

## Para ve Parasal Aktarım Mekanizması<sup>1</sup>

Seth Carpenter<sup>2</sup>  
Selva Demiralp<sup>3</sup>

Son ekonomik krizle birlikte Amerikan Merkez Bankası FED'in alışılmıştın dışındaki para politikası ABD bankacılık sistemindeki rezerv bakiyesinin aşırı artmasına sebep oldu. Bu artış para politikasının rezerv yoluyla ekonomiyi etkilemesi kanalını tekrar gündeme getirdi. Bu çalışma parasal çarpanı ampirik olarak ele almıştır. Parasal aktarım mekanizmasında paranın rolünü teorik olarak inceleyenler iki aşırı uç arasında gidip gelmektedir. Bir yandan makroekonomik analiz için kullanılan pek çok modelde para göz ardı edilirken ya da para talebi endojen olarak modellenirken öte yandan başka akademik araştırmalar ve birçok ders kitabı parasal çarpan kavramını hala kullanmaktadır. Biz bu araştırmada açık piyasa işlemleriyle başlayan ve sonra da para ve kredi kanalları aracılığıyla devam eden aktarım mekanizmasının kurumsal yapısını inceleyerek mekanizmanın standart çarpan modeli

<sup>1</sup> Bu araştırma notu Seth Carpenter ve Selva Demiralp'in 0906 numaralı EAF çalışma raporunun özetidir.

<sup>2</sup> Direktör Yardımcısı, Federal Rezerv Sistemi Yöneticiler Kurulu, [scarpenter@frb.gov](mailto:scarpenter@frb.gov)

<sup>3</sup> Doçent Doktor, Koç Üniversitesi, [sdemiralp@ku.edu.tr](mailto:sdemiralp@ku.edu.tr)

veya banka borç verme kanalı (bank lending channel) yoluyla işlemediğini gösterdik.

## Parasal çarpan modeli ABD'de işlemiyor

Bu çalışmanın en önemli katkısı ABD için parasal çarpanın hem kurumsal hem de ampirik açıdan artık işlemediğini göstermesidir. Bu sonuca parasal çarpanın temelini oluşturan banka kredilerinin zorunlu karşılığa tabi mevduatların bir fonksiyonu olduğu varsayımının kurumsal açıdan tartışmalı olduğunu ve bu tip bir ilişkinin ampirik olarak desteklenmediğini göstererek ulaştık. Bu varsayım çürütüldüğünde merkez bankasının geniş parasal büyüklükleri kontrol edebileceği yaygın fikri da geçersiz olur. Ayrıca aynı varsayım banka borç verme kanalının da temelinde yer alır. Bizim bu çalışmada ulaştığımız sonuçlar banka borç verme kanalının genel seviyede bile işlevsel olmadığını göstermiştir.

Bu araştırmada kurumsal seviyede para ve rezervlerin doğrudan ilişkili olmadığını göstererek merkez bankasının açık piyasa işlemleri aracılığıyla rezerv miktarını değiştirmesinin istemli olmadığını vurguladık. Özellikle son dönemlerde ABD'de para ve rezerv ilişkisinin birkaç sebepten dolayı geçerli olmadığını gösterdik. İlk olarak M2 parasal büyüklüğünün sadece küçük bir kısmı zorunlu karşılığa tabidir ve dolayısıyla merkez bankası rezervleriyle<sup>4</sup> ilintilidir. İkinci olarak, FED merkez bankası rezerv piyasası faiz oranı olan federal fon oranlarını kontrol eder. Merkez bankası rezerv arzı hedef faiz oranı seviyesinde elastikiyetsizdir. Ayrıca açık piyasa işlemleri merkez bankası rezervlerini etkilemeyi amaçladığı için rezerv miktarı para arzıyla bire

<sup>4</sup> Merkez bankası rezervleri (Federal reserve balances) bankaların merkez bankasında tuttıkları karşılıkların toplamıdır.

bir değişmek durumunda değildir. Son olarak zorunlu karılığa tabi pasifler banka kredilerinin çok az bir kısmını oluşturur, dolayısıyla bu pasifler kredilere kaynak oluşturmada yetersiz kalırlar. Tüm bu sonuçlar paranın klasik rolünün işlevsel olmadığını göstermekte ve Amerikan ekonomisinin kurumsal yapısını yansıtmaktadır.

Ampirik düzeyde de parasal aktarım mekanizmasında paranın rolünü hem genel olarak hem de banka bazında halinde incelerken VAR(Vektör Otoregresyonu) modeli kullandık. Buradaki asıl amacımız banka kredilerinin birincil kaynağının zorunlu karılığa tabi olmayan “denetlenen pasifler” (managed liabilities) olduğunu göstermektir. Çalışmamızdaki temel modelimizi Bernanke ve Blinder (1992)’deki altı değişkenli VAR modele denetlenen pasifleri ekleyerek oluşturduk. Banka kredilerinin 1990 sonrası dönemde para politikası kararlarına tepkisinin belirgin şekilde farklı olduğunu gösterdik. Bu sonuç son dönemlerde kredi taahhütlerinin yaygın kullanımıyla tutarlıdır. Şöyle ki, banka kredileri faiz oranındaki pozitif bir şoka karılılık azalmayıp aksine artmaktadır. Ek olarak etki tepki (impulse response) analizi banka kredilerinin kaynağının denetlenen pasifler olduğunu ve kredilere kaynak oluşturma bakımından zorunlu karılığa tabi mevduatların istatistiksel olarak önemsiz olduğunu göstermiştir. Bu sonuçlar ABD’deki tüm sigortalı mevduat bankaları için yapılan panel VAR analizinde mikro düzeyde de desteklenmektedir. Bu çalışmadaki temel bulgumuz banka kredilerinin birincil kaynağının zorunlu karılığa tabi olmayan mevduatlar olduğudur. Bu bulgumuzu karşı olgusal deneylerle test ettik. Bu deneyler denetlenen pasiflerin gözlenen tepkilerinin temel olarak kredi talebinden kaynaklandığını ve bu kanal işlemediği zaman denetlenen pasiflerin tepkisinin istatistiksel olarak önemsiz hale geldiğini ortaya koymuştur. Buna

karşın banka borç verme kanalı işlemediği durumda merkez bankası rezervlerinin tepkisinde önemli bir değişiklik gözlemedik.

## Banka borç verme kanalı işlevsel değil

Bu çalışmada parasal çarpan teorisinin zayıf temellere dayandığını ve dolayısıyla banka borç verme kanalının işlemediğini gösterdik. Bu sonuçlar gelecek araştırmalar için yeni yollar açabilir. Parasal çarpanın işlevsel olmadığı durumda merkez bankası geniş parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü de kaybeder. Özet olarak bu makaledeki bulgularımız paranın parasal aktarım mekanizmasında önemli bir rol oynamadığını göstermiştir.

Parasal aktarım mekanizmasında parasal çarpanın işlevsel olmadığı, yani merkez bankasının parasal büyüklükler üzerinde etkili olmadığı, dolayısıyla banka kredilerini doğrudan kontrol edemediği savı eskiden beri gündemdedir. Örnek olarak Bernanke ve Blinder (1998) ve Kasyap ve Stein (1995) bir açık piyasa satışında bankalar merkez bankası rezervindeki azalmayı dış finansman kaynaklarıyla telafi edebilirse kredilerini azaltmalarının gerekli olmadığını belirtmişlerdir. Bizim buradaki katkımız bu bulgunun ampirik olarak gerek toplam düzeyde gerekse tek tek bankalar bazında geçerli olduğudur. Biz zorunlu karılığa tabi mevduatların son dönemlerde banka kredilerine yeterli kaynak sağlamadığını ileri sürüyoruz. Ayrıca büyüklük, likidite ve sermaye oranı ne olursa olsun tüm bankaların kredilerini dış kaynaklarla finanse ettiğini iddia ediyoruz. Bu çalışmamız parasal aktarım mekanizması literatürüne iki noktada katkıda bulunmaktadır. Birincisi son faiz hedeflemesi rejimi döneminde ABD’deki kurumsal yapıya vurgu yaparak parasal

aktarım mekanizmasında parasal çarpan ve banka borç verme kanalının işlevsel olmadığını gösterdik. İkincisi de kurumsal düzeydeki bu iddiamızı ampirik analizlerle hem toplam hem de kesitsel seviyede destekledik. Bulgularımız, banka kredilerinin birincil kaynağının zorunlu karşılığa tabi olmayan mevduatlar olduğu ve dolayısıyla banka borç verme kanalının işlevsel olmadığı yönünde önemli deliller ortaya koymuştur. Bu sonuç, bankalar için dış kaynağın marjinal maliyetinin önemsiz olduğunu göstermektedir.

Son finansal kriz döneminde FED merkez bankası rezervi arzını geçmiş dönemlere kıyasla çok fazla artırmıştır. Burada merkez bankası rezervlerindeki bu büyük artışın para ve kredi miktarında artışa sebep olup olmayacağı sorusu gündeme gelmektedir. Şüphesiz, düşük faiz oranları talepte bir canlanmaya sebep olabilir ve krediler bu şekilde artabilir. Ancak parasal çarpan mekanizması vasıtasıyla bu rezervlerin krediye çevrilmesi ihtimali çok zayıftır.