız mevduat sahipleri tarafından sağlanmaktadır. Dışsal şoklar karşısında da nispeten yapışkan olma eğilimi göstermektedir ve piyasa koşulları kötüleştiğinde hızlı bir şekilde yok olmamaktadır (Date ve Konczal, 2010).

Gölge bankalar ticari banka benzeri varlıkların ve yatırım bankalarının kesişim noktasında yer almaktadırlar. Tasarruf sahipleri paralarını mevduat şeklinde bankalara yatırır. Kurumlar da, bu paraları borçlanıcıların borçlarını uzatmak için kredi olarak kullanırlar. Bankalar ayrıca aracılık faaliyetlerinden yararlanmak için borç ve öz kaynaklarını kullanırlar.

2.2.1.Gölge Bankacılığa İlişkin Riskler ve Faydalar

Gölge bankacılık faaliyetleri aşağıdaki işlevleri yerine getirdiği takdirde finansal sistemin yararlı bir parçası olabilir: (i) Banka mevduatı yatırımcılarına alternatifler

sunabilir. **(ii)** Artan kaynaklardan dolayı kaynakları çok özel ihtiyaçlara doğru daha etkin bir şekilde yönlendirirler. **(iii)** Geleneksel bankacılık veya piyasa kanalları geçici olarak bozulduğunda özellikle yararlı olan reel ekonomi için alternatif bir fon oluşturmaktadır. **(iv)** Bankacılık sisteminden uzakta olası bir risk çeşitlendirmesi kaynağı oluşturmaktadır.

Bununla birlikte, gölge bankacılık kuruluşları ve faaliyetleri bir takım riskler de oluşturabilir. Bu riskler bir arada aşağıdaki gibi gruplanabilirler:

i-Mevduat benzeri fonlama yapıları banka kaçışlarına sebep olabilir: Gölge bankacılık faaliyetleri, bankalar gibi benzer finansal risklere maruz kalmaktadır. Örneğin, bazı gölge bankacılık faaliyetleri, müşterilerin fonların ani ve büyük miktarda para çekme riskine maruz kaldıkları kısa vadeli fonlarla finanse edilmektedir.

ii-Yüksek, gizli kaldıraç biriktirme: Yüksek kaldıraç, mali sektörün kırılganlığını artırabilir ve sistematik bir risk kaynağı olabilir.

iii-Kuralların devredilmesi ve düzenleyici arbitraj: Gölge bankacılık işlemleri geleneksel bankalara uygulanan düzenleme veya denetimden kaçınmak için kullanılabilir.

iv-Bankacılık sistemini etkileyen düzensiz arızalar: Gölge bankacılık faaliyetleri genellikle düzenli bankacılık sektörüyle yakından bağlantılıdır. Herhangi bir başarısızlık, önemli yayılma etkilerine neden olabilir. Tehlike veya ciddi belirsizlik koşulları altında, gölge bankaların aldığı riskler birçok kanaldan bankacılık sektörüne kolaylıkla iletilebilir: **(a)** Bankacılık sisteminden doğrudan borçlanma. **(b)** Mal varlıklarının muazzam satışları ve finansal varlıkların ve fiili varlıkların fiyatlarına yansımaları

2.3.GÖLGE BANKACILIK ALT SİSTEMLERİ

Gölge bankacılık sisteminin dört alt grubu bulunmaktadır. **i-**) Devlet destekli gölge bankacılık **ii-**) İçsel gölge bankacılık **iii-**) Dışsal gölge bankacılık **iv-**) Paralel bankacılık

2.3.1. Devlet Destekli Gölge Bankacılık

Gölge bankacılık sisteminin tohumları yaklaşık 80 yıl önce Federal Konut Kredi Bankası (1932), Federal Ulusal Mortgage Kurumu - Fannie Mae (1938), Devlet Ulusal İpotek Kurumu – Ginnie Mae (1968), Federal Konut Kredisi Mortgage Şirketi – Freddie Mac (1970) gibi devlet destekli kurumların oluşturulmasıyla atılmıştır. Bu kurumların her biri, borçları ABD vergi mükellefleri tarafından örtük olarak garanti altına alındığı için piyasa tarafından gölge bankalar olarak algılanmaktadır. Devlet destekli gölge bankacılık beş aracılık tekniği kullanmaktadır.

- A- Federal Konut Kredisi Bankası tarafından bankalara sağlanan uzun vadeli kredilerin depolanması
- B- Kredi sigortası yoluyla kredi riski transferi ve dönüşümü
- C- Bankalar için sağlanan menkul kıymetleştirme işlevlerini dağıtmak
- D- Menkul kıymetler portföyü vasıtasıyla vade dönüşümü yapmak
- E- Mortgage kredi finansmanı

Son 30 yılda bu teknikler dealerlar ve bankalar tarafından geliştirilmiştir ve gölge kredi aracılığının menkulleştirme sürecinin temelini oluşturmuştur. Bu tekniklerin uyarlanması banka temelli menkul kıymet tutma kredi aracılık sürecini kökten değiştirmiştir. Devlet destekli bankacılık sistemi kredi kullanımına dahil olmayıp sadece kredi işlem ve finansmanına dahildir (Pozsar vd., 2010).

2.3.2. İçsel Gölge Bankacılık

Son yıllarda büyük bankalar karlılığı artırmak için düşük öz kaynak getiri araçlarından gölge bankacılık faaliyetlerini geliştiren yüksek öz kaynak getirisine sahip kurumlara dönüşmüştür. Büyük bankalar ve dealerlar gölge bankacılık faaliyetlerinin geliştirilmesinde özellikle menkul kıymetlerin yaratılmasında, depolanmasında, menkul kıymetleştirilmesinde ve kredi sağlanması konusunda çok önemli bir rol oynamıştır.

İçsel gölge bankacılık sisteminin asıl amacı yasal sermaye arbitrajını amaçlayan bir sistemdir. İçsel gölge bankacılık sistemi kendi aracı kurumlarınca yarat ve dağıt modelini esas almaktadır (Pozsar vd., 2010).

2.3.3. Dışsal Gölge Bankacılık

İçsel gölge bankacılık sistemine benzer olan dışsal gölge bankacılık sistemi küresel bir bilanço ağıdır. Kredilerin oluşturulması, depolanması ve menkul kıymetleştirilmesi esas olarak ABD tarafından yapılır. Fakat yapılandırılmış kredi varlıklarının fonlama ve vade dönüşümleri ABD, Avrupa ve yurt dışı finans merkezleri tarafından yapılmaktadır (Pozsar vd., 2010).

Dışsal gölge bankacılık sistemi, banka olmayan kurumlarca çeşitlendirilen ve idare edilen aktiviteler olarak tanımlanmaktadır. Bu aktiviteler, sermaye arbitrajı amacının düşük ve uzmanlaşarak kazanç sağlama hedefi bulunan kredi aracılık sürecidir.

2.3.4. Paralel Bankacılık Sistemi

Birçok içsel ve dışsal gölge bankalar finansal krizin başlamasındaki özel koşullar sebebiyle var olmuşlardır. Bu koşullardan bazıları ekonomik nitelik taşıırken, bazıları da düzenleyici ve risk yönetim hatalarından kaynaklı olarak ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte, geleneksel bankalara kıyasla rekabet avantajı sağlayan gölge bankaların örnekleri de bulunmaktadır. Bu gölge bankalar, düzenleyici arbitraj ile değil uzmanlaşarak paralel bir bankacılık sistemi olarak elde edilen kazançlarla yönetilmiştir.

Paralel bankacılıkta temel hedef, banka olmayan kurumların uzmanlaşma ve bilanço dışı faaliyetlerine odaklanarak geleneksel bankalara karşı görece rekabet ve avantaj üstünlüğü elde etmesine dayanmaktadır (Pozsar vd., 2010).

2.4.GÖLGE BANKACILIK ÜRÜNLERİ

Geleneksel olarak tanımlanmış dört önemli gölge bankacılık ürünü bulunmaktadır. Birincisi, bankalar ile ilgili ürünlerdir. İkincisi, banka dışı finansal kuruluşlar tarafından üretilen finansal ürünler. Üçüncüsü, finansal olmayan kurumlar tarafından üretilen özel borç verme ve çevrimiçi gölge bankacılık. Dördüncüsü ise kredi garantilerinin gölge bankacılığın bir parçası olarak görülmesidir.

2.4.1.Bankalar İle Alakalı Ürünler

2.4.1.1Finansal Ürünler

Bankaların sunduğu kredi ürünlerinin çoğu banka işlemlerinin normal bir parçasıdır ve yine bu ürünler resmi ticari bankacılığın birer parçasıdır. Ancak bazı banka ürünleri yüksek risk taşımaktadır ve yüksek kar marjı oluşturabilir. Sigortasız bu finansal banka ürünleri için, fonlar öncelikle borsa, döviz ve diğer enstrümanlarda yatırım olarak kullanılır. Bu tarz yatırımlar kendi içerisinde risk barındırmaktadır. Çünkü çoğu banka için bu yatırımlar bilanço dışı kalemdir ve düzenli bankacılık faaliyetleri ile sıkı sıkıya düzenlenmemektedir. Bu sebeple, bu faaliyetler gölge bankacılık istatistiklerine dahil edilir.

2.4.1.2.Emniyete Alınmış Krediler

Bu krediler, şirketten şirkete krediler olup, yerli para veya döviz cinsinden kredilerdir. Farklı dallardaki nakit zengini şirketler, nakit sıkıntısı çeken şirketlere kar sağlamak amacıyla kredi verirler. Bu krediler, aslında fon sağlayan güvenilir üçüncü bir tarafın bankalar için yaptığı acentelik işidir. Para daha sonra belirli bir süre, belirli bir kullanım için ve tröstler tarafından belirlenen faiz oranından borçlanıcıya verilir. Banka emanetçi olarak görev yapar ve tröstler adına faiz getirisini borçlanıcılardan tahsil eder.

2.4.1.3. Banka-Tröst Şirket

Gölge bankacılık ayrıca bir bankanın ve bir tröst şirketinin finansman sağlamak için birlikte çalıştıkları ve iki şirketin mülkiyet veya kontrol açısından her hangi bir organizasyon değişikliğini temsil etmediği banka-tröst şirket adı verilen bir yapıyı içermektedir.

2.4.1.4. Bankalar ve Menkul Kıymet Firmaları Arasındaki İşbirliği

Menkul kıymet firmaları, bankalara banka-tröst şirketi andıran bir modele yatırım yapmaları için yardımcı olur ve kredi alamayan borçlanıcılara kredi ürünleri (*trust products*) yoluyla bankaların kredi vermesine olanak tanımaktadır.

2.4.2. Banka Dışı Finansal Kurum Ürünleri

2.4.2.1. Finansal Kredi Ürünleri

Tröst şirketler bankaların almak istedikleri kredileri satın almalarını sağlayan fonları artırmak için varlık yönetimi ürünleri satarlar. Bu tür ürünler daha sonra geleneksel banka mevduatlarına daha verimli alternatif olarak bankalar aracılığı ile pazarlanmaktadır.

2.4.2.2. Finansal Şirketlerce Verilen Küçük Krediler

Çoğu küçük kredi finansman şirketinin kredi vermeleri için sermayeleri yetersizdir. Dolayısıyla, diğer şirketlere sağlayacağı kredi imkânı da sınırlıdır. Bu kredi şirketleri genellikle yıllık %50 gibi yüksek oranda faiz talep etmektedir. Borçlanıcı şirketin böylesine yüksek bir faiz oranını karşılayabilmesi için %30-40'lık bir kazanç oranına sahip olmalıdır.

2.4.3. Finansal Olmayan Kurum Ürünleri

Gölge bankacılığın bu kategorisi, özel sermayeli şirketleri özel firmaların özel kredi vermelerini ve çevrimiçi gölge bankacılık da dâhil olmak üzere çeşitli faaliyetleri kapsamaktadır.

2.4.4. Kredi Garantileri

Kredi garanti şirketleri firmalar tarafından avans ödemeleri ve ticari sözleşmeler için kredi riskini garanti altına almaktadır. Böylece kredi garanti şirketleri ticari firmaların ödeme risklerinden sorumludur.

Kredi garanti şirketleri projelere yatırım yapmakta veya firmalara çeşitli şekillerde kredi sağlamaktadır. Yüksek getiri aramak için emlak piyasasına girerler. Ayrıca borçlarını ödeyemeyen şirketlere köprü kredi de sağlarlar. Bazı kredi garanti şirketleri fonlarını borsaya veya girişim sermayesi kurumlarına yatırırlar.

2.5. FİNANSAL İSTİKRAR KURULU KÜRESEL GÖLGE BANKACILIK İZLEME RAPORU

Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board - FSB), küresel finansal sistem hakkında gözlem ve öneriler yapan uluslararası bir organdır. Her yıl düzenli olarak gölge bankacılık konusunda raporlar hazırlamaktadır. Gölge bankacılık konusunda önemli çalışmalar yapan bu kurumun görüşleri ve önerileri çok önemli olduğu için çalışmanın bu bölümünde yayınlamış oldukları yıllık raporlardan bazı kesitlere değinilecektir.

2.5.1. Ekonomik Fonksiyonlara Dayalı Gölge Bankacılığının Ölçüsü

Bu yaklaşım banka dışı finansal varlıkların beş ekonomik fonksiyona sınıflandırılmasına dayanmaktadır ve bunların her biri, gölge bankacılık riskleri oluşturabilecek banka dışı kredi aracılıklarını içermektedir. Gölge bankacılığın izlenmesine ekonomik faaliyet tabanlı yaklaşımın eklenmesi iki hedefi gerçekleştirmektedir. Birincisi, politika yapıcıların gölge bankacılığı varlıklarının faaliyetlerine ve ortaya çıkabilecek potansiyel risklere daha fazla odaklanmalarını sağlar. İkincisi, önemli ölçüde vade / likidite dönüşümü ya da kaldıracı olmayan ve genellikle bir kredi aracılık zincirinin parçası olmayan banka dışındaki finansal kuruluşların ek kapsam dışı bırakılması, gölge bankacılığı öneminin daha doğru bir şekilde anlaşılmasına olanak tanımaktadır (FSB, 2015: 7).

2.5.1.1. Ekonomik Fonksiyonlar Yaklaşımı

Beş ekonomik fonksiyon Finansal İstikrar Kurulu (FSB) tarafından ilk olarak 2013 yılında yayımlanmıştır. Ekonomik fonksiyonlar çerçevesinin tanımlanmasının sebebi olarak, yetkililerin kaynakların saptanması ve değerlendirilmesinin yanında banka dışı finansal alanlarda gölge bankacılığından kaynaklanan finansal istikrar riskleri ve bu riskleri azaltmak için uygun politika önlemlerini uygulamalarına olanak sağlamak olarak belirtilmektedir.

Tablo 2: Ekonomik fonksiyonların tanımlanması**EKONOMİK FONKSİYONLARA GÖRE SINIFLANDIRMA**

EKONOMİK FONKSİYON	Tanımlama	Kurum Türleri
EF1	Kolektif yatırım araçlarının yönetimi	Sabit gelirli fonlar, karma fonlar, kredi hedge fonları, gayrimenkul fonları
EF2	Kısa vadeli fonlamaya dayalı kredi sağlama	Finansman şirketleri, finansal kiralama şirketleri, faktöring şirketleri, tüketici kredi şirketleri
EF3	Kısa vadeli fonlara veya müşteri varlıklarının güvenli fonlamasına bağımlı piyasa faaliyetlerinin arabuluculuğu	Aracı-Tacir
EF4	Kredi sağlamasını kolaylaştıran kuruluşlar	Kredi sigorta şirketleri, mali garantörler
EF5	Menkul kıymetleştirmeye dayalı kredi aracılık ve finansal varlıkların finansmanı	Menkul kıymetleştirme araçları, yapılandırılmış finansman araçları, varlık destekli menkul kıymetler

Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

Banka dışı finansal varlık türleri tipik olarak beş ekonomik fonksiyon altında sınıflandırılmıştır. Bunlar, İşlemlere duyarlı belirli kuruluşlar (EF1), kısa vadeli fonlamaya bağlı borç verme (EF2), kısa vadeli fonlara veya müşteri varlıklarının güvencesiz finansmanına bağlı piyasa aracılığı (EF3), kredi yaratımını kolaylaştırmak (EF4) ve menkul kıymetleştirme esaslı aracılıktır (EF5). (FSB, 2015: 8).

2.5.2. Küresel Bakış Açısı

Gölge bankacılık varlık büyüklüğü 2007-2009 küresel ekonomik krizinden önce hızlı bir yükseliş sergilemiştir. 2002 yılında 26 trilyon dolar olan gölge bankacılık varlık büyüklüğü 2007 yılında 62 trilyon dolar seviyelerine yükselmiştir. 2011 yılında ABD 23 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlıkları ile gölge bankacılık sisteminde en büyük payı almıştır. ABD'yi 22 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlığı ile Avro Bölgesi ve 9 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlığı ile Birleşik Krallık takip etmiştir. 2012 yılında gölge bankacılık varlık büyüklüğünde 5 trilyon dolarlık bir artış meydana gelmiş ve toplamda gölge bankacılık sistemi 71 trilyon dolar seviyelerine ulaşmıştır. Yine bu dönemde ABD 26 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlıkları ile ilk sırayı alırken, ABD'yi 22 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlıkları ile Avro Bölgesi ve 9 trilyon dolar

gölge bankacılık varlıkları ile de Birleşik Krallık takip etmiştir. 2011 yılına kıyasla ABD toplam gölge bankacılık varlıkları içinden %35'e tekabül eden paydan %37'lik bir paya sahip olmuştur. 2013 yılında gölge bankacılık varlıklarında 5 trilyon dolarlık yükseliş meydana gelmiştir. Böylece toplam gölge bankacılık varlıkları 75 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu dönemde bir önceki yılda ABD'den geride olan Avro Bölgesi, ABD'yi yakalayarak ABD ile birlikte 25 trilyon dolarlık bir gölge bankacılık varlığı ile ilk sırayı almıştır. 9.3 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlığı ile Birleşik Krallık ABD ve Avro Bölgesini takip etmiştir.

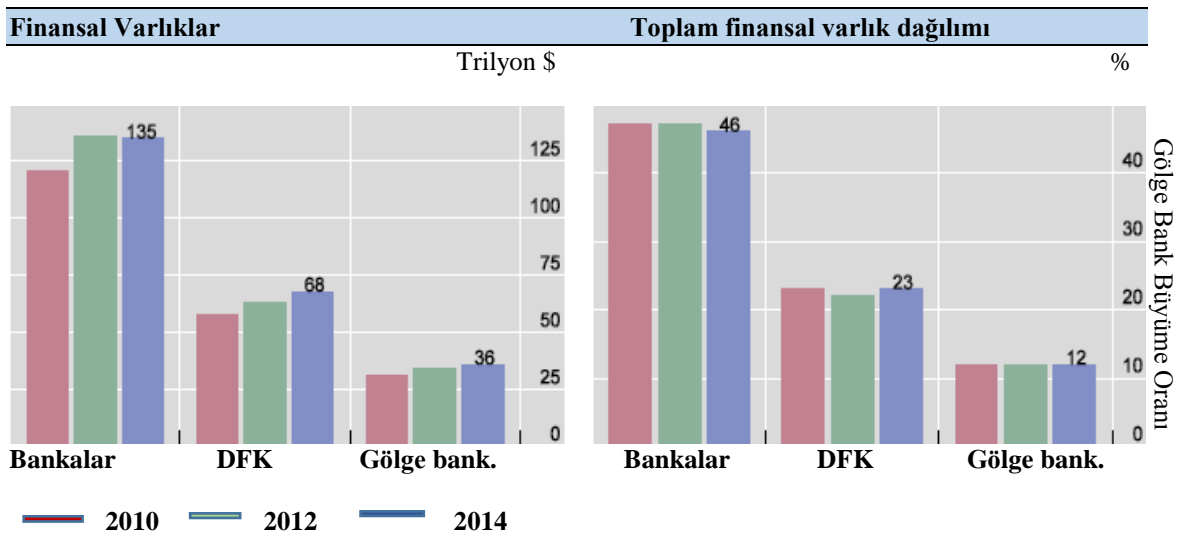
Tablo 3: Finansal Aracıların Varlıkları

	Hacim - 2014 (Trilyon \$)	Büyüme – 2014 (Yıldan yıla, yüzde)	Ortalama yıllık büyüme (2011-2014, yüzde)
Bankalar	135	6,4	5,6
Diğer Fin. Kur. Var.	68	9	6,3
Gölge Bankacılık	36	10,1	6,3

Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

2011 ve 2012 yıllarında hızlı bir yükseliş gösteren 26 ülkedeki gölge bankacılık sistemi varlıkları, 2013 yılında neredeyse durağan bir hal almış ve 2014 yılında çok az bir düşüş göstermiştir (FSB, 2015: 9).

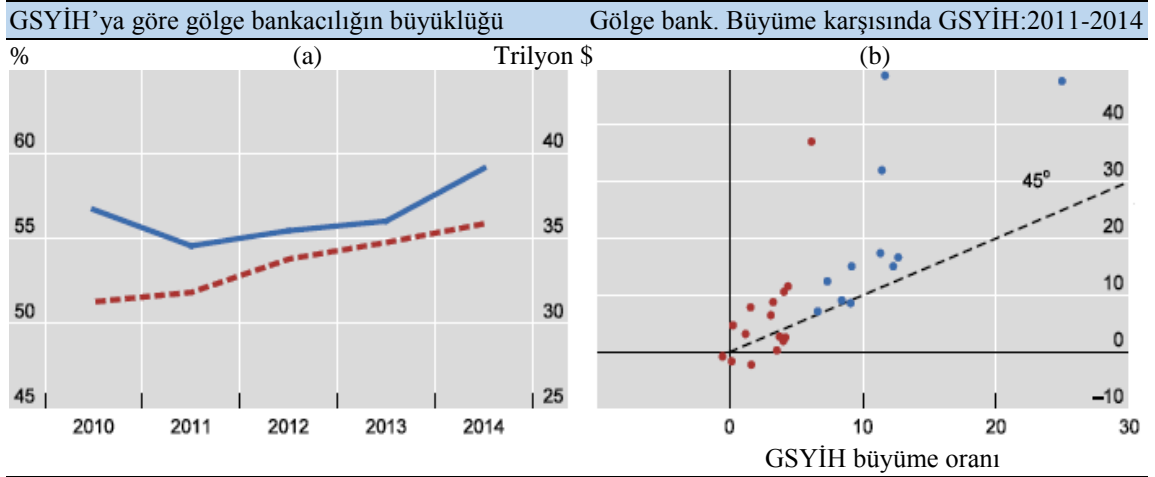
Grafik 1: Finansal Aracılık Varlıkları



Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

Ekonomik fonksiyonlara dayalı olarak ölçülen gölge bankacılığın toplam finansal sistem içindeki payı son yıllarda nispeten sabit (yaklaşık olarak %12). Bununla birlikte, gölge bankacılığının istikrarlı büyümesi son yıllarda GSYİH'nin üzerinde seyrettiğinden, gölge bankacılığının GSYİH'ye oranı 2012'de %55 iken 2014'te %59'a yükselmiştir (FSB, 2015: 10).

Grafik 2: Gölge Bankacılığın GSYİH ile Kıyaslaması



— : GSYİH'nin yüzdesi olarak --- : Trilyon \$ • : Gelişmiş ekon. • : Gelişmekte olan ekon.

Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

Gölge bankacılığının gelişimi, son yıllarda ekonomik büyüme ile ilişkilendirilmiştir. Döviz kurundaki etkilere göre ayarlanan 2010 ve 2014 yılları arasındaki gölge bankacılık varlıklarında daha fazla artış gösteren ülkeler, aynı dönemde GSYİH'de daha fazla artış eğilimi göstermektedir. Yukarıda 2(b) numaralı grafikte görüldüğü üzere, gölge bankacılık varlıkları, incelenen 26 ülkenin çoğunda 2010'dan beri GSYİH'den daha hızlı büyümüştür (FSB, 2015: 10).

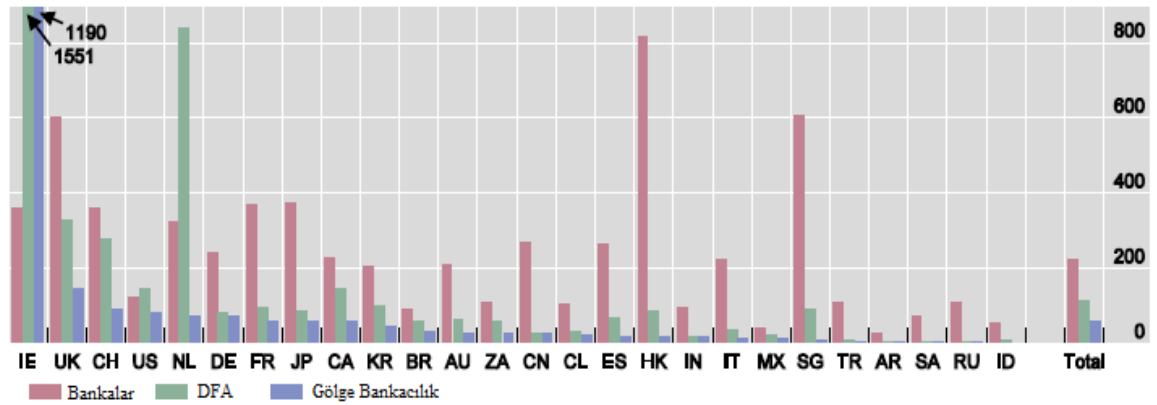
2.5.3. Bölgelerarası Analiz

3 numaralı grafikte gölge bankacılığın boyutu ülkelerin ekonomik yapılarına göre değişkendir ve mali aracılık derecesi ve finansal derinleşmesi ile ilişkili olduğu görülmektedir. GSYİH açısından, İrlanda, Birleşik Krallık, İsviçre ve Birleşik Devletler 'deki gölge bankacılığı, sırasıyla GSYİH'nin % 1, %190, % 147, % 90 ve % 82'si ile yelpazenin en üst noktasında yer almışlardır. Öte yandan gölge bankacılığı varlıklarının

boyutu Türkiye, Arjantin, Suudi Arabistan, Rusya ve Endonezya'da GSYİH'nin % 10'unun altındadır.

Grafik 3: GSYİH'ye Oranla Gölge Bankacılık, Diğer Finansal Aracilar Ve Bankalar

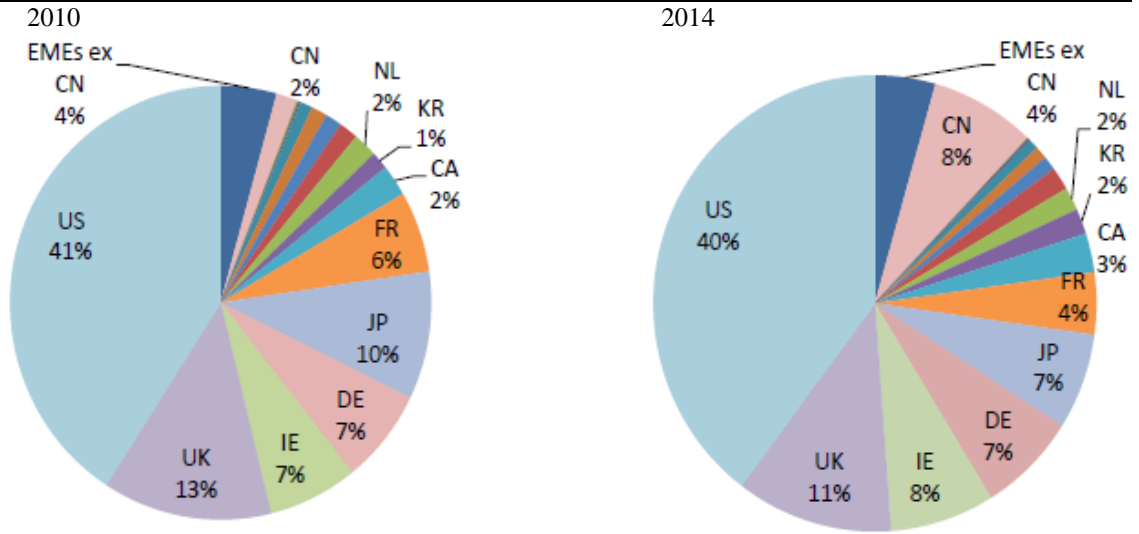
2014
%



Not: **Bankalar:** Daha geniş bir kategori olan “mevduat alan kurumlar”, **DFA:** Diğer finansal araçlar, **Gölge Bankacılık:** Gölge bankacılığının ekonomik fonksiyon temelli ölçüsü

Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

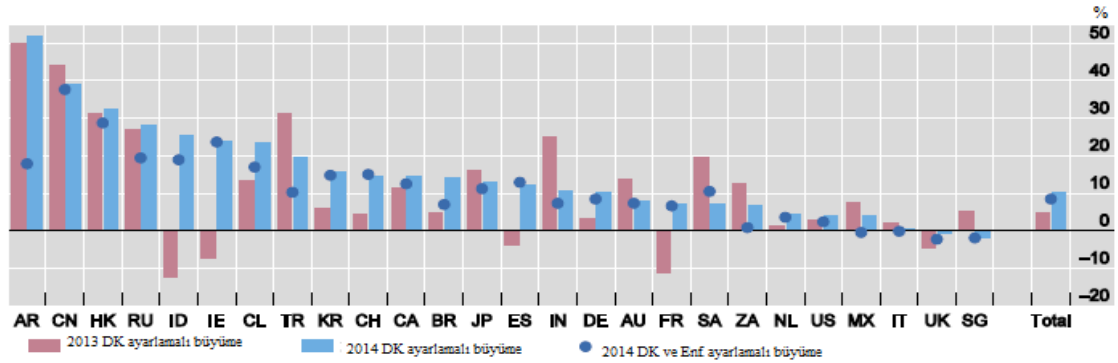
3 numaralı grafikte Amerika Birleşik Devletleri, 2014 yılında 14,2 trilyon dolarla en büyük gölge bankacılık sektörüne sahip olmaya devam etmiştir ve bu da 26 ülke tarafından kabul edilen küresel gölge bankacılığı varlıklarının üçte birinden fazlası anlamına gelmektedir. Birleşik Krallık 4,1 trilyon dolara ile en büyük ikinci gölge bankacılık sektörünü oluşturmaktadır. Gölge bankacılığı varlıklarının, Japonya, Fransa, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 2010'dan bu yana görece olarak gerilemesi, bir dizi diğer ülkelerdeki payın artmasıyla dengelenmiştir (FSB, 2015: 12).

Grafik 4: Gölge bankacılık varlıkları dağılımı

Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

4 numaralı grafiğe göre 26 ülkede toplam gölge bankacılığı varlıkları, 2014 yılında %10,1 artarak 2013'te %4,7'lik bir artış gösterilmiştir. Hesaplanan büyüme oranı döviz kuru etkisinden arındırılmış ancak 2013 ve 2014'teki varlık fiyatlarının genel olarak değer kazanması nedeniyle büyüme rakamlarını zayıflatacak olan değerlendirme etkilerini içermemektedir.

Bununla birlikte büyüme oranları ülkeler arasında önemli ölçüde farklılık göstermektedir. 5 numaralı grafikte iki ülkenin gölge bankacılığı varlıklarının 2014 yılında yükseldiğini ve birçoğunun 2013'e kıyasla büyüme oranlarının belirgin bir artış gösterdiği görülmektedir. 2014 yılında gölge bankacılığı varlıklarının döviz kuruna göre ayarlanan büyüme oranları Arjantin, Çin ve Hong Kong'da %30'u aşmıştır. Bununla birlikte, Arjantin ve Hong Kong için gölge bankacılığındaki güçlü büyüme büyük oranda, bu ülkelerdeki gölge bankacılığının nispeten küçük olması nedeniyle düşük taban etkisinden kaynaklanmaktadır (FSB, 2015: 10).

Grafik 5: Gölge Bankacılık Büyüme Oranları

Not: Barlar: Döviz kuru ayarlamalı büyüme oranını Noktalar: Döviz kuru ve enflasyon ayarlamalı büyüme oranını göstermektedir.

Kaynak: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoringreport-2015/>

2014 yılında 80 trilyon dolara ulaşan gölge bankacılık varlıkları 2015 yılında 92 trilyon dolar seviyelerine yükselmiştir. Böylelikle bir önceki yıl %10 büyüme gösteren gölge bankacılık varlıkları, bu dönem %4.3'lük bir büyüme yakalamıştır. 2015 yılında Avro Bölgesi 30 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlıkları ile ilk defa ABD'yi geçerek ilk sırayı almıştır. Avro Bölgesi'ni 26 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlıkları ile ABD ve 8 trilyon dolarlık gölge bankacılık varlıkları ile de Birleşik Krallık takip etmiştir.

2.6. GÖLGE BANKACILIK ZAMAN ÇİZELGESİ

2007: Daha önceden de belirtildiği gibi gölge bankacılık terimi ilk olarak McCulley tarafından 2007 yılında Kansas şehrinde Jackson Hole ekonomik sempozyumunda kullanılmıştır. McCulley bankacılık düzenlemelerine tabi olmayan gölge bankaların kendilerini sigortasız ticari kâğıtlarla finanse ettiğini belirtmiştir. McCulley gölge bankacılık için belirgin bir şekilde ABD'ye odaklı olduğunu ve ağırlıklı olarak vade dönüşümü yapan banka dışı kurumlar olduğunu söylemiştir.

2008: 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers iflas kanunu kapsamında iflasını açıklamıştır.

2010: G20 Seul Zirvesinde gölge bankacılık finansal sektörün istikrarı için en büyük tehdit olarak tanımlanmıştır.

2011 Finansal İstikrar Kurulu (FSB) Gölge Bankacılık İçin Bir Arka Plan: FSB yapmış olduğu tanımda; gölge bankacılık sistemi genel olarak düzenli bankacılık sistemi dışındaki kuruluşları ve faaliyetleri içeren kredi aracılığı olarak tanımlamıştır. FSB, kabaca 2010 yılında küresel gölge bankacılık sisteminin büyüklüğünü 46 trilyon Euro seviyesinde tahmin etmiştir. Bu, toplam finansal sistemin% 25-30'unu ve banka varlıklarının yarısı kadarını temsil etmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde bu oran daha da belirgindir ve tahmin edilen rakam% 35 ile % 40 arasındadır. Küresel ölçekte, Avrupa ülkelerinde tutulan varlıkların payı, İngiltere aracılığı için % 10'dan % 13'e, Hollanda aracılığı için % 6'dan % 8'e, Almanya aracılığı için % 4'ten % 5'e ve İspanya aracılığı için % 2'den% 3'e yükselmiştir. Fransa ve İtalya aracılığı, küresel gölge bankalarında sırasıyla % 6 ve % 2'lik paylarını korumuştur.

2012 Avrupa Birliği Komisyonu Gölge Bankacılık Üzerine “Yeşil Rapor (*Green Paper*)” Çalışması-Gölge bankacılık nedir? Gölge bankacılık düzenli bankacılık sistemi dışındaki kuruluşları ve faaliyetleri içeren kredi aracılığıdır. Düzenli bankacılık sistemi dışında faaliyet gösteren kuruluşlar aşağıdaki faaliyetleri gerçekleştirmektedir.

- Mevduat benzeri özelliklere sahip fonların kabulü
- Vade ve/veya likidite dönüşümü yapmak
- Kredi risk transferi ve Doğrudan veya dolaylı finansal kaldıraçların kullanımı

Banka dışı kuruluşların önemli finansman kaynağı olarak görev yapabilecek faaliyetleri; menkul kıymetleştirme, menkul kıymet kredilendirmesi ve repo işlemleridir.

Tablo 4: Gölge Bankacılık Kuruluşları ve Faaliyetleri

<p>Kuruluşlar:</p> <ul style="list-style-type: none"> *Likidite ve / veya vade dönüşümü yapan özel amaçlı kuruluşlar. Varlık destekli ticari kâğıt kanalları, Özel Yatırım Araçları (SIV) ve diğer Özel Amaçlı Araçlar (SPV) gibi menkul kıymetleştirme araçları, * Para Piyasası Fonları (MMF) ve diğer yatırım fonları veya ürünleriyle benzer özellikteki mevduatlar * Borsa Yatırım Fonu (ETF) da dâhil olmak üzere yatırım fonları * Kredi veya kredi garantisi veren finans şirketleri ve menkul kıymetler kuruluşu veya Bir banka gibi düzenlenmeye tabi olmaksızın likidite ve / veya vade dönüşümü yapmak * Kredi ürünlerini ihraç eden veya garanti eden sigorta teşebbüsleri
<p>Faaliyetler:</p> <ul style="list-style-type: none"> *Menkul kıymetleştirme *Menkul kıymet ödünç verme ve repo

Kaynak: Gorton ve Metrick (2009a)

2012 AB Parlamentosu'nun Gölge Bankacılığı Konusunda Raporu: 2007'deki finansal krizin başlangıcından bu yana, G20 finansal sistemi daha güvenli ve sürdürülebilir hale getirmek için bir dizi düzenleyici tedbirler için karar alınmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının daha katı düzenlemelerine yönelik ilk adım atılmış ve yeni finansal denetim yapısı geliştirilmiştir. Bu yeni düzenleme çerçevelerine rağmen, kredi aracılığının büyük bir kısmı halen yetersiz olarak izlenmekte ve düzenlenmektedir.

Gölge bankacılığının krizde tek başına olmadığı açıktır. Nitekim kriz sırasında, bankalar sadece genel piyasa istikrarı ile gölge bankacılık sistemine maruz kalmaları nedeniyle ciddi şekilde etkilenmiştir. Bankalar, menkul kıymetleştirilen ürünlere yatırım yapmış ve gölge bankacılık sistemine kredi garantileri ile destek sağlamıştır. Menkul kıymetleştirmenin olası olumlu etkilerine rağmen, bankalar bilanço dışı varlıklar ile ilişkili kalmıştır. Kredi hedge fonları, bankalar ve menkul kıymetleştirilen ürünlere yatırım yapan diğer kuruluşlar büyük kayıplar yaşamıştır. Söz konusu menkul kıymet fonları ve bankalar ayrıca menkul kıymetleştirilen ürünlere yapılan yatırımlarını repo yoluyla finanse etmiş ve bu menkul kıymetleştirilen ürünleri teminat olarak kullanmıştır.

Komisyunun yayımladığı yeşil raporun vurguladığı gibi, gölge bankacılığının yol açtığı sistematik risklerle mücadele için farklı önlemler alınmıştır. Piyasanın da tepkisi ile krizin başlangıcından beri gölge bankacılığının bazı uygulamaları ortadan kaybolmuştur. Bununla birlikte, gölge bankacılık sisteminin yenilikçi niteliği göz önüne alındığında, sistematik bir risk kaynağı oluşturabilecek yeni gelişmelere de neden olabilmektedir.

2012 Finansal İstikrar Kurulu-Gözetimin Güçlendirilmesi ve Gölge Bankacılık Birimlerinin Düzenlenmesi İçin Bir Politika Çerçevesi: FSB, gölge bankacılığı, Ekim 2011 raporunda genel olarak veya kısmen düzenli bankacılık sistemi dışındaki varlıkları ve faaliyetleri içeren kredi aracılık sistemi olarak tanımlamış ve gölge bankacılık sistemini tanımlamada pratik bir iki adımlı yaklaşımı ortaya konmuştur.

Birincisi, veri toplama ve gözetimin, finansal sisteme gölge bankacılığa ilişkin risklerin ortaya çıkabileceği tüm alanları kapsayacağından emin olmak için, otoriteler geniş bir şekilde tüm banka dışı kredi aracılığına bakmalıdır. İkinci olarak ise, politika amaçları için, yetkililer odağı banka dışı altkümeye daraltmalıdır.

Yukarıdaki yaklaşım doğrultusunda, diğer gölge bankacılığı varlıkları için politika çerçevesi üç unsurdan oluşmaktadır. Birinci unsur "beş ekonomik işlev çerçevesi"dir. Bu kapsamda yetkililer, kendi alanlarında banka dışı finansal kuruluşlardaki gölge bankacılık risklerinin kaynaklarını belirleyebilmelidir. Odak noktası, geleneksel bankalara yakın nitelikteki banka dışı finansal kuruluşlar tarafından, genellikle önemli vade / likidite dönüşümü gerektirmeyen ve genellikle bir kredi aracılık zincirinin parçası olmayan banka dışı finansal varlıklar hariç olmak üzere, kredi aracılık faaliyetleri üzerinedir. Banka dışı finansal kuruluşların yaptığı bu tür kredi aracılık faaliyetleri genellikle finansal sistem ve reel ekonomi için fayda sağlamaktadır. Örnek olarak, ekonomiye alternatif finansman sağlanması ve finansal piyasalarda yenilik, etkin kredi tahsisi ve maliyet düşüşünü sağlayabilecek rekabet yaratması gösterilebilir. Bununla birlikte, diğer banka dışı mali faaliyetlerin aksine, bu faaliyetler yatırımcıları, alacaklıları ve / veya karşı tarafları bankalardan kaçma potansiyeli yaratır ve bu durum döngüsel olabilir. Bu durum da sistematik istikrarsızlığın potansiyel kaynağı olabilir. Bu

banka dışı kredi aracılık faaliyetleri, bankalarla aynı ihtiyati yönetmeliklere tabi olmadıklarından, aynı zamanda mali sistemde aynı dışsallıklardan bazılarını yarattığından, düzenleyici arbitraj fırsatları yaratabilirler.

Politika çerçevesinin ikinci unsuru, yetkililerin tüm ekonomik işlevler için uygulayacakları kapsamlı ilkelerden oluşan "politika araç kiti çerçevesi" ve bu işlevle ilişkili sistematik riskleri azaltmak için her ekonomik işlev için bir araç takımı uygulamalıdır. Kapsamlı ilkeler, gölge bankacılığı riskleri oluşturduğu (diğer gölge bankacılık birimleri) belirlenen banka dışı finansal varlıkların yetkililer tarafından gözetim altına alınmasını sağlamaktadır.

Politika çerçevesinin üçüncü unsuru yetkililer arasında bilgi paylaşımıdır. Bu unsurun amacı politika çerçevesinin uygulanmasında bölgesel alanlarda tutarlılığın sağlanması ve aynı zamanda düzenlemedeki veya yeni düzenleyici arbitraj fırsatlarındaki "boşlukların" en aza indirgenmesidir. Dahası, bu tür bilgi paylaşımı, finansal piyasalarda yeni uyarlamalar ve yeniliklerin tespit edilmesinde etkili olabilir. Bilgi paylaşımı: (i) hangi banka dışı finansal kuruluşların (veya varlık türlerinin) hangi ekonomik fonksiyona dahil edildiğinin belirlenmesinde (ii) bilgi paylaşımının nerede kullanıldığını, ilgili otoritenin hangi politika araçlarını benimsediğini ve nasıl uygulandığını belirlemede yapılır.

2013: Lüksemburg Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri Kanunu: 13 Temmuz 2013 tarihinde "Alternatif Yatırım Fonu Yöneticileri Kanunu" Lüksemburg'da devralındı. Bu kanun, aktarılabılır menkul kıymet yatırımları için teşebbüslere, mevzuata uygun olarak uygulanan, gölge bankacılık faaliyetlerine girebilecek düzenlenmiş kuruluşlara uygulanacak hukuki düzenlemelerin kapsamlı bir bütünü oluşturmaktadır.

2013: FSB, Gölge Bankacılığın Gözetimini ve Düzenlenmesini Güçlendirmek için Politika Önerileri: FSB, gölge bankacılığına ilişkin potansiyel sistematik riskleri azaltmak için politikalara ihtiyaç duyulan beş alan üzerine yoğunlaşmıştır.

- (i) Düzenli bankacılık sistemi ve gölge bankacılık sistemi arasındaki dağılıma etkisini azaltmak
- (ii) Para piyasası fonlarının bankalardan kaçışını azaltmak
- (iii) Menkul kıymetleştirme ile ilgili teşvikleri değerlendirmek
- (iv) Menkul kıymet finansmanı ile ilişkili döngüsel olmayan teşvikleri ve riskleri azaltmak için repo ve menkul kıymet borç verme gibi fonlamayı daha da kötüleştirebilecek işlemleri törpülemek
- (v) Diğer gölge bankacılığı kuruluşları ve faaliyetleri tarafından oluşturulan sistematik riskleri değerlendirmek ve hafifletmek.

2013: Avrupa Parlamentosu ve Konsey Düzenlemesinin Para Piyasası Fonlarına İlişkin Önerisi: Para piyasası fonları (MMF), finansal kuruluşlar, şirketler ve hükümetler için kısa vadeli finansman kaynağıdır. Avrupa'da ya devletlerce ya da şirketler tarafından çıkarılan kısa vadeli borçlanma senetlerinin yaklaşık %22'si para piyasası fonları tarafından tutulmaktadır. Para piyasası fonları, bankacılık sektörünün kısa vadeli borçlarının %38'ini elinde tutmaktadır.

Talep tarafında, para piyasası fonları yüksek seviyede likidite, çeşitlendirme, değer istikrarı ve pazar bazlı getiri sağlayan kısa vadeli bir nakit yönetimi aracı sunulur. Para piyasası fonları çoğunlukla, örneğin bordro gibi büyük bir harcamaya kadar kısa bir süre için fazla nakit yatırım yapmak isteyen şirketler tarafından kullanılır. Para piyasası fonları bu nedenle, kısa vadeli para talebi ve teklifi bir araya getiren önemli bir bağlantıyı temsil etmektedir. Yaklaşık 100 milyar Avro'luk varlık yönetimi ile para piyasası fonları diğer tüm yatırım fonlarından farklı bir fon kategorisini temsil eder.

Para piyasası fonları yatırımcılar için uygun bir araçtır çünkü banka mevduatlarına benzer özellikler sunmaktadır. Bu özellikler ışığında, yatırımcılar para piyasası fonlarını banka mevduatlarına göre daha güvenli ve daha çeşitlendirilmiş bir alternatif olarak görürler. Fakat gerçekte, para piyasası fonları herhangi bir fon yatırımına bağlı doğal piyasa risklerine sahip klasik yatırım fonlarıdır. Bu nedenle, para piyasası fonları yatırım yaptığı varlıkların fiyatları düşmeye başladığında bir para piyasası fonu, derhal

telafi etme sözünü sürdüremez ve para piyasası tarafından yatırımcılara verilen birimin veya paylaşımın değerini korumaya devam edemez.

Yatırımcılar para piyasası fonlarının herhangi bir zamanda likidite vaadini ve istikrarlı para iadelerini vaat edemeyebilecekleri riskini gördükleri anda ortaya muhtemelen sözde bir yatırımcının "kaçışı" ortaya çıkacaktır.

Yatırımcı kaçışı ile ilgili sorunlar, sistemli bir nitelik taşımaktadır: (1) Para piyasası fonları reel ekonomiye yakın ilişkiler içindedir (2) sponsorlarla olan bağlantıları. Buna ek olarak, para piyasası fonları üzerindeki kaçışların, yatırımcının koruma açısı mevcuttur. Çünkü geç telafiler genellikle erken telafi edilenler ile kıyaslandığında doğal bir dezavantaj içermektedir.

Önerilen yönetmelik, bu problemleri ele almaktadır. Yönetmelik para piyasası fonlarının likiditesini artırmak ve yapılarının istikrarını sağlamak için ortak standartlar getirmektedir.

2014 Menkul Kıymet Finansmanı İşlemlerinin Raporlanması ve Şeffaflığı Konusunda Avrupa Parlamentosu ve Konsey Düzenlemesi: 2008 küresel finansal krizinde finansal düzende önemli düzenleyici boşluklar, etkisiz denetim, opak pazarlar ve aşırı karmaşık ürünler ortaya çıkmıştır. AB, güçlendirilmiş sermaye gereksinimleri, gelişmiş yönetim ve denetim ve karar alma rejimleri ile ilgili kurallar da dahil olmak üzere, bankacılık sistemini daha sağlam ve istikrarlı hale getirmek için bir dizi önlem kabul etmiştir. Bu bağlamda, Bankacılık Birliğinin kuruluşuna ilişkin ilerleme de belirleyici niteliktedir. Bu öneriyle birlikte bir paket içerisinde sunulan AB bankacılık sektörünün yapısal reformlarıyla ilgili teklif, yeni düzenleyici çerçevenin son parçası olup, AB'deki en büyük bankalar bile daha az karmaşık hale getirilmekte ve etkili bir şekilde çözümlenebilmektedir.

2015 Finansal İstikrar Kurulu Küresel Gölge Bankacılık İzleme Raporu: Daha önceki bölümlerde bu rapora detaylı bir şekilde değinilmiştir.

2016 Avrupa Komisyonu menkul kıymet finansmanı işlemlerinin şeffaflığına ve tekrar kullanılmasına ilişkin düzenleme: Ocak 2014'te kabul edilen Menkul Kıymet Finansmanı İşlemleri Yönetmeliği ile AB bankacılık sektörünün yapısal reform önerisi yanında, menkul kıymet finansman pazarlarının şeffaflığının artırılması amaçlanmaktadır. Teklif, Eylül 2013'teki gölge bankacılığı eylem planının bir parçası olarak ilan edilmiştir. 17 Haziran 2015'te Parlamento ve Konsey arasında siyasi anlaşmaya varılmış ve Avrupa Parlamentosu Ekonomik ve Parasal İşler Komisyonu (ECON) metin üzerinde 16 Temmuz 2015'te oy verme işlemine gidilmiştir. Avrupa Parlamentosu'nun oylarını takiben, yönetmelik resmi olarak AB Bakanlar Konseyi tarafından yakın gelecekte kabul edilecektir.

Yukarıdaki tartışmalardan geleneksel bankacılığın istatistiksel olarak bir düşüş içerisinde olduğu görülmektedir. Fakat bunun sebebi olarak geleneksel bankaların aktivitelerini ve finansal piyasalardaki rollerini artırma eğiliminde olmaları gösterilebilir. Bu sebeple geleneksel bankacılıkta çok büyük bir düşüş olmadığı görüşü yaygındır. Geleneksel bankalar pozisyonlarını korumak adına geleneksel olmayan aktivitelere (faiz dışı gelirler) yönelmiştir. Bunun en büyük nedeni ise gölge bankaların karlılıklarını azaltmasıdır.

Gölge bankaların geleneksel bankacılık karşısında yükselişe geçmesinin sebebi olarak finansal hizmetleri çok daha ucuza mal etmeleri gösterilebilir.

Gölge bankacılık sistemi, ABD'nin yanı sıra AB, Çin, Meksika, Avustralya gibi diğer birçok ülkede de mevcuttur. Gölge bankacılık sistemi uluslararası seviyede farklılıklar göstermektedir. Bu da finansal piyasaların ve bankacılık sistemlerinin özelliklerinin birbirinden ayrışmasından kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak, gölge bankacılık uygulamaları, uluslararası piyasalarda ABD'nin gölge bankacılık uygulamalarından farklılık göstererek banka dışı finansal kurumlarca yapılmaktadır.

3.AMPİRİK LİTERATÜR

Bu bölümde parasal aktarım mekanizması ve gölge bankacılık üzerine yapılmış ampirik çalışmalar incelenmektedir. Daha açık olması açısından iki başlık altında söz konusu literatür tartışılmaktadır. Literatür, kendi içinde uygulanan yöntemler bakımından kronolojik olarak incelenmiştir.

3.1 PARASAL AKARIM MEKANİZMASI

Afrin (2016) çalışmasında kredi ve para politikası şoklarının hem fiyat hem de reel ekonomi üzerindeki etkisini özellikle kredi kanalına vurgu yaparak analiz etmiştir. Bangladeş ekonomisi için SVAR modeli tahmin edilmiştir. SVAR modeli daha kısa zaman serilerine sahip ülkeler için para politikası analizlerinde önemlidir. Bu sebeple temel VAR yöntemi yerine SVAR yöntemi tercih edilmiştir. Çalışma iki soruya cevap aramaktadır: Birincisi, para politikası şokları toplam fiyat ve diğer reel değişkenleri Bangladeş ekonomisinde banka kredileri üzerindeki etkileri aracılığıyla nasıl etkilemektedir? İkincisi ise, merkez bankası ve reel ekonomi özel bir kredi şokuna nasıl tepki vermektedir? Tahmini yapılan SVAR modeli nominal faiz oranı, M2, nominal efektif döviz kuru, üretim, özel sektöre verilen krediler (*bank lending*) ve tüfe değişkenlerini içermektedir. Kullanılan veriler aylık olup 2003:6-2014:2 dönemini kapsamaktadır. 91 günlük hazine bonusu oranı kısa dönem nominal faiz oranı olarak ve sanayi üretimi endeksi de GSYİH verilerinin bulunmaması nedeniyle üretim değişkeni yerine kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ise döviz kuru kanalının fiyatlar genel seviyesini etkilemek için para politikasını iletmede etkili olmadığı bulunmuştur. Para politikası, fiyatlar genel seviyesini etkileme konusunda önemli bir rol oynamaktadır ve banka kredileri bu süreçte işlevsel değildir. Diğer taraftan kredi şoku üretimi ve enflasyonu etkilemektedir.

Olmo ve Sanso-Navarro (2015), Avro Bölgesi ve ABD için yaptıkları çalışmada bir krizin banka kredi kanalı üzerindeki etkisi ile temel ekonomik ve parasal değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada VECM yöntemi uygulanmış olup

kullanılan veriler aylık olarak seçilmiştir. Veriler 2004:9-2014:2 dönemini kapsamaktadır. VECM modeli, M2, nominal faiz oranı, sanayi üretim endeksi, konut kredisi oranı ve ticari banka kredileri değişkenlerini içermektedir. Ampirik bulgular banka kredi kanalının etkin olduğunu göstermektedir.

Jimborean (2009), çalışmasında AB'ye yeni üye ülkelerdeki para politikası aktarım mekanizması hakkındaki bilgileri, para politikası banka kredileri üzerindeki etkisi hakkında ampirik kanıtlarla zenginleştirmeye çalışmıştır. Çalışmada GMM yöntemi kullanılmıştır. Çalışma özel banka bilançolarına dayanmakta ve 10 Avrupa Birliği ülkesinin ticari bankalarını içermektedir. Modelde toplam krediler, para politikası göstergesi, para piyasası oranları, reel GSYİH, enflasyon ve banka karakteristikleri (*büyüklik gibi*) değişken olarak kullanılmıştır. Veriler yıllık olup 1996-2006 dönemini kapsamaktadır. Çalışmanın sonucunda küçük bankaların aracılığı ile banka kredi kanalının varlığı ampirik olarak kanıtlanmıştır.

Salachas, Laopodis ve Kouretas (2016) para politikasının 2007-2009 küresel finansal krizi öncesi ve sonrasında banka kredi kanalının varlığını analiz etmişlerdir. Yapılan çalışma 2001-2013 dönemini kapsamaktadır. Modelde kullanılan veriler yıllık olup ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya ve Japonya ticari bankalarının verileri kullanılmıştır. Çalışmada GMM yöntemi kullanılmıştır. GMM modeli, banka ayırt edici özellikleri, banka kredi faiz oranı, kısa dönem reel faiz oranı, GSYİH ve TÜFE değişkenlerini içermektedir. Ampirik bulgular 2007-2009 küresel finansal krizi öncesinde etkin bir banka kredi kanalının varlığını gösterirken, 2007 finansal krizi sonrası ise banka kredi kanalının var olmadığını kanıtlamıştır.

Tablo 5: Parasal Aktarım Mekanizması Üzerine Literatür Taraması

Yazar ve Yıl	Yöntem ve Dönem	Ülke	Sonuç
Guender (1998)	VAR, 1967-1994	Yeni Zelanda	Ampirik bulgular bu dönemde banka kredi kanalının işlevsel olmadığını göstermektedir.
Mojon ve Peersman (2001)	VAR, 1980-1998	10 Avrupa Ülkesi	Döviz kuru bazı ülkelerde GSYİH'yi etkilerken bazılarında ise etkilememektedir.
Alfaro, Franken, García ve Jara (2003)	VAR, 1990:1-2002:2	Şili	Ampirik sonuçlar söz konusu dönemde aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir.
Disyatat ve Vongsinsirikul (2003)	VAR, 1993:Q1-2001:Q4	Tayland	Yapılan testler aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı üzerinden çalıştığını göstermiş ve döviz kuru ve varlık fiyatları kanallarının daha az önem taşımakta olduğu ifade edilmiştir.
De Bondt (2004)	VAR, 1999:1-2001:6	Avro Bölgesi	Ampirik bulgular bilanço kanalının çok önemli olduğunu destekler niteliktedir.
Suzuki (2004)	VAR, 1986:Q2-2000:Q2	Avustralya	Ampirik bulgular kredi kanalının çalışılan dönemde işlevsel olmadığını kanıtlamıştır.
Agha, Ahmed, Mubarik ve Shah (2005)	VAR, 1996:1-2014:3	Pakistan	Çalışmanın sonucunda para politikasının reel sektör ile doğrudan bağlantılı olduğu ve bu bağlantının da banka kredileri aracılığı ile olduğu ampirik olarak kanıtlanmıştır.
Lungu (2007)	VAR, 1990-2006	5 Güney Afrika Ülkesi	Yapılan testler sonucunda ampirik bulgular seçilen beş Güney Afrika ülkesinde aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı üzerinden işlediğini kanıtlamaktadır.

Iacoviello ve Minetti (2008)	VAR	Finlandiya, Almanya, Norveç ve Birleşik Krallık	Ampirik bulgular Finlandiya ve İngiltere için güçlü bir banka kredi kanalı varlığını gösterirken, Almanya için bilanço kanalı ve Norveç için ise kredi kanalının varlığı gösterilmiştir.
Aleem (2010)	VAR, 1996:Q4-2007Q4	Hindistan	Çalışmanın sonucunda banka kredi kanalının Hindistan ekonomisinde etkili olduğu ampirik olarak kanıtlanmıştır.
Mengesha ve Holmes (2013)	VAR, 1996:Q1-2008:Q4	Eritre	Yapılan testler sonucunda Eritre ekonomisinde işleyen bir kredi kanalı ampirik olarak kanıtlanmıştır.
Vo ve Nguyen (2016)	VAR, 2003:1-2012:12	Vietnam	Çalışmanın ampirik bulguları seçilen dönemde Vietnam ekonomisinde aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı üzerinden işlediğini kanıtlamıştır.
Berkelmans (2005)	SVAR, 1983:Q4-2003:Q4	Avustralya	Ampirik bulgular kısa dönemde faiz oranı şokları döviz kuru ve kredi ile ilgili geçmişteki şokların kredi hareketlerini açıklama konusunda önemli bir rol oynamakta olduğunu göstermektedir.
Eickmeier, Hofmann ve Worms (2009)	SVAR, 1985:Q1-2005:Q3	Avro Bölgesi	Yapılan ampirik analiz sonucunda banka kanalının etkin olmadığı sonucuna varılmıştır.
Bhuiyan (2012)	SVAR, 1994-2008	Kanada	Ampirik bulgular Kanada ekonomisinde aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir.

Endut, Morley ve Tien (2016)	SVAR, 1959:Q3-2012:Q4	ABD	1959:Q3-1984:Q1 dönemini kapsayan dönemde banka kredi kanalı daha önemli iken, 1984:Q2-2012:Q4 döneminde ise faiz oranı kanalı politika şoklarının aktarılmasında önemli bir rol oynamaktadır.
Papadamou, Sidiropoulos ve Spyromitros (2015)	PVAR, 1998-2010	Gelişmekte Olan Ülkeler	Ampirik sonuçlar parasal aktarım mekanizmasının faiz kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir.
Dave, Dressler ve Zhang (2013)	FAVAR, 1976:Q1-2005:Q3	ABD	Yapılan testler sonucunda elde edilen ampirik bulgular aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı üzerinden işlediğini kanıtlamaktadır.
Kakes ve Sturm (2002)	VECM, 1975:Q1-1997:Q4	Almanya	Yapılan testler sonucunda banka kredi kanalı üzerinden işleyen bir para politikası sonucuna varılmıştır.
Chiades ve Gambacorta (2004)	VECM, 1984:1-1998:12	İtalya	Ampirik bulgular para politikasının üretim ve fiyatlar üzerindeki etkisi faiz oranı kanalı ve kredi kanalı aracılığıyla iletilmektedir.
De Mello ve Pisu (2010)	VECM, 1995:12-2008:6	Brezilya	Ampirik bulgular Brezilya'da para politikasının banka kredi kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir.
Sun, Ford ve Dickinson (2010)	VECM, 1996-2006	Çin	Ampirik bulgular Çin ekonomisinde banka kredi kanalının varlığını göstermektedir.
De Haan (2001)	GMM, 1990:Q4-1997:Q4	Hollanda	İncelenen dönemde Hollanda ekonomisinde parasal aktarım mekanizması banka kredi kanalı üzerinden işlemektedir.

Altunbaş, Fazylov ve Molyneux (2002)	GMM, 1991-1999	11 Avrupa Ülkesi	Çalışmanın sonuçları İtalya ve İspanya için parasal aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir.
Pruteanu-Podpiera (2007)	GMM, 1996:Q1-2001:Q4	Çek Cumhuriyeti	Ampirik bulgular sadece 1996-1998 döneminde banka kredi kanalının işlevsel olduğunu göstermektedir.
Matousek ve Sarantis (2009)	GMM, 1994-2003	8 Avrupa Ülkesi	Ampirik bulgular bahsi geçen sekiz ülkede de banka kredi kanalının işlevsel olduğunu göstermektedir.
Juurikkala, Karas ve Solanko (2011)	GMM, 1991:Q1-2007:Q1	Rusya	Ampirik bulgular, seçilen dönemde Rusya ekonomisinde parasal aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir.
Migliorelli ve Brunelli (2016)	GMM, 2008-2013	Avro Bölgesi	Yapılan testler sonucu ampirik bulgular iki bölge de banka kredi kanalının mevcut olduğunu kanıtlamıştır.
Heryán ve Tzeremes (2016)	GMM, 1997-2012	Avro Bölgesi	Yapılan testler sonucunda banka kredi kanalının kısa dönem faiz oranı ve M2'deki değişikliklerden etkilendiği gösterilmiştir.

Parasal aktarım mekanizması üzerine yapılan ampirik literatür taramasına göre, parasal aktarım mekanizmasının özel kanalları üzerine yapılmış bir çok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalarda farklı ekonometrik yöntemler uygulanmıştır. Literatür taramasında en çok göze çarpan sonuç aktarım mekanizmasının kredi kanalı aracılığı ile reel ekonomiyi etkilemesidir. Çalışmaların sonuçları ülkeden ülkeye ve dönemden döneme farklılık

göstermektedir. Çalışmalarda kullanılan değişkenler ise genellikle benzerlik göstermekte; ancak kullanılan yöntem ve amaca göre bazı farklılıklar içermektedir.

3.2. GÖLGE BANKACILIK ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Nelson, Pinter ve Theodoridis (2015), yaptıkları çalışmada daraltıcı para politikası şokunun gölge bankacılık üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada VAR yaklaşımı uygulanmıştır. VAR modeli GSYİH, TÜFE, piyasa faiz oranı ve toplam finansal varlıklar gibi değişkenleri içermektedir. Kullanılan veriler çeyrek dönemlidir ve 1966:Q3-2007:Q2 dönemini kapsamaktadır. Ampirik bulgular, daraltıcı bir para politikası şokunun ticari banka varlıklarında kalıcı bir etkiye sahip olduğunu ve gölge bankacılık varlık büyüme oranı ve menkul kıymetleşme faaliyetlerini artırdığını göstermektedir.

Jianjun ve Xun (2016), yaptıkları çalışmada gölge kredi piyasasının (gölge bankacılık) makroekonomik etkisini analiz etmiştir. Çalışmada gölge kredi piyasasını oluşturan etkenler baz alınarak çalışma dealer, resmi finansal kurumlar ve özel kredi piyasası olarak bölümlere ayrılmıştır. Çalışmada VAR yöntemi uygulanmıştır. VAR yöntem GSYİH büyüme oranı (indikatör), TÜFE, M0, M1, M2, toplam finansal kurum kredileri değişkenlerini içermektedir. Kullanılan değişkenler aylık bazda olup 2006-2014 dönemini kapsamaktadır. Ampirik bulgular gölge kredi piyasasının geleneksel para arz modelini ve para politikası aktarım mekanizmasını değiştirdiğini göstermektedir.

Estrella (2002) çalışmasında para politikası etkilerinin son yıllarda menkul kıymetleşme tarafından etkilenip etkilenmediğini araştırmaktadır. Özellikle de para politikasının GSYİH üzerindeki nihai etkisinin menkul kıymetleşmenin neredeyse var olmadığı 1960'lı yıllarda farklı olup olmadığını incelemektedir. Çalışmada SVAR yaklaşımı uygulanmıştır. SVAR modeli, 3 aylık hazine bonusu, 10 yıllık hazine bonusu, piyasa faiz oranı, emtia fiyat endeksi, TÜFE, üretim değişkenlerini içermektedir. Kullanılan veriler çeyrek dönemlik olup 1966-2000 dönemini kapsamaktadır. Yapılan testler

sonucunda, menkul kıymetleşmenin muhtemel bir para politikası hareketinin etkisini zayıflattığı gösterilmektedir.

Haisen ve Yazdifar (2015), gölge bankacılığın para politikası üzerindeki etkilerini incelemektedir. Çalışmada SVAR yöntemi uygulanmıştır. SVAR modeli, toplam krediler, GSYİH, TÜFE, kısa dönem faiz oranı ve para arzı (M1) değişkenlerini içermektedir. Modelde kullanılan veriler aylıktır ve 2002:2-2013:4 dönemini kapsamaktadır. Yapılan testler sonucunda, gölge bankacılığın para arzı (M1) ve enflasyon oranını artırarak para politikasını etkileyebildiği gösterilmiştir. Daraltıcı para politikası durumunda gölge bankacılık faaliyetleri para politikasının etkilerini M1 ve enflasyon oranını teşvik ederek azaltmaktadır.

Mazelis (2014), çalışmasında Gertler ve Karadi (2011) tarafından geliştirilen dinamik stokastik genel denge (DSGE) modelini para politikası şoklarının toplam kredi arzı üzerindeki etkisini araştırmak için banka dışı finansal araçlar ile geliştirmeyi amaçlamıştır. Çalışmada likiditeye dayalı olarak banka ve banka dışı araçlar birbirinden ayrılmıştır. Kullanılan DSGE modeli, gölge bankacılık ayırma oranı, hanehalkı pazarlık gücü, fon reklam maliyeti ve esneklik gibi parametreleri içermektedir. Ampirik bulgular, daraltıcı bir para politikası sonrasında bankaların kredi miktarlarını azaltırken buna karşın gölge bankaların ise kredi miktarını artırdığını göstermektedir. Sonuç olarak gölge bankalar nominal şokların reel etkilerini önemli ölçüde azaltabilmektedir. Bu nedenle ekonomideki banka dışı kurumların (gölge bankalar) sayısının artması, toplam kredilerin para politikası şoklarına olumsuz yanıt vermesine neden olmaktadır.

Mazelis (2015), para politikası şoklarının finansal araçlar üzerindeki heterojen etkisini araştırmıştır. Çalışmada finansman kısıtlamalarına dayanarak çalışmada bankalar ile gölge bankalar arasında ayırım yapılmıştır. Bunun sebebi ise bankalar tarafından kredi yaratılmasının ekonomi genelinde üretkenliği içsel olarak etkilemesi biçiminde açıklanmaktadır. Şoklara verilen banka tepkilerinin banka bilanço kanalına denk geldiğini belirtmektedir. Çalışmada DSGE modeli uygulanmaktadır. Kullanılan DSGE modeli, reel GSYİH, reel yatırımlar, reel kamu harcamaları, GSYİH deflatörü ve

finansal varlıklar gibi değişkenleri içermektedir. Modelde yer alan veriler çeyrek dönemlidir ve 1985:Q1-2008:Q4 dönemini kapsamaktadır. Ampirik bulgular, daraltıcı bir para politikası sonrası bankaların kredi miktarlarını azalttığını buna karşılık gölge bankaların ise kredilerini artırdığını göstermektedir. Bu durumda ise gölge bankalar para politikası şoklarının gerçek etkilerini önemli ölçüde azaltabilmektedir. Buna ek olarak, gölge bankalar ana değişkenlerin reel şoklara tepkisini de artırabilmektedir.

Wang ve Zhao (2016), gölge bankacılık sisteminin Çin için para politikası aktarım mekanizmasını nasıl etkilediğini analiz etmişlerdir. Çalışmada bankaların riskli kredileri finanse edebilecekleri ve kalitelerini etkileyebilecekleri iki tür banka ile DSGE modeli geliştirmiştir. Modelin tahminini yapmak için çeyrek dönemlik 1996:Q1-2013:Q4 dönemini kapsayan veri seti kullanılmıştır. DSGE modeli, reel GDP, reel yatırımlar, reel tüketim, TÜFE, GSYİH fiyat deflatörü, 7 günlük bankalar arası faiz oranı, toplam yatırım, M2 değişkenlerini içermektedir. Yapılan ampirik testler sonucunda, gölge bankalar göz önüne alındığında para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisinin daraldığı görülmektedir.

Altunbas, Gambacorta ve Marques-Ibanez (2009), Avrupa bankaları için yapmış oldukları çalışmada kredi araçlarının değişen rolünün banka kredi kanalını ve banka kredilendirme imkânlarını değiştirip değiştirmediğini araştırmaktadırlar. Çalışmada GMM yaklaşım uygulanmıştır. GMM modeli, toplam krediler, GSYİH, M1, faiz oranı, banka karakteristikleri (büyüklük, likidite, sermaye) değişkenlerini içermektedir. Modelde kullanılan veriler aylık olup 1999-2005 dönemini kapsamaktadır. Ampirik bulgular gölge bankacılığın para politikası banka kredi kanalının etkisini azalttığını göstermektedir.

Lopreite (2012), yaptığı çalışmada İtalya için kredi arz içselliğini analiz etmiştir. Çalışma son iki mali kriz sırasında İtalya için menkul kıymetleşme ve parasal aktarım mekanizması arasındaki ilişkiye ışık tutmayı amaçlamaktadır. Çalışmada GMM yöntemi kullanılmıştır. GMM modeli, banka karakteristikleri (büyüklük, sermaye, likidite), banka kredi risk karşılığı, kredi arzı büyüme oranı, nominal GSYİH büyüme oranı değişkenlerini içermektedir. Kullanılan değişkenler yıllık olup 1999-2009

dönemini kapsamaktadır. Ampirik bulgular menkul kıymetleştiririnin kredi arzı içselliğini artırarak para politikasının İtalyan bankacılık sistemi üzerindeki etkisini azalttığını göstermektedir.

Xiao (2016), yaptığı çalışmada para politikasının gölge bankacılık sisteminin para yaratımı üzerindeki etkisini incelemiş ve son 30 yıllık süreçteki ABD para arzı verileri kullanılarak GMM yöntemi uygulanmıştır. GMM modeli, piyasa faiz oranı, GSYİH büyüme oranı, enflasyon, borsa endeksi ve hazine bonusu değişkenlerini içermektedir. Kullanılan veriler aylık olup 1985-2015 dönemini kapsamaktadır. Ampirik bulgular, gölge bankaların ticari bankalar ile ters yönde davranış sergilediklerini göstermektedir. Merkez bankası para arzını azaltmak için daraltıcı para politikası uyguladığında gölge bankalar daha çok para yaratmaktadır. Gölge bankacılık sektörü para politikasının toplam para arzı üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

Gölge bankacılık üzerine yapılan literatür taramasına göre, yine örneklem ve dönemler açısından birçok çalışma mevcuttur. Literatürdeki çalışmalara göz atıldığında birden fazla ekonometrik modelin kullanıldığı görülmektedir. Çalışmaların çok büyük bölümü gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizmasının reel ekonomi üzerindeki etkisini azalttığı yönündedir.

4.GÖLGE BANKACILIĞIN PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: AMPİRİK UYGULAMA

4.1. VERİ ve YÖNTEM

Çalışma 2008 küresel ekonomik krizini ve sonrası süreci kapsayacak şekilde 2008 yılından 2016 yılına kadar yıllık bazda veriler 35 OECD ülkesi ve bu ülkelere ek olarak 9 gelişmekte olan ülkeyle birlikte toplamda 44 ülkeyi kapsamaktadır. Çalışmada örneklem olarak alınan ülkeler sırasıyla: Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Güney Kore, Letonya, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika ve Singapur'dur.

Çalışmada kullanılan toplam banka kredileri, ekonomik büyüme oranı, kısa dönem faiz oranı, cari işlemler hesabının GSYİH içindeki yüzdelik payı, sanayi üretim endeksi, M3 geniş para arzı ve görece-birim iş gücü maliyeti değişkenleri Dünya Bankası veri merkezi, IMF uluslararası finansal istatistik, OECD veri merkezi, Bloomberg ve DataStream veri tabanlarından alınmıştır. Bankacılık sisteminin varlık büyüklüğü, finansal sistemin varlık büyüklüğü ve gölge bankacılık kuruluşlarının bilanço büyüklüğü ise Finansal İstikrar Kurulu (FSB) 2016 yılı küresel gölge bankacılık izleme raporundan elde edilmiştir. Toplam banka kredileri, M3 geniş para arzı, bankacılık sisteminin varlık büyüklüğü, finansal sistemin varlık büyüklüğü ve gölge bankacılık kuruluşlarının bilanço büyüklüğü değişkenlerinin logaritmaları alınmıştır. Panel veri setimiz bazı ülkelerin daha fazla gözlem sayısına sahip olmasından ötürü dengesizdir (unbalanced panel). Aşağıdaki tablo 6'da çözümlemede kullanılan değişkenlerin tanımları verilmektedir.

Tablo 6: Değişkenlerin tanımı

Bağımlı Değişken	Tanım
Inloansgdp	Toplam banka kredilerinin GSYİH'ye oranı
Açıklayıcı Değişken	Tanım
dlngdp	Ekonomik büyüme oranı
ipi	Sanayi üretim endeksi
stinrates	Kısa dönem faiz oranı
Rulc	Görelî birim emek maliyeti
Inm3	Geniş para arzı
ba_gdp	Banka varlıklarının GSYİH'ye oranı
fa_gdp	Finansal varlıkların GSYİH'ye oranı
ofi_gdp	Diğer finansal kurumların varlıklarının GSYİH'ye oranı
Innet	Bankaların net faiz kazancı
Innon	Bankaların net faiz dışı kazancı

Aşağıdaki tablo 7'de kullanılan değişkenlerin temel istatistik göstergeleri verilmektedir.

Tablo 7: Değişkenlerin Temel İstatistik Göstergeleri

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Inloansgdp	297	1.860477	4.228843	-5.504175	15.80493
dlngdp	396	.0292409	.0449707	-.1549911	.2809381
ipi	396	106.2071	18.62848	72.033	181.5332
caofgdp	382	1.005341	6.092716	-23.52	25.45653
stinrates	394	3.085301	3.824104	-.75	24.49
rule	387	101.5634	11.21208	70.0267	165.2297
Inm3	395	9.68083	3.060085	4.492546	22.88914
ba_gdp	208	.589738	.1535161	.3460823	1.029619
fa_gdp	208	.6508297	.1687741	.3793073	1.173583
ofi_gdp	208	.4993931	.170505	.1994954	1.052202
Innet	226	10.86347	3.80478	2.379546	24.09315
Innon	211	10.04775	3.51575	1.757858	22.96598

Bu göstergelere bakıldığında ortalama ve standart sapma değerlerinin birbirine yakın oldukları gözlemlenmektedir. Değişkenlerin varyanslarının yaklaşık olarak birbirlerine yakın olması bir değişkenin varyansının temel bileşenleri bastırma olasılığını ve yapılacak olan analizin anlamlılık derecesini yükseltmektedir.

Çalışmada Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılmıştır. Bu yöntem İngilizce tam açılımı "generalized method of moments" olan ekonometrik analiz metodudur. Lars Hansen tarafından geliştirilmiş ve onun 1982 yılında yazdığı "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators" makalesinde ilk defa yayımlanmıştır. Daha önce kullanılan pek çok yöntemi (sıradan en küçük kareler, genelleştirilmiş en küçük kareler, enstrümantal değişkenler tahmini, en büyük olasılık) tek bir çatı altında birleştiren bu yöntem, ekonometrik modellerdeki rassal değişkenler arasındaki ilişkiler için en esnek ve en geniş varsayımların yapılabilmesine izin vermektedir (serisel korelasyon ve değişen varyans varlığı gibi). Bu yöntem sonucunda elde edilen parametre tahminleri, asimptotik olarak tutarlı (consistent) ve verimli (efficient, varyansı en küçük) olma gibi arzu edilen özelliklere sahiptirler (Hansen, 1982).

Arellano ve Bond (1991) ve Arellano ve Bover (1995) dinamik panel tahmincileri son zamanlarda ekonometrik analizlerde oldukça popüler konuma ulaşmıştır. Her ikisi de aşağıdaki durumlar için tasarlanmış genel tahmincilerdir (Roodman, 2006).

- 1- Küçük T ve büyük N panelleri için (bu da az zaman aralığı fakat daha fazla ülke (individual) anlamına gelmektedir),
- 2- Doğrusal fonksiyonel bir ilişki durumu söz konusu olduğunda,
- 3- Kendi geçmiş gerçekleştirmelerine bağlı olarak dinamik olan tek bir sol taraf değişkeni durumlarında,
- 4- Kesinlikle dışsal olmayan bağımsız değişkenlerin mevcut olduğu durumlarda,
- 5- Ülkeler arasındaki heteroskedastisite ve otokorelasyon durumları için tasarlanmıştır.

Arellano ve Bond (1991) momentler koşulunu oluştururken hatanın gelecekteki değerinin, açıklayıcı değişkenin mevcut değeri ile korelasyona sahip olmadığı varsayımı ile yola çıkmaktadır. GMM yöntemde hata terimi serisel korelasyona sahip değildir ve homoskedastik bir özellik göstermektedir. Arellano ve Bond (1991) hata teriminin heteroskedastik özellik gösterdiği durumlarda iki aşamalı (twostep) GMM tahmincisini önermektedir. İlk aşamada hata terimleri bağımsız ve homoskedastik olduğu varsayımı

altındadır. Hata teriminin heteroskedastik özellik gösterdiği durumda iki aşamalı GMM tahmincisi daha etkilidir (Özcan ve Arı, 2010).

$$Y_{jt} = \rho Y_{jt-1} + \theta_j Z_j + \sum_k \beta_k X_{kjt} + \varepsilon_{jt} \quad (10)$$

$$j=1, \dots, 2, N=1, \dots, T \quad \theta_j = \text{Birim etkiler}$$

$Z_j =$ Zaman içinde değişmeyen ilave açıklayıcı değişkenlerden oluşur

$X_{jt} =$ Açıklayıcı değişken

$\varepsilon_{jt} =$ Hata terimi

Bu modelde en küçük kareler (EKK) tahmincileri sapmalıdır. Bunun sebebi ise gecikmeli içsel değişken (Y_{jt-1}) ve birim etkiler arasında korelasyon durumunun varlığıdır. ε_{jt} 'nin, Y_{jt} ve (Y_{jt-1}) ikilisi üzerinde etkisi söz konusudur. Sabit ve rassal etki modellerinde, gecikmeli bağımlı değişkenden ötürü, hata terimi ile gecikmeli bağımlı değişken arasında korelasyon olması durumu istenilmeyen bir durumdur.

Yukarıdaki denklemden yola çıkarak, birinci farklar alındığında istenilmeyen durum ortadan kalkmaktadır.

$$Y_{jt} - Y_{jt-1} = \rho (Y_{jt-1} - Y_{jt-2}) + \sum_k \beta_k (X_{kjt} - X_{kjt-1}) + (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1})$$

(11)

Bu durumda ise $Y_{jt-1} - Y_{jt-2}$ bağımlı değişkenleri ve $\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1}$ arasında korelasyon durumu ortaya çıkmaktadır. Bu problemin ortadan kalkması için, araç değişken kullanılması mecburiyeti doğmaktadır. Kullanılacak araç değişkenin açıklayıcı değişkenler ile korelasyona sahip fakat hata terimi ile böyle bir ilişkiye sahip olmayacakları belirtilmektedir (Anderson ve Hsiao, 1981). Dinamik model tahminlemesi için

kullanılacak araç değişken (IV) tüm moment olasılıklarının kullanılmasına imkan vermediği ve hata teriminin fark yapısını görmezden geldiği için tutarlı fakat etkin olmayacaktır. Arellano ve Bond (1991) bunun sebebi olarak mümkün olan bütün araç değişkenlerin kullanılmamasını öne sürmektedir. Bu sebeple de bütün gecikmeli değişkenlerin araç değişken olarak modelde yer almasını önermektedir. Böylece 11 numaralı denklem aşağıdaki halini alacaktır:

$$Y_{jt} - Y_{jt-1} = \rho (Y_{jt-1} - Y_{jt-2}) + \sum_k B_k (X_{kjt} - X_{kjt-1}) + \sum_s \theta_s (W_{sjt} - W_{sjt-1}) + (\varepsilon_{jt} - \varepsilon_{jt-1}) \quad (12)$$

X_{kjt} = Katı ortak dışsal değişkenler

W_{sjt} = İçsel ortak değişkenler

Yukarıdaki 12 numaralı denklemde de görüldüğü üzere gecikmeli içsel değişkenlerin parametrelerinin tahmini için araç değişkenler kullanılmaktadır.

Nihai GMM tahminin genel yapısı aşağıdaki şekildedir:

$$\hat{\beta} = (X'Z\widehat{W}Z'X)^{-1} (X'Z\widehat{W}Z'Y) \quad (13)$$

Z = Fark denklemindeki geçerli araçlar içerir

4.2. MODEL ve BULGULAR

Çalışmanın ampirik bölümünü oluşturan modelin tahmini ile ilgili literatür Kashyap ve Stein (1995), Ehrmann ve ark. (2003) ve Ashcraft (2006) çalışmaları ile başlamıştır. Kıstas (*benchmark*) olarak temel alınan çalışma ise Jimborean'in (2009) çalışmasıdır. Gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla 4 ayrı model oluşturulmuştur. İlk model literatürde sıklıkla kullanılan parasal aktarım mekanizması modellerinin benzer değişkenleri ile elimizdeki veri setini tahmin etmek amacıyla seçilmiştir. Bu amaçla model 1 kıstas (*benchmark*) modeli temsil

etmektedir. Daha sonra gelen üç model ile bankacılık sisteminin varlık büyüklüğü, finansal sistemin varlık büyüklüğü ve gölge bankacılık faaliyetlerinin parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkileri incelenecektir.

Model 1

$$\begin{aligned} \ln(\mathit{LoansGdp})_{it} = & \sum_{j=1}^l \alpha_j \ln \mathit{LoansGdp}_{i(t-j)} + \sum_{j=0}^l \beta_j \Delta \ln \mathit{Gdp}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \delta_j \mathit{Stint}_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^l \varphi_j \mathit{CaGdp}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \vartheta_j \mathit{Ipi}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \gamma_j \ln \mathit{M3}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \omega_j \mathit{Rulc}_{t-j} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (14)$$

Bağımlı değişken ve açıklayıcı değişkenlerin tanımları Tablo 6'da gösterildiği üzeredir. $i=1, \dots, N$ ve $t=1, \dots, T$ göstergelerinden N ülke sayısını, T ise zaman periyodunu göstermektedir. $\alpha, \beta, \delta, \varphi, \vartheta, \gamma, \omega, \theta, \pi, \sigma$ tahmin parametrelerini gösterirken, ε_{it} ise hata terimini ifade etmektedir. Çalışmada GMM yöntem uygulanırken enstrümantal değişkenler (IV) olarak ekonomik büyüme oranı, cari işlemlerin GSYİH içindeki yüzdelik payı, M3 geniş para arzı, bankaların net faiz ve net faiz dışı getirileri ile yılların kukla değişkenleri kullanılmıştır.

Wald test istatistiği modelin içinde yer alan bağımsız değişkenlerin tamamının bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Sargan test sonuçları ise modelin içerdiği araç değişkenlerin içsellik problemine sahip olmadığını belirtmektedir. AR(2) test sonucunun ise anlamsız bulunması gerekmektedir. Özet olarak, modelden elde edilen bulgular teoride beklenen sonuçlar ile uyum içerisindedir. Bu sonuçlar çalışmada yapılan dört model için de geçerlilik göstermektedir.

Hansen J testi, heteroskedastisite ve otokorelasyon açısından sağlam tahmin edici olmadığı için Sargan testinin yerine bildirilmiştir. Boş hipotez kabul edilirse, kullanılan araçlar geçerlidir ve modelin özellikleri doğrudur. Tablo 1'de, Arellano ve Bond (1991) istatistiksel testinin değeri de birinci ve ikinci dereceden seri korelasyonu değerlendirmektedir. Beklendiği gibi birinci dereceden otokorelasyonun boş hipotezi reddedilir ancak geçerli araçlara sahip olmak için gerekli olan ikinci dereceden bir otokorelasyon olmadığını öne süren hipotez reddedilemez.

Birinci mertebeden daha yüksek otokorelasyon varlığı araç olarak kullanılabilen bağımlı değişkenin bazı gecikmelerinin içsel ve geçersiz araçlar olduğunu göstermektedir. Gecikmiş toplam banka kredilerinin GSYİH'ya oranının katsayısı, dinamik modelin geçerliliğini teyit ederek anlamlı bir sonuç ortaya koymuştur. Bu katsayı 1.022'ye eşittir. Tablo 8'de açıklanan sonuçlar, SYSTEM-GMM, ampirik literatür ve teorik argümanlarla tutarlıdır.

Tablo 8: GMM Model 1'in sonuçları

Değişkenler	Model 1	Diğer İst. Bilgiler	
		Gözlem	
L.Inloansgdp	1.022*** (0.00573)		166
Δ lngdp	4.744*** (0.628)	Yıl Kuklaları	Evet
Stint	-0.0433*** (0.00509)	Ülke Sayısı	44
CaGdp	-0.0269*** (0.00334)	Araç Değişken Sayısı	30
Ipi	-0.0304*** (0.00150)	Wald ki-kare, p değerleri	0.000
LnM3	-0.0515*** (0.0107)	AR(2), p değerleri	0.283
Rulc	0.0123*** (0.00151)	Hansen testi, p değerleri	0.530
Sabit	2.367*** (0.249)	-	-

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Önceden belirlenmiş değişken olarak Inloansgdp'nin 6'ncı gecikmesine kadar, içsel değişkenler olarak ise dlngdp, caofgdp, lnnet, lnnon, lnm3 değişkenleri ve yıl kuklaları kullanılmıştır.

GMM tahmin sonuçları göstermektedir ki LnLoansGdp bağımlı değişkenimiz Stint, CaGdp, IPI ve LnM3 ile negatif, Δ lngdp ekonomik büyüme oranı ve RULC değişkenleri ile pozitif bir ilişki içindedir. Ekonomik büyüme ve üretim maliyetindeki artışın kredi kullanımını artıracığı düşünüldüğünde, bu son iki katsayı beklentilerimize uygun sonuçlar vermiştir. Ancak sanayi üretim endeksi, IPI ile geniş para arzı LnM3 katsayıları beklentilere aykırı olarak negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu durum diğer modeller ile de karşılaştırılacaktır. Cari hesaba dair değişkenin, CaGDP, negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir sonuç vermesi beklentilerimiz ile uyumludur. Cari fazla veren bir ekonominin dış âleme sermaye ihraç ediyor olması, açık veren bir ekonominin ise sermaye ithal ediyor olması banka kredilerini, dolayısıyla parasal aktarım

mekanizmasını etkilemektedir. Buna göre, cari açık veren bir ekonominin dışarıdan sermaye elde etmesi banka kredilerini artırmakta, cari fazla veren bir ekonomide ise sermaye çıkışlarının banka kredileri üzerinde negatif bir etkisi bulunmaktadır. Her iki durum da negatif katsayı ile uyumludur. Son olarak görece birim emek maliyetlerinin katsayısı, RULC, beklentilere uygun olarak negatif olarak gerçekleşmiştir. Birim emek maliyetinin, dolayısıyla da enflasyonun artmasının para talebini artırması kredi artışına yol açacaktır. Bu durum ise parasal aktarım mekanizmasının etkisini artırmaktadır.

Model 2

$$\begin{aligned} \ln(\text{LoansGdp})_{it} = & \sum_{j=1}^l \alpha_j \ln \text{LoansGdp}_{i(t-j)} + \sum_{j=0}^l \beta_j \Delta \ln \text{Gdp}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \delta_j \text{Stint}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \varphi_j \text{CaGdp}_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^l \vartheta_j \text{Ipi}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \gamma_j \ln \text{M3}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \omega_j \text{Rulc}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \theta_j \text{BaGdp}_{t-j} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (15)$$

Kıstas modele *BaGdp* değişkeni ilave edilmiş ve model 2 elde edilmiştir. *BaGdp* değişkeni banka varlıklarının GSYİH'ye oranını ifade etmektedir.

Tablo 9: GMM Model 2'nin sonuçları

Değişkenler	Model 2	Diğer İst. Bilgiler	
L.Inloansgdp	0.981*** (0.0145)	Gözlem	79
Δlngdp	1.361** (0.588)	Yıl Kuklaları	Evet
Stint	-0.214*** (0.0312)	Ülke Sayısı	44
CaGdp	-0.0393*** (0.00435)	Araç Değişken Sayısı	17
Ipi	-0.00747 (0.00589)	Wald ki-kare, p değerleri	0.000
LnM3	-0.0246 (0.0147)	AR(2), p değerleri	0.391
Rulc	0.00925** (0.00367)	Hansen testi, p değerleri	0.502
BaGdp	-8.893*** (1.032)	-	-
Sabit	5.876*** (0.922)	-	-

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Önceden belirlenmiş değişken olarak *lnloansgdp*'nin 6'ncı gecikmesine kadar, içsel değişkenler olarak ise *dlngdp*, *caofgdp*, *lnnet*, *lnnon*, *lnm3* değişkenleri ve yıl kuklaları kullanılmıştır.

BaGdp (bankacılık sisteminin varlık büyüklüğü) model 1'e eklenmiştir ve model 2 sonuçları elde edilmiştir. Model 2'den elde edilen GMM sonuçlarına bakıldığında bağımlı değişken olan LnLoansGdp değişkeninin $\Delta \ln gdp$ ve RULC değişkenleri ile pozitif, diğer yandan Stint, CaGdp, LnM3, IPI ve BaGdp değişkenleri ile de negatif bir ilişkisi söz konusudur. Banka varlık toplamının modele eklenmesi sonucunda sanayi üretim endeksi ile geniş para arzı katsayıları istatistiki olarak anlamlı değildir. Ekonomik büyüme oranının pozitif ve istatistiki olarak anlamlı olması ise beklentilere uygun olarak ekonomik büyümenin banka kredilerini artırdığını ve dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasını güçlendirdiğini göstermektedir. Banka varlık toplamına ait katsayının istatistiki olarak anlamlı ve negatif olması şaşırtıcı görülebilir. Ancak kredilerin banka varlık toplamı içindeki payının azalması (Ertürk ve Özgür, 2014) iç gölge bankacılığın artan rolü düşünüldüğünde bu negatif katsayı farklı bir biçimde yorumlanabilir. Buna göre varlık büyümesi kredi dışındaki diğer varlıklar üzerinden gerçekleşebilmektedir. Ancak modelin tahminindeki tek bir katsayı bu hükme varmak için yeterli değildir ve bu durum model 3 ve 4 ekseninde yeniden gözden geçirilecektir.

Açıklayıcı değişken işaretleri beklenenlerle uyumludur. GSYİH büyüme oranı olumlu bir işarete sahiptir, çünkü ekonomik koşullar iyileşirse, banka sistemi riskten kaçınma oranını düşürerek kredilerin arzını artırır (Kashyap *vd.* 1993; Altunbas *vd.* 2009; Shiller 2009). Bunun yerine, kısa dönem faiz oranının negatif bir işareti bulunmaktadır. Çünkü kısa dönem faiz oranındaki artış kısıtlayıcı bir para politikasını yansıtmaktadır. Bu durumda, *ceteris paribus*, bankalar kredi arzını azaltırlar (Carrera, 2010). Kredilerin GSYİH'ye oranının faaliyet sonuçları, banka kredi kanalı ile olumlu ilişkilidir.

Model 3

$$\begin{aligned} \ln(\text{LoansGdp})_{it} = & \sum_{j=1}^l \alpha_j \ln \text{LoansGdp}_{i(t-j)} + \sum_{j=0}^l \beta_j \Delta \ln \text{Gdp}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \delta_j \text{Stint}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \varphi_j \text{CaGdp}_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^l \vartheta_j \text{Ipi}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \gamma_j \ln \text{M3}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \omega_j \text{Rulc}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \pi_j \text{FaGdp}_{t-j} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (16)$$

Model 1'e finansal kesimin toplam varlık büyüklüğünü yansıtmaları için **FaGdp** değişkeni eklenerek model 3 oluşturulmuştur. **FaGdp** değişkeni toplam finansal varlıkların GSYİH'ye olan oranını temsil etmektedir.

Tablo 10: GMM Model 3'ün sonuçları

Değişkenler	Model 3	Diğer İst. Bilgiler	
L.lnloansgdp	0.993*** (0.0284)	Gözlem	79
Δlngdp	1.671** (0.775)	Yıl Kuklaları	Evet
Stint	-0.225*** (0.0574)	Ülke Sayısı	44
CaGdp	-0.0376** (0.0131)	Araç Değişken Sayısı	17
Ipi	-0.0101* (0.00562)	Wald ki-kare, p değerleri	0.000
LnM3	-0.0199 (0.0223)	AR(2), p değerleri	0.547
Rulc	0.0125*** (0.00256)	Hansen testi, p değerleri	0.653
FaGdp	-7.327*** (1.242)	-	-
Sabit	5.124*** (1.040)	-	-

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Önceden belirlenmiş değişken olarak lnloansgdp'nin 6'ncı gecikmesine kadar, içsel değişkenler olarak ise dlngdp, caofgdp, lnnet, lnnon, lnM3 değişkenleri ve yıl kuklaları kullanılmıştır.

Yine aynı şekilde model 1'e finansal sektörün toplam varlık büyüklüğü değişkeni olan FaGdp eklenmiş ve model 3 elde edilmiştir. Model 3'ten elde edilen sonuçlara göre, LnLoansGdp bağımlı değişkeni Δlngdp ve RULC değişkenleri ile pozitif bir ilişki içinde iken Stint, CaGdp, IPI, LnM3 ve FaGdp değişkenleri ile de negatif bir ilişki içerisinde. Model 3, bir öncekine benzer sonuçlar vermekte, finansal sektörün varlık toplamı katsayısı istatistiki olarak anlamlı ve negatif gerçekleşmiştir. Model 2'de banka varlıklarında görülen durumun benzeri finansal varlık toplamında da benzer biçimde yer almıştır. Bu negatif katsayı, kredilerin toplam finansal varlıkların içindeki payının azalması ile uyumlu gerçekleşmiştir. Geleneksel bankacılık ile kredilerin azalan payı yukarıdaki bölümlerde tartışılmıştır.

Model 4

$$\ln(\text{LoansGdp})_{it} = \sum_{j=1}^l \alpha_j \ln \text{LoansGdp}_{i(t-j)} + \sum_{j=0}^l \beta_j \Delta \ln \text{Gdp}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \delta_j \text{Stint}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \varphi_j \text{CaGdp}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \vartheta_j \text{Ipi}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \gamma_j \ln \text{M3}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \omega_j \text{Rulc}_{t-j} + \sum_{j=0}^l \sigma_j \text{OfiGdp}_{t-j} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Çalışmadaki son model 4 ise OfiGdp değişkeninin model 1'e eklenmesi ile elde edilmiştir. OfiGdp değişkeni ise diğer finansal kurumların varlıklarının GSYİH'ye oranının göstermektedir. OFI sigorta, emeklilik fonları ve bankacılık dışında kalan finansal kuruluşların genel toplamıdır. Bu sayede OFI değişkeni gölge bankacılık kuruluşlarının bilanço büyüklüğünü yansıtmaktadır.

Tablo 11: GMM Model 4'ün sonuçları

Değişkenler	Model 4	Diğer İst. Bilgiler	
L.Inloansgdp	1.001*** (0.0325)	Gözlem	79
Δlngdp	0.308 (1.198)	Yıl Kuklaları	Evet
Stint	-0.229*** (0.0512)	Ülke Sayısı	44
CaGdp	-0.0405*** (0.00810)	Araç Değişken Sayısı	17
Ipi	-0.00142 (0.00510)	Wald ki-kare, p değerleri	0.000
LnM3	-0.0300 (0.0195)	AR(2), p değerleri	0.484
Rulc	0.00940** (0.00442)	Hansen testi, p değerleri	0.585
OfiGdp	-5.440*** (0.755)	-	-
Sabit	2.802*** (0.322)	-	-

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir. Önceden belirlenmiş değişken olarak lnloansgdp'nin 6'ncı gecikmesine kadar, içsel değişkenler olarak ise dlngdp, caofgdp, lnne, t lnnon, lnm3 değişkenleri ve yıl kuklaları kullanılmıştır.

Son olarak, model 1'e eklenen OfiGdp değişkeni, gölge bankacılık kuruluşlarının bilanço büyüklüğünü yansıtmaktadır. Model 4'ün sonuçlarına göre bağımlı değişken

LnLoansGdp değişkeni Stint, CaGdp, IPI, LnM3, ve OfiGdp değişkenleri ile negatif bir ilişki içindeyken yine $\Delta \ln gdp$ ve RULC değişkenleri ile pozitif bir ilişki içerisinde.

Gölge bankacılığının gelişmesi geleneksel para arzı modelini değiştirecek, para arzını artıracak ve para politikasının iletim mekanizmasını zayıflatacak ve böylece para politikasının etkililiğini etkileyecektir. Merkez bankası belirli bir amaca ulaşmak için para politikasını belirlediğinde, gölge bankacılık piyasasının ölçeklerini etkili bir şekilde gözlemleyememektedir; bu nedenle gölge bankacılık piyasasının gelişimi para arzını etkileyecektir, ancak bu değişikliklerin nedeni para arzı değildir. Bunun sebebi özel kredi piyasasıdır. Özel kredi piyasası, geleneksel ticari bankaların kredi politikası tarafından büyük ölçüde etkilenmektedir.

Sonuçlar, gölge bankalar göz önüne alındığında, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkilerinin azaldığını göstermektedir. Bu sonuçlar ise literatürdeki Estrella (2002), Lopreite (2012), Mazelis (2015), Haisen ve Yazdifar (2015), Jianjun ve Xun (2016), Wang ve Zhao (2016), , Xiao (2016) çalışmaları ile aynı sonuçlara ulaşıldığını göstermektedir.

5.SONUÇ

Para politikası aktarım mekanizmasını anlamak ekonomistler arasında uzun süredir devam eden ilgi konusu olmuştur. Bu bağlamda, birçok teorik ve ampirik çalışma, parasal aktarım mekanizmaları konusunu araştırmaktadır. Dünya genelinde merkez bankaları geleneksel olarak para politikasını kısa vadeli nominal faiz oranlarını kontrol ederek ve parasal aktarım mekanizması yoluyla ekonomiyi etkileyerek uygularlar. Merkez bankalarınca uygulanan para politikasını; paranın miktar ve maliyeti, firma ve hane-halkının beklentileri üzerinde etkide bulunarak politika hedeflerine erişmeye yönelik kullanılan stratejilerin tamamı olarak tanımlanabilir.

Gölge banka terimi ilk olarak ekonomist McCulley tarafından 2007 yılında düzenlenen bir sempozyumda kullanılmıştır. Gölge bankalar, geleneksel bankalar ile benzer işlevleri yerine getiren ve benzer riskleri üstlenen finansal firmalardır. Geleneksel bankacılık sisteminin dışında olmak genellikle kamuya açık garantili mevduat sigortası gibi güçlü bir güvenlik ağı içermemesi anlamına gelir. Bu özellikler finansal istikrarı ön plana çıkaran riskleri artırmaktadır. Bu sebeple günümüzde gölge bankalara önem verilmektedir.

Bu çalışma, 35 OECD ülkesi ve bu ülkelere ek olarak 9 gelişmekte olan ülke ile toplamda 44 ülke için gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini incelemektedir. Çalışmada gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisi, 2008-2016 dönemini ve daha önceden belirtildiği gibi 44 ülkeyi kapsayan bir örneklem için dinamik panel veri yöntemleri ile incelenmeye çalışılmıştır. Gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisinin anlaşılması, para politikası otoritelerinin daha sağlıklı para politikaları oluşturmaları açısından çok önemli olduğundan, çalışmada elde edilen sonuçların ve sonuçların işaret ettiği politika önerilerinin bu politika oluşturma sürecine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmada ilk olarak parasal aktarım mekanizması ve gölge bankacılık tanımları yapılmıştır. Parasal aktarım mekanizması kanalları ve gölge bankacılık alt sistemleri

açıklanmıştır. Bu bölümden sonra ise parasal aktarım mekanizması ve gölge bankacılık üzerine ampirik bir literatür incelemesi yapılmıştır. Gölge bankacılığın parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini anlamak için dinamik panel veri yöntemi kullanılmıştır. Yapılan bu analizde 4 farklı model kullanılmıştır. İlk model temel parasal aktarım mekanizması üzerine iken daha sonra gelen üç model ile bankacılık sisteminin varlık büyüklüğü, finansal sistemin varlık büyüklüğü ve gölge bankacılık faaliyetlerinin parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Bu çalışmada gölge bankacılık ve parasal aktarım mekanizması ilişkisi, dinamik panel veri yöntemi olan sistem GMM yöntemi kullanılarak Jimborean (2009) çalışmasını kıstas alarak incelenmiştir. Bu yöntemin kullanılmasının sebebi, teorik modelin dinamik ilişkiler içermesi ve değişkenlerdeki içsellik probleminin GMM yöntemdeki araç değişkenlerle çözülebilmesidir. Bu yöntem ile elde edilen bulgular bağımlı değişken olan toplam kredilerin GSYİH'ye oranı, ekonomik büyüme oranı ve görece-birim iş gücü maliyeti ile pozitif ilişkiyi göstermektedir. Ayrıca bağımlı değişkenin kısa dönem faiz oranı, sanayi üretim endeksi, M3 geniş para arzı, cari işlemlerin GSYİH içindeki payı, bankacılık sisteminin varlık büyüklüğü, finansal sistemin varlık büyüklüğü ve gölge bankacılık faaliyetleri ile de negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çalışmada kullanılan ilk model sonuçları, parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalı üzerinden işlediğini göstermektedir. Ekonomik büyüme oranı bağımlı değişken ile pozitif bir ilişkilidir. Bu durum ekonomik büyüme artışının kredi kullanımını artırdığı sonucunu vermektedir. Birim emek maliyet ile toplam banka kredileri arasındaki pozitif ilişki ise enflasyonun artışının para talebini artırması ve böylelikle kredi artışına yol açması olarak değerlendirilmektedir. Bu durum ise parasal aktarım mekanizmasının etkisini artırmaktadır. Ayrıca elde edilen bulgular, cari fazla veren bir ekonominin dış âleme sermaye ihraç ediyor olması, açık veren bir ekonominin ise sermaye ithal ediyor olması banka kredilerini, dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasını etkilediğini göstermektedir.

Model 1'e eklenen banka varlık büyüklüğü değişkeni bağımlı değişken olan toplam banka kredileri ile negatif ilişkili bulunmuştur. Kredilerin banka varlık toplamı içindeki

payının azalması varlık büyümesinin kredi dışındaki diğer varlıklar üzerinden gerçekleştiğini göstermektedir. Aynı şekilde model 2'ye eklenen finansal varlık büyüklüğü değişkeni ile elde edilen bulgular, banka varlıklarında görülen durumun benzeri finansal varlık toplamında da benzer sonuçları vermektedir.

Çalışmanın son modelinden elde edilen bulgulara göre, gölge bankacılık faaliyetleri aktarım mekanizması üzerinde daraltıcı bir etkiye sahiptir. Gölge bankalar göz önüne alındığında, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkilerinin azaldığı görülmektedir. Gölge bankacılık sektörünün yükselişi, bankacılık sisteminin yapısını ve paranın aktarım mekanizmalarını değiştirmekte ve gölge bankacılık sektörü, toplam para arzı üzerinde para politikasının etkisini zayıflatmaktadır.

Dünyada gölge kredi piyasasının gelişimi hala gelişim aşamadadır. Düzenleyici makamlar, gölge kredi piyasasının gelişimine yönelik objektif bir tutum sürdürmeli, düzenleyici çevreyi iyileştirmeli ve denetimi güçlendirmelidir. Gölge bankaların para politikası üzerindeki daraltıcı etkilerinin engellenmesi için bankacılık düzenlemelerine tabi olan bankaların kredi takası kullanmalarının önüne geçilmesi önerilebilir. Yine bu bankalar uygun bir şekilde aracılık yapabilmek için bazı riskler üstlenmelidir. Dolayısıyla, bankalar herhangi bir kamusal amaca hizmet etmediği için, bankaların kredi varsayılan sigortalarını alması veya satması engellenmelidir. Bu öneriler finansal sektörün zenginliklerinin yeniden dağıtılması ve büyük kazançlar elde edilmesi için bir araç olarak görülebilir. Nersisyan ve Wray (2008) için ise en iyi öneri aldatıcı uygulamalar ve istismardan tüketicileri koruyacak yeni bir tüketici finansmanı koruma ajansı oluşturulmasıdır. Böylece ipotekleri (mortgages), kredi kartlarını ve diğer herhangi bir tüketici borcunu düzenleme gücüne sahip olunabilir. Önerilen bu politikalar, finansal sistemi basitleştirmeye ve ekonomiye göre olumsuz etkiyi azaltmaya yardımcı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Afrin, S. (2016). Monetary policy transmission in Bangladesh: Exploring the lending channel. *Journal of Asian Economics*. Vol (49), 60-80.
- Agha, A. I., Ahmed, N., Mubarik, Y. A., ve Shah, H. (2005). Transmission mechanism of monetary policy in Pakistan. *SBP-Research Bulletin*, 1(1), 1-23.
- Aleem, A. (2010). Transmission mechanism of monetary policy in India. *Journal of Asian Economics*, 21(2), 186-197.
- Alfaro, R., Franken, H., García, C., ve Jara, A. (2003). *Bank lending channel and the monetary transmission mechanism: The case of Chile* (Vol. 223): Banco Central de Chile.
- Altunbas, Y., Gambacorta, L., ve Marques-Ibanez, D. (2009). Securitisation and the bank lending channel. *European Economic Review*, 53(8), 996-1009.
- Altunbaş, Y., Fazylov, O., ve Molyneux, P. (2002). Evidence on the bank lending channel in Europe. *Journal of Banking ve Finance*, 26(11), 2093-2110.
- Arellano, M., ve Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.

- Arellano, M., ve Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Barran, F., Coudert, V., ve Mojon, B. (1996). *The transmission of monetary policy in the European countries* (Vol. 3): CEPII.
- Berkelmans, L. (2005). Credit and monetary policy: An Australian SVAR. *Reserve Bank of Australia*.
- Bernanke, B. S., ve Gertler, M. (1995). *Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission*. Retrieved from
- Bhuiyan, R. (2012). Monetary transmission mechanisms in a small open economy: a Bayesian structural VAR approach. *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, 45(3), 1037-1061.
- Board, F. S. (2012). 2012 Global shadow banking monitoring report. Kasım, 18, 2012.
- Board, F. S. (2013). 2013 Global shadow banking monitoring report. Kasım, 14, 2013.
- Board, F. S. (2014). 2014 Global shadow banking monitoring report. Ekim, 30, 2014.
- Board, F. S. (2015). 2015 Global shadow banking monitoring report. Kasım, 12, 2015.

- Board, F. S. (2017). 2016 Global shadow banking monitoring report. Mayıs, 12, 2017.
- Bocutoğlu, E. (2013). *Karşılaştırmalı makro iktisat*: Ekin Yayınevi.
- Borio, C., ve Zhu, H. (2012). Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? *Journal of Financial Stability*, 8(4), 236-251.
- Cecchetti, S. G. (1995). Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism. *Review*, 77.
- Chiades, P., ve Gambacorta, L. (2004). The Bernanke and Blinder model in an open economy: The Italian case. *German Economic Review*, 5(1), 1-34.
- Claessens, S., ve Ratnovski, L. (2015). What is shadow banking?
- Comert, H. (2011). Financial Evolution and the Declining Effectiveness of US Monetary Policy Since the 1980s.
- Danielsson, J., Shin, H. S., ve Zigrand, J.-P. (2004). The impact of risk regulation on price dynamics. *Journal of Banking ve Finance*, 28(5), 1069-1087.
- Date, R., ve Konczal, M. (2010). Out of the shadows: creating a 21st century Glass Steagall. *Johnson and Payne (2010)*, 61-72.

- Dave, C., Dressler, S. J., ve Zhang, L. (2013). The bank lending channel: a FAVAR analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(8), 1705-1720.
- De Bondt, G. (2004). The balance sheet channel of monetary policy: First empirical evidence for the euro area corporate bond market. *International Journal of Finance ve Economics*, 9(3), 219-228.
- De Haan, L. (2001). *The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets*. Retrieved from ECB Working Paper 98.
- de Mello, L., ve Pisu, M. (2010). The bank lending channel of monetary transmission in Brazil: A VECM approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(1), 50-60.
- Disyatat, P., ve Vongsinsirikul, P. (2003). Monetary policy and the transmission mechanism in Thailand. *Journal of Asian Economics*, 14(3), 389-418.
- Edwards, F. R., ve Mishkin, F. S. (1995). *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*. Working Paper No. 4993
- Égert, B., ve MacDonald, R. (2009). Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe. *Journal of Economic Surveys*, V 23(2), 277-327.

- Eickmeier, S., Hofmann, B., ve Worms, A. (2009). Macroeconomic fluctuations and bank lending: evidence for Germany and the euro area. *German Economic Review*, 10(2), 193-223.
- Elliott, D., Kroeber, A., ve Qiao, Y. (2015). Shadow banking in China: A primer. *Research paper, The Brookings Institution*.
- Endut, N., Morley, J., ve Tien, P.-L. (2016). The changing transmission mechanism of US monetary policy.
- Ertürk, K., ve Özgür, G. (2014). 14. The decline of traditional banking and endogenous money. *Banking, Monetary Policy and the Political Economy of Financial Regulation: Essays in the Tradition of Jane D'Arista*, 275.
- Estrella, A. (2002). Securitization and the efficacy of monetary policy. *Economic Policy Review*, 8(1), 243-255.
- Froyen, R. T. (1983). *Macroeconomics : theories and policies*. New York [u.a.]: Macmillan.
- Goodhart, C. A., Sunirand, P., ve Tsomocos, D. P. (2006). A model to analyse financial fragility. *Economic Theory*, 27(1), 107-142.
- Gorton, G., ve Metrick, A. (2010). Regulating the shadow banking system. *Brookings papers on economic activity*, 2010(2), 261-297.

- Gorton, G., ve Metrick, A. (2012). Securitized banking and the run on repo. *Journal of Financial economics*, 104(3), 425-451.
- Greenwald, B., ve Stiglitz, J. E. (1988). *Imperfect information, finance constraints, and business fluctuations*: John M. Olin Program for the Study of Economic Organization and Public Policy, Department of Economics/Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, Princeton University.
- Guender, A. V. (1998). Is there a bank-lending channel of monetary policy in New Zealand? *Economic Record*, 74(226), 243.
- Haisen, H., ve Yazdifar, H. (2015). Impact of the shadow banking system on monetary policy in China. *ICTACT Journal on Management Studies*, 1(1), 1-12.
- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1029-1054.
- Heryán, T., ve Tzeremes, P. G. (2016). The bank lending channel of monetary policy in EU countries during the global financial crisis. *Economic Modelling*. v 67, 10-22.
- Iacoviello, M., ve Minetti, R. (2008). The credit channel of monetary policy: Evidence from the housing market. *Journal of Macroeconomics*, 30(1), 69-96.

- Jayaraman, T. K., ve Choong, C.-K. (2009). Monetary policy transmission mechanism in Fiji: an empirical analysis of the quarterly model. *International Journal of Business and Management*, 3(11), 11.
- Jianjun, L., ve Xun, H. (2016). The Macroeconomic Effect of Shadow Credit Market Financing. *Applied Economics and Finance*, 3(3), 158-171.
- Jimborean, R. (2009). The role of banks in the monetary policy transmission in the new EU member states. *Economic Systems*, 33(4), 360-375.
- Juurikkala, T., Karas, A., ve Solanko, L. (2011). The role of banks in monetary policy transmission: Empirical evidence from Russia. *Review of international economics*, 19(1), 109-121.
- Kakes, J., ve Sturm, J.-E. (2002). Monetary policy and bank lending:: Evidence from German banking groups. *Journal of Banking ve Finance*, 26(11), 2077-2092.
- Kodres, L. E. (2013). What is shadow banking. *Finance and Development*, 50(2), 42-43.
- Loayza, N., ve Schmidt-Hebbel, K. (2002). Monetary policy functions and transmission mechanisms: an overview. *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, 1, 1-20.

- Lopreite, M. (2012). *Securitization and monetary transmission mechanism: evidence from italy (1999-2009)*.
- Lungu, M. (2007). Is there a bank lending channel in southern African banking systems? *African Development Review*, 19(3), 432-468.
- Matousek, R., ve Sarantis, N. (2009). The bank lending channel and monetary transmission in Central and Eastern European countries. *Journal of Comparative Economics*, 37(2), 321-334.
- Mazelis, F. (2014). *Monetary policy effects on financial intermediation via the regulated and the shadow banking systems*. SFB 649 Discussion Paper 2014-056.
- Mazelis, F. (2015). The Role of Shadow Banking in the Monetary Transmission Mechanism and the Business Cycle. SFB 649 Discussion Paper 2015-040.
- Meltzer, A. H. (1995). Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 49-72.
- Mengesha, L. G., ve Holmes, M. J. (2013). Monetary policy and its transmission mechanisms in Eritrea. *Journal of Policy Modeling*, 35(5), 766-780.

- Migliorelli, M., Ve Brunelli, S. (2016). The Transmission Of The Monetary Policy In The Euro Area: The Role Of The Banks'business Model. *Annals of Public and Cooperative Economics*. V 88(3), 303-322.
- Mishkin, F. S. (1996). *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy*.
- Mojon, B., ve Peersman, G. (2001). A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area. ECB Working Paper No. 92
- Nelson, B. D., Pinter, G., ve Theodoridis, K. (2015). Do contractionary monetary policy shocks expand shadow banking? Bank of England Working Paper No. 521
- Nersisyan, Y., ve Wray, L. R. (2010). The global financial crisis and the shift to shadow banking. Levy Economics Institute Working Paper No. 587
- Olmo, J., ve Sanso-Navarro, M. (2015). Changes in the transmission of monetary policy during crisis episodes: Evidence from the euro area and the US. *Economic Modelling*, 48, 155-166.
- Önder, T. (2005). Para Politikasi: Araclari, Amaclari ve Türkiye Uygulaması. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

- Özcan, B., ve Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: Oecd Örneği. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*(12), 65-88.
- Papadamou, S., Sidiropoulos, M., ve Spyromitros, E. (2015). Central bank transparency and the interest rate channel: Evidence from emerging economies. *Economic Modelling*, 48, 167-174.
- Pétursson, Þ. G. (2001). The transmission mechanism of monetary policy: Analysing the financial market pass-through. Central Bank of Iceland., Working papers ; 14
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. B., ve Boesky, H. (2010). Shadow banking. Staff Report no. 458
- Pruteanu- Podpiera, A. M. (2007). The role of banks in the Czech monetary policy transmission mechanism. *Economics of Transition*, 15(2), 393-428.
- Rajan, R. G. (2006). Has finance made the world riskier? *European Financial Management*, 12(4), 499-533.
- Rogers, K. E. (1998). Nontraditional activities and the efficiency of US commercial banks. *Journal of Banking ve Finance*, 22(4), 467-482.
- Rogoff, K. (2006). *Impact of globalization on monetary policy*. Paper presented at the a symposium sponsored by the Federal Reserve

Bank of Kansas City on “The new economic geography: effects and policy implications”, Jackson Hole, Wyoming.

Romer, C. D., Romer, D. H., Goldfeld, S. M., ve Friedman, B. M. (1990). New evidence on the monetary transmission mechanism. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990(1), 149-213.

Roodman, D. (2006). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. Center for Global Development Working Paper No. 103

Salachas, E. N., Laopodis, N. T., ve Kouretas, G. P. (2016). The bank-lending channel and monetary policy during pre-and post-2007 crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.

Snowdon, B., ve Vane, H. (2012). Modern makroekonomi: Temelleri gelişimi ve bugünü. *Çev. B. Kablamacı vd.). Efil Yayınevi, Ankara.*

Sun, L., Ford, J. L., ve Dickinson, D. G. (2010). Bank loans and the effects of monetary policy in China: VAR/VECM approach. *China Economic Review*, 21(1), 65-97.

Suzuki, T. (2004). Is the lending channel of monetary policy dominant in Australia? *Economic Record*, 80(249), 145-156.

Suzuki, T. (2008). Credit Channel of Monetary Policy between Australia and New Zealand: an Empirical Note: ss.1-12

http://amw2008.econ.usyd.edu.au/pdfs/B-4_Tomoya%20Suzuki.pdf
(10.02.2017)

Taylor, J. B. (1995). The monetary transmission mechanism: an empirical framework. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.

Taylor, J. B. (2000). *The monetary transmission mechanism and the evaluation of monetary policy rules*: Central Bank of Chile Working Papers N° 87.

Tobin, J. (1978). Monetary policies and the economy: the transmission mechanism. *Southern Economic Journal*, 421-431.


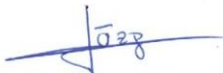
Vo, X. V., ve Nguyen, P. C. (2016). Monetary Policy Transmission in Vietnam: Evidence from a VAR Approach. *Australian Economic Papers*. V 56(1), 27-38.

Wang, S.-s., ve Zhao, F. (2016). Monetary Supply Transmission in a DSGE Model with a Shadow Banking System in China. *International Journal of Applied Mathematics*, 46(3).


Watkins, P. (2011). Shadow banking: accounting for Canada's productivity gap. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 60(8), 857-864.

Xiao, K. (2016). How Does Monetary Policy Affect Shadow Bank Money.

EK 1. ETİK KURUL İZİN MUAFİYET FORMU

 <p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ TEZ ÇALIŞMASI ETİK KURUL İZİN MUAFİYETİ FORMU</p>
<p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA</p> <p style="text-align: right;">Tarih: 22/12/2017</p> <p>Tez Başlığı / Konusu: Gölge Bankacılığın Parasal Aktarım Mekanizması Üzerindeki Etkisi Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmam:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır, 2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir. 3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir. 4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir. <p>Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullar ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p> <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p> <p>Adı Soyadı: Fatih OKUR Öğrenci No: H11166906 Anabilim Dalı: İKTİSAT Programı: İKTİSAT Statüsü: <input type="checkbox"/> Y.Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input checked="" type="checkbox"/> Bütünleşik Dr.</p> <p style="text-align: right;">22.12.2017 f.okur</p>
<p><u>DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI</u></p> <p style="text-align: center;">Uygundur</p> <p style="text-align: center;">  Doç. Dr. Özgür TEOMAN </p>

EK 2. ORJİNALLİK RAPORU

 <p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ YÜKSEK LİSANS/DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU</p>
<p>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA</p> <p style="text-align: right;">Tarih: 22/12/2017</p> <p>Tez Başlığı / Konusu: Gölge Bankacılığın Parasal Aktarım Mekanizması Üzerindeki Etkisi</p> <p>Yukarıda başlığı/konusu gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam sayfalık kısmına ilişkin, 22/12/2017 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezin benzerlik oranı % 3.. 'tür.</p> <p>Uygulanan filtrelemeler:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1- Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç, 2- Kaynakça hariç 3- Alıntılar hariç/dâhil 4- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç <p>Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p> <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p> <p>Adı Soyadı: Fatih OKUR Öğrenci No: H11166906 Anabilim Dalı: İKTİSAT Programı: İKTİSAT Statüsü: <input type="checkbox"/> Y.Lisans <input type="checkbox"/> Doktora <input checked="" type="checkbox"/> Bütünleşik Dr.</p> <p style="text-align: right;">22.12.2017 f.okur</p>
<p>DANIŞMAN ONAYI</p> <p>UYGUNDUR.</p> <p style="text-align: center;">  Doç. Dr. Özgür TEOMAN </p>

ÖZGEÇMİŞ

Fatih OKUR

e-posta adresi: fatih.okr@hacettepe.edu.tr / fatih.okr@bayburt.edu.tr

Telefon: +90 545 255 05 90

ÖĞRENİM BİLGİSİ

Bütünleşik Doktora (2011-2017) : Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü

Lisans (2005-2010) : Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü

GÖREVLER

Araştırma Görevlisi (2017-) : Bayburt Üniversitesi/İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi/İktisat Bölümü/İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı

Araştırma Görevlisi (2011-2017) : Hacettepe Üniversitesi/İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi/İktisat Bölümü

Araştırma Görevlisi (2010-2011) : Bayburt Üniversitesi/İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi/İktisat Bölümü/İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı

1. OKUR FATİH, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM (2017). Is export-based growth hypothesis valid for Turkey? The Macrotheme Review, 6(3), 53-61. (Yayın No: 3575252)
2. ERGÜL MURAT, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2017). Economic Growth and Inflation in Turkey: 1980-2015. Journal of Innovative Research in Business Economics, 1(2), 1-3. (Yayın No: 3659205)
3. ERGÜL MURAT, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2016). The Effect of Foreign Direct Investment FDI on Economic Growth The Case of Turkey. The Macrotheme Review, 5(4), 41-48. (Yayın No: 2873396)
4. SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2016). An Empirical Analysis of Relationship between Economic Growth and Financial Development The Case of Turkey. The Macrotheme Review, 5(4), 13-20. (Yayın No: 2824448)

A. Uluslararası bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitaplarında (proceedings) basılan bildiriler:

- 1.OKUR FATİH, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM (2017). Is export-based growth hypothesis valid for Turkey? 6th Business and Social Science Conference Dubrovnik 2017, 20-20. (Özet Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:3659218)
2. ERGÜL MURAT, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2017). Economic Growth and Inflation in Turkey: 1980-2015. IAARHIES International Conference Saint Petersburg, Russia, 10-12. (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:3659230)
3. SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2017). A General Evaluation Of The Slovenian Economy: 2000-2016. International Scientific Conference on Economics and

Management EMAN 2017, 26-31. (Tam Metin Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:3541941)

4. ERGÜL MURAT, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2016). The Effect of Foreign Direct Investment FDI on Economic Growth The Case of Turkey. 5th Business and Social Science Research Conference: Dubrovnik 2016 (Özet Bildiri/)(Yayın No:2873400)

5. SOYLU ÖZGÜR BAYRAM, OKUR FATİH (2016). An Empirical Analysis of Relationship between Economic Growth and Financial Development The Case of Turkey. The Macrotheme International Conference: Barcelona 2016, 13-13. (Özet Bildiri/)(Yayın No:2824446)

6. OKUR FATİH, SOYLU ÖZGÜR BAYRAM (2015). The Relationship Between Economic Growth Exports And Government Expenditure The Case of Turkey. 15th International Academic Conference, Rome, 797-797. (Özet Bildiri/)(Yayın No:1990955)

7. DEVELİ ABDULKADIR, OKUR FATİH, SAYAR RAMAZAN, ARI YILMAZ ONUR (2011). Hydro energy and its advantages for Turkey An example of Eastern Black Sea Basin. 11th International Conference on Current Issues of Sustainable Development - Governance and Institutional Change, 19-19. (Özet Bildiri/)(Yayın No:2830445)