

**PARA POLİTİKASI TERCİHLERİ İLE FİNANSAL İSTİKRAR  
ARASINDAKİ İLİŞKİ, ENFLASYON HEDEFLEMESİ  
POLİTİKASINDA FİNANSAL İSTİKRAR VE TÜRKİYE ANALİZİ**

Serkan ÖZCAN

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü  
Ankara, Mayıs 2006

## ÖNSÖZ

Günümüz merkez bankacılığı açısından para politikalarını uygulamak suretiyle varılmaya çalışılan ana hedef fiyat istikrarını sağlamaktadır. Bu durum uzun vadede finansal istikrarın sağlanması açısından da göz ardı edilemez bir öneme sahiptir. Bu nedenle, fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi hedefi doğrultusunda, finansal sistem ve sahip olduğu araçlarla ilgili gelişmeleri, riskleri izlemek ve etkilerini değerlendirmek büyük önem arz etmektedir.

Bundan hareketle bu çalışmada, fiyat istikrarı hedefine ilişkin para politikası tercihleri ortaya konulmakta ve özellikle enflasyon hedeflemesi politikasına değinilerek, bu politikanın finansal istikrar ile ilişkisi incelenmeye çalışılmaktadır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında birikim ve değerli fikirleriyle bana destek olan Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürü Rifat Günay'a, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdür Yardımcısı Dr. Çiğdem Koğar ve Kürşat Kunter'e ve akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan ve tezimin şekillenmesinde büyük katkıları olan tez danışmanım Doç. Dr. Yalçın Karatepe'ye teşekkür ederim. Ayrıca beni bugünlere getiren aileme, desteğini sürekli hissettiren eşim Vesile Özcan'a ve çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Serkan ÖZCAN

## İÇİNDEKİLER

	<b><u>Sayfa No</u></b>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
GRAFİK LİSTESİ.....	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	viii
KISALTMA LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>PARA POLİTİKASI İLE FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMLARI ve MERKEZ BANKALARI AÇISINDAN FİNANSAL İSTİKRAR.....</b>	<b>4</b>
1.1. Para Politikasının Tanımı ve Önemi.....	4
1.2. Finansal İstikrar.....	5
1.2.1. Finansal İstikrarı Tanımlamadaki Ana Prensipler.....	6
1.2.2. Finansal İstikrarın Tanımındaki Bazı Zorluklar.....	7
1.2.3. Finansal İstikrarın Tanımı ve Önemi.....	9
1.3. Merkez Bankacılığı Açısından Finansal İstikrar Kavramı.....	15

### İKİNCİ BÖLÜM

<b>PARA POLİTİKASI İLE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ.....</b>	<b>22</b>
2.1. Para Politikası ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki.....	22
2.1.1. Para Politikası ile Finansal İstikrarın Teorik Açından İlişkilendirilmesi.....	23
2.1.2. Merkez Bankalarının Finansal İstikrarı Sağlamada Kullandığı Araçlar.....	28
2.2. Para Politikası ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişkinin Şekli.....	34
2.2.1. Geleneksel Analiz Tarzı.....	35

2.2.2. Ekonomide Yeni Ortam Hipotezi.....	37
2.3. Değişik Para Politikaları Altında Finansal İstikrarın Durumu.....	41
2.3.1. Merkez Bankalarınca Kullanılan Para Politikası Stratejileri ve Hedeflere Genel Bakış.....	40
2.3.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi.....	41
2.3.1.2. Parasal Hedefleme Stratejisi.....	43
2.3.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi.....	44
2.3.2. Değişik Para Politikası Stratejileri ve Finansal İstikrar.....	49

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>ENFLASYON HEDEFLEMESİ POLİTİKASINDA FİNANSAL İSTİKRAR.....</b>	<b>57</b>
3.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Deneyimleri ve Sonuçlar.....	58
3.1.1. Fiyat İstikrarında Yakalanan Başarı Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Sonuçları.....	59
3.1.2. GSMH Büyümesindeki Sonuçlar Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi.....	64
3.1.3. Dalgalı Döviz Kuru Rejimi'nin Sonuçları Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi.....	66
3.1.4. Varlık Fiyatlarında Gerçekleşen Sonuçlar Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi.....	67
3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Sonuçlarının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	70
3.2.1. Enflasyon ve Büyüme Oynaklığının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	71
3.2.2. Enflasyon Hedeflemesinde Dalgalı Kur Rejiminin Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	74
3.2.3. Varlık Fiyatlarındaki Aşırı Hareketlerin Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	76

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>TÜRKİYE ANALİZİ.....</b>	<b>80</b>
4.1. Ülkemizde Para Politikası Tercihlerinin Finansal İstikrara Etkisinin Tespiti.....	80

4.1.1. Amaç.....	80
4.1.2. Finansal İstikrarın Endekslenmesi.....	81
4.1.3. Finansal Sağlık Endeksinin Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisi.....	89
4.2. Ortaya Konulan Grafikselle Etkileşimlerin Yorumlanması ve Politika Çıkarımları.....	94

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>104</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>111</b>

## TABLO LİSTESİ

### Sayfa No

Tablo 1.1. Bankacılık Krizleri Bazlı Finansal İstikrarsızlık Ölçümleri.....	14
Tablo 2.1. Merkez Bankalarının Fiyat İstikrarı İle Finansal İstikrarın Sağlanması Amacıyla Kullanılabilecek Araçlar.....	28
Tablo 2.2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankalarının Finansal İstikrar Fonksiyonu.....	33
Tablo 2.3. Para Politikası Hedefleri Açısından Merkez Bankalarının Aldığı Değer.....	50
Tablo 2.4. Çalışmadaki Bağımsız Değişkenlerin Sınıflandırılması.....	51
Tablo 3.1. Seçilmiş Verilerin Oynaklık ve Ortalaması (03/1999-06/2002).....	62
Tablo 3.2. 18 Ülkedeki Enflasyon Hedeflemesi Altında, Enflasyon Hedeflemesinden Yıllık Ortalama Sapmalar (1989-2000).....	63
Tablo 3.3. Enflasyon Hedeflemesi ile Sağlanan Fiyat İstikrarı Süresince Karşılaşılan Kayıp Rasyosu.....	65
Tablo 4.1. Finansal Sağlık Göstergelerinde Kullanılan Rasyolar.....	83
Tablo 4.2. Türkiye’de Para Politikası Kronolojisi.....	95

## GRAFİK LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Grafik 2.1. 1970-1999 Arası Para Politikası Stratejilerinin Seyri.....	48
Grafik 2.2. 1970-1999 Arası Merkez Bankası Hedeflerinin Seyri.....	48
Grafik 2.3. 1970-1999 Arası Bankacılık Krizlerinin Ülke Gruplarına Göre Dağılımı.....	52
Grafik 2.4. Bankacılık Krizlerinin Merkez Bankası Hedeflerine Göre Dağılımı.....	53
Grafik 2.5. Bankacılık Krizlerinin Para Politikası Stratejilerine Göre Dağılımı.....	54
Grafik 3.1. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Enflasyon.....	59
Grafik 3.2. 1997-2002 Yılları Arası Seçilmiş Verilerin Oynaklığı (Ortalama Standart Sapma).....	64
Grafik 4.1. Mayıs 2004 Yılı İtibariyle Ülkeler Bazında Ortalama Banka Finansal Sağlık Dereceleri (OBFSD).....	82
Grafik 4.2. Bankacılık Sektörünün Aktif Kalitesini Yansıtan Bazı Rasyolar.....	85
Grafik 4.3. Bankacılık Sektörünün Likidite Durumunu Yansıtan Rasyo.....	86
Grafik 4.4. Bankacılık Sektörünün Kur Riskini Yansıtan Rasyo.....	86
Grafik 4.5. Bankacılık Sektörünün Karlılık Durumunu Yansıtan Rasyolar.....	87
Grafik 4.6. Bankacılık Sektörünün Sermaye Yeterliliğini Yansıtan Rasyolar.....	88
Grafik 4.7. Bankacılık Sektörünün Finansal Sağlık Endeksi.....	89
Grafik 4.8. Finansal Sağlık Endeksi İle Geçen Yılın Aynı Ayına Göre Enflasyonun Yıllık Yüzde Artışı Arasındaki İlişki.....	90
Grafik 4.9. Finansal Sağlık Endeksi İle GSMH Oranı Yüzde Artışı Arasındaki İlişki.....	91

Grafik 4.10. Finansal Sağlamlık Endeksi İle İ Borç Stoku/GSMH Oranın Yüzde Artışı Arasındaki İlişki.....	92
Grafik 4.11. Finansal Sağlamlık Endeksi İle Reel Faiz Arasındaki İlişki.....	93
Grafik 4.12. Finansal Sağlamlık Endeksi İle Cari Denge/GSMH Oranı Arasındaki.....	94
Grafik 4.13 Karlılık, FSI ve Enflasyon.....	98



## ŞEKİL LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Şekil 3.1. Enflasyon ve GSMH Oynaklığının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	74
Şekil 3.2. Döviz Kuru Oynaklığının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	76
Şekil 3.3. Varlık Fiyatları Hareketlerinin Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi.....	78

## KISALTMA LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank for International Settlement (Uluslararası Takas Bankası)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
FED	: Federal Reserve System (Amerikan Merkez Bankası)
FSI	: Financial Strength Index (Finansal Sağlamlık Endeksi)
GSM	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
OBFSĐ	: Ortalama Banka Finansal Sağlamlık Dereceleri
ROA	: Return On Assets ((Net Karın, Toplam Aktiflere oranı)
ROE	: Return on Equity (Net Karın, Özkaynaklara oranı)
SYR	: Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGA	: Tahsili Gecikmiş Alacaklar
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
YP	: Yabancı Para

## ÖZET

Literatürde para politikası ve fiyat istikrarı kavramlarının tanımlanmasında önemli bir uzlaşma olmasına karşın, finansal istikrar kavramının tanımlanması açısından durumun ciddi bir belirsizlik ve çeşitlilik hali aldığı görülmektedir. Bu durum temel olarak; finansal istikrarla ilgili gelişmelerin tek bir nitel göstergeyle açıklanamaz oluşuna, finansal istikrardaki gelişmelerin tahmin edilmesinin oldukça güç oluşuna, finansal istikrardaki gelişmelerin sadece kısmi olarak kontrol edilebilir oluşuna, finansal istikrarda hedeflenen politikaların çoğu kez sağlamlık ve etkinlik arasında ikilem yaratmakta oluşuna ve son olarak finansal istikrar için politika gereksinimlerinin zamanlama açısından tutarsız olabilmesine bağlanmaktadır.

Ancak bütün bu sınırlamalarına karşın en genel haliyle finansal istikrar; finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi performansına katkıda bulunmak için iyi işlediği durum olarak tanımlanmaktadır.

Finansal istikrarın, para politikası ve sonuçlarıyla olan ilişkisi de son dönemlerde üzerinde durulan önemli bir konu olarak gündeme gelmektedir. Bir görüşe göre para politikaları yaratacakları sonuçlar itibariyle finansal istikrarla çelişmezken veya sinerji yaratırken, diğer bir görüşe göre ise para politikasının bazı sonuçları veya uygulanma şekli finansal istikrarın korunmasında sorun yaratabilmektedir.

Para politikası ile finansal istikrar arasındaki söz konusu ilişkiden kaynaklanabilecek risklerin önceden görülebilmesi amacıyla son yıllarda değişik para politikaları altında finansal istikrarın ne şekilde geliştiğinin anlaşılması da önem kazanmıştır. Özellikle merkez bankaları tarafından kullanılan para politikaları stratejileri içerisinde son yıllarda oldukça önemli bir yer almakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisinin, finansal istikrarı

etkilemesi muhtemel risklerinin incelenmesinin söz konusu politikayı uygulayacak olan ülkeler açısından iyi bir rehber olabileceği düşünülmektedir.

Fiyat istikrarının yakalanması ve sürdürülmesi noktasında oldukça büyük başarıların sağlandığı enflasyon hedeflemesi politikasının; enflasyon ve büyüme oynaklığında yaratabileceği muhtemel artışlar, dalgalı döviz kuru rejimine bağlı olarak döviz kuru oynaklığını artırabiliyor olması ve bunlara ilave olarak fiyat istikrarına bağlı olarak varlık fiyatlarındaki dengesizlikleri artırması finansal istikrar bağlamında ele alınması gereken önemli hususlar olarak görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Para Politikası, Finansal İstikrar ve Enflasyon Hedeflemesi

## **ABSTRACT**

Although there has been an important consensus on the definition of monetary policy and price stability in the literature, the situation is more uncertain and diverse for the definition of financial stability. This is mainly due to the facts that there is no single quantitative indicator for financial stability, it is difficult to estimate developments in financial stability, developments in financial stability are only partly controllable, there is generally a conflict between the policies to reach financial stability and resilience and efficiency, and there is a time inconsistency for the policy requirement of financial stability.

Against all these restrictions on the definition of financial stability mentioned above, again in the literature general definition of financial stability is given as Financial stability is a condition in which an economy's mechanisms for pricing, allocating, and managing financial risks (credit, liquidity, counterparty, market, etc.) are functioning well enough to contribute to the performance of the economy.

The relationship among financial stability and monetary policy and its results is also an important issue that has recently been on the agenda. Although for one point of view, the results of the monetary policy are synergic with financial stability, for another point of view results or implementation of monetary policy may result in conflict between these two issues.

To see the potential risks of monetary policy and financial stability interaction, determining the development of financial stability under different monetary policy regimes has also gained importance. In particular, we think that potential risks of inflation targeting, which has recently been implemented by many central banks, related to the financial stability are very important to analyze and can be a good guide for the countries which are going to implement this policy in the future.

The increase in the volatility of main macroeconomic indicators like inflation, growth and exchange rate and also the increase in the imbalances related to the asset prices can be seen as the most important issues for financial stability in the implementation of inflation targeting, which is seen as successful to reach price stability and sustain it.

**Key Words:** Monetary Policy, Financial Stability and Inflation Targeting

## GİRİŞ

Literatürde para politikasının tespitinde finansal istikrara ilişkin kaygıların göz önünde bulundurulması gerekliliği oldukça sık bir biçimde gündeme gelmekte, bu nedenle öncelikli sorunun para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin tespiti olduğu ifade edilmektedir.

Finansal istikrar ile para politikası arasında ilişkinin değerlendirilmesiyle ilgili analizlerdeki en önemli ayrımın ise, söz konusu ilişkinin şekliyle ilgili olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle söylemek gerekirse bir kısım yazarlar para politikalarının yaratacağı sonuçlar itibariyle finansal istikrarla çelişmeyeceği veya sinerji yaratacağı yönünde görüş bildirirken, diğer bir kısım yazarlar ise duruma daha şüpheci bir bakış açısıyla yaklaşmakta ve para politikasının bazı sonuçlarının veya uygulanma şeklinin finansal istikrarın korunmasında sorun yaratabileceğini öngörmektedirler.

Geleneksel analiz tarzı para politikasının hedef ve sonuçlarının finansal sistem istikrarında herhangi bir çelişkiye yol açmadığı görüşündedir. Bu görüşün temel mantığı enflasyonun varoluşunun, finansal istikrarsızlığın başlı başına ana sebebi olduğudur. Para politikası uygulamalarıyla sağlanacak fiyat istikrarının finansal sistem istikrarı için yeterli olduğunu düşünen geleneksel analiz tarzına mensup ekonomistler yanında, olaya daha esnek bakmak suretiyle fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanmasında yalnızca teşvik edici rolü olduğunu söylemekle yetinen ekonomistlerde mevcuttur.

Ancak günümüz ekonomik ortamında genel kabul gören gerçeklerden biri de, finansal sistemdeki krizlerin istikrarlı fiyat seviyelerinde de oluşabileceğidir. Başka bir deyişle, finansal istikrarın sağlanması için fiyat istikrarı gerekli olmakla beraber yeterli bir koşul olamamaktadır. Bu durum geleneksel analiz tarzının kabulü olan “para politikaları ile sağlanacak fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli veya teşvik edici olması” hipotezinin de yeniden sorgulanmasını beraberinde getirmektedir.

Nitekim ekonomide yeni ortam hipotezine mensup ekonomistler, para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerinde önemli sonuçları olduğunu kabul etmekle beraber, fiyat istikrarının tek başına hedeflenerek finansal sistem istikrarının göz ardı edilmemesi görüşünü savunmaktadırlar. Ekonomide yeni ortam hipotezini geleneksel analiz tarzından ayıran temel nokta, parasal istikrarın finansal istikrar için tek başına yeterli olmayışı veya başka bir deyişle parasal istikrarın sağlanabilmesi için uygulanacak para politikası araçlarının bazı durumlarda sinerjiden çok çelişki de yaratabileceğidir.

Finansal istikrarın sağlanabilmesi için para politikası ile finansal istikrarın ilişkisinin tespiti önemli ancak yeterli değildir. Yapılması gereken diğer bir analiz ise, değişik para politikaları altında finansal istikrarın nasıl bir seyir izlediğinin anlaşılabilmesi ve bu analizin yapılması suretiyle uygulanacak para politikasında karşılaşılabilecek risklerin önceden anlaşılabilmesidir. Döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve nihayet enflasyon hedeflemesi stratejilerine dayalı para politikalarının finansal sistem istikrarı üzerindeki etkileri stratejilerin kendilerine has özellikleriyle birlikte değişmekte ve şekillenmektedir.

Özellikle para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi konusu, 2006 yılı itibariyle ülkemizde de bu politikanın uygulanmaya başlaması nedeniyle önemli bir hal almış ve finansal sistem üzerindeki etkilerinin incelenmesi yönünde önemli bir gereksinim yaratmıştır.

Yukarıda değinilen hususların daha detaylı bir biçimde incelenmek suretiyle anlaşılmasının hedeflendiği bu tez çalışması, beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finansal istikrarı tanımlamadaki ana prensiplerin neler olduğu açıklanacak, daha sonra finansal istikrar kavramını tanımlamadaki zorluklara değinilecek ve son olarak literatürdeki tanımlar hakkında kısa bilgiler sunulacaktır. Para politikası ve finansal istikrar kavramlarının tanımlanması sonrasında ise merkez bankacılığı açısından finansal istikrar kavramının neden önemli olduğu konusunda bazı açıklamalara yer verilecektir.



Tez çalışmasının ikinci bölümünde, öncelikle para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebepleri açıklanacak, para politikası ile finansal istikrar arasında bir çelişkiden söz edilip edilemeyeceği sorusuna cevap aranacak ve son olarak değişik para politikaları altında finansal istikrarın durumu incelenecektir.

Üçüncü bölümde ise ülkemiz açısından önemi göz önünde bulundurularak, politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin seçilmesinin, finansal istikrarı etkilemesi muhtemel riskleri incelenecektir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, ülkemizde para politikası tercihlerinin finansal istikrara etkisinin tespitine ilişkin incelemelerin ve politika çıkarımlarının yer aldığı bir Türkiye analizine yer verilecektir.

Son bölümde ise tez çalışmasının ana hatları özetlenerek genel bir değerlendirme yapılacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI İLE FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMLARI ve MERKEZ BANKALARI AÇISINDAN FİNANSAL İSTİKRAR

Tez çalışmasının bu bölümünde genel hatlarıyla para politikası ve finansal istikrar kavramlarının tanımlanmasına çalışılacak buna ilave olarak finansal istikrar kavramının merkez bankaları için varolan özel önemine temas edilecektir.

Günümüz ekonomi literatüründe tanımlanma noktasında üzerinde oldukça ciddi bir uzlaşının varolduğu para politikası ve fiyat istikrarı kavramlarına karşın, aynı uzlaşının finansal istikrarın tanımlanması söz konusu olduğunda ciddi bir belirsizlik ve çeşitlilik hali aldığı görülmektedir. Bu durumun, finansal istikrarın ölçümünde zorluklar yanında diğer bir çok unsurlarla ilişki içinde olduğu da bilinmektedir. Bu nedenle çalışmada finansal istikrar kavramının tanımlanması 3 aşamada gerçekleştirilecek; öncelikle finansal istikrarı tanımlamadaki ana prensiplerin neler olduğu açıklanacak, daha sonra finansal istikrar kavramını tanımlamadaki zorluklara değinilecek ve son olarak literatürdeki tanımlar hakkında kısa bilgiler sunulacaktır.

Para politikası ve finansal istikrar kavramlarının tanımlanması sonrasında ise merkez bankacılığı açısından finansal istikrar kavramının neden önemli olduğu konusunda bazı açıklamalara yer verilecektir.

#### 1.1. Para Politikasının Tanımı ve Önemi

Para politikası kavramı; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eden ve ülke merkez bankaları tarafından uygulanan politikaların tümünü ifade etmektedir<sup>1</sup>. Para politikaları ile varılmaya çalışılan hedeflerde ülkelere göre

<sup>1</sup> [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen\\_sek/sozluk.htm#parapolitikasi](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#parapolitikasi)

önemli değişiklikler olmakla beraber, son yıllarda politikanın temel hedefinin fiyat istikrarı üzerine yoğunlaştığı da görölmektedir<sup>2</sup>.

Fiyat istikrarı ise para politikasının uzun dönemli temel amaçlarına (büyüme ve istihdam) yönelik olarak ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir<sup>3</sup>. Başka bir deyişle fiyat istikrarı ile kastedilen ekonominin dengelerini bozmayacak fiyat düzeylerinin bulunması ve bunun sürdürülebilmesidir.

Merkez bankalarının para politikalarını uygulamak suretiyle fiyat istikrarını sağlıyor olmaları ekonomideki tüm unsurlar için oldukça önemlidir, çünkü fiyat istikrarının sağlandığı ekonomilerin hem ekonomik kalkınma hem de gelir dağılımı yönünden diğer ülkelere göre nispeten daha iyi durumlarda oldukları açıktır. Para politikasının bağımsızca ve başarılı bir şekilde uygulandığı batı ekonomileri hem ekonomik kalkınmışlıkları hem de daha sağlıklı gelir dağılımına dayanan sosyal sistemleri ile bu duruma en güzel örneği teşkil etmektedirler.

Fiyat istikrarı ekonomik kalkınma ve adil gelir dağılımı yanında sağlıklı bir finansal sistem için de büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle tez çalışmasının 2. bölümünde bu konuya detaylı bir şekilde değinilmiş ve literatürdeki görüşler hakkında bilgiler sunulmuştur.

## **1.2. Finansal İstikrarın Tanımı ve Önemi<sup>4</sup>**

Bu bölümde, finansal istikrar tanımı yapılacak olmakla birlikte, kapsamlı ve detaylı bir finansal istikrar tanımı için öncelikle birkaç ana prensibin ortaya konulması yararlı olacaktır. Ana prensiplerin her biri önemli olmakla beraber, finansal istikrarın devamlılığı aslında içlerinde en önemlisi ve ulaşılması en zor olanıdır. Ana prensiplere kısaca değinildikten sonra, finansal istikrar tanımının yapılmasında karşılaşılan zorluklar yansıtılmaya çalışılacak ve devamında literatürde karşımıza çıkan finansal istikrar tanımlarına değinilecektir.

<sup>2</sup> Söz konusu eğilime çalışmanın 2. bölümünde değinilmiş bu amaçla Şekil 2.2.'de son 20 yılda merkez bankalarının hedeflerinin gelişimi gösterilmiştir.

<sup>3</sup> [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen\\_sek/sozluk.htm#fiyatistikrari](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#fiyatistikrari)

<sup>4</sup> 1.2.1. Finansal İstikrarı Tanımlamadaki Ana Prensipler ve 1.2.2. Finansal İstikrarının Tanımındaki Bazı Zorluklar bölümleri için, Schinasi (2004)'nin çalışmasından yararlanılmıştır.

### 1.2.1. Finansal İstikrarı Tanımlamadaki Ana Prensipler

Finansal istikrarın tanımlanmasındaki ilk prensip, tanımın yapılması aşamasında, sistemin tüm yönlerinin kapsayıyor olmasının gerekliliğidir. Söz konusu sistemin altyapı, kuruluşlar ve piyasalardan oluştuğu düşünüldüğünde; finansal istikrarın tanımının yapılması noktasında hiç bir unsurun göz ardı edilemeyeceği de anlaşılmaktadır. Finansal sistemin her bir parçasının arasındaki sıkı bağlantı göz önüne alındığında, bu bağlantının düzgün işleyişinin finansal istikrar kavramını meydana getirdiği de anlaşılmaktadır. Bu nedenle herhangi bir andaki finansal istikrar ya da istikrarsızlık, ya özel kuruluşların ya da kamu kuruluşlarının veya her ikisinin kendilerine özgü problemlerinden ya da piyasa işleyişindeki bozulmalardan kaynaklanmaktadır.

Finansal istikrar; yalnızca finansal piyasanın kaynaklarını dağıtma, riski yayma, tasarrufu devam ettirme ve büyümeyi kolaylaştırmayı değil, aynı zamanda ekonomik yapı içerisinde ödeme sistemlerinin rahatça işlemesini de ifade etmektedir. Bu nedenle yapılacak finansal istikrar tanımlamalarında ödeme sistemlerinin rolü de göz ardı edilmemelidir.

Öte yandan, finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmamasını ifade etmez, aynı zamanda finansal sistemin kısıtladığı, sahip olduğu ve dengesizlikleriyle ilgilendiği bir ekonomik süreci de ifade eder. Bu süreç, iyi ve istikrarlı işleyen bir finansal sistemde kendi kendini düzeltici bir yapının parçası olarak; sağlamlığı, esnekliği sağlayan ve sistemdeki riskin büyümesini önleyen bir piyasa disiplini mekanizması olarak ortaya çıkar. Bu kapsamda, politikaya özgü bir yaklaşım ortaya koyulabilmekte ve potansiyel zorlukları çözümlenebilmek için piyasa mekanizmasına izin vermekle, piyasaya likidite aktarma yoluyla hızlı ve etkin bir şekilde müdahale etmek arasındaki tercih belirlenmektedir. Bu nedendir ki, finansal istikrar aslında hem önlem alıcı, hem de tedavi edici boyuta sahiptir.

Önemli olan bir başka prensip, finansal istikrarın reel ekonomi için potansiyel sonuçları açısından ifade edilmesidir. Eğer ekonomik aktivite büyük oranda etkilenmiyorsa, finansal piyasalardaki ya da finansal kuruluşlardaki karışıklık finansal istikrar için tehdit olarak görülmemektedir. Aslında, bir finansal kuruluşun tesadüfi kapanışı, varlık fiyatlarının

oynaklığındaki artış ve finansal piyasalardaki sert çalkantılar; rekabetçi yapının, etkin bir şirkete ilişkin çıkan yeni haberlerin ve ekonomik sistemin kendini otomatik düzenleyici ve disipline edici mekanizmasının sonucu olabilir. Bulaşıcı ve sistemik etkilerin olmaması halinde, böyle gelişmeler finansal istikrar perspektifi tarafından kabul edilebilir görülmektedir.

Son bir prensip de, daha önce değinilen prensiplerle ve finans dinamiğıyle uyumlu bir prensiptir. Bu prensip, finansal istikrarın devamlılığını ve değışmezliğı ifade etmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse finansal istikrar, finansal sistemin her parçasının mutlaka en mükemmel düzeyde performans göstermesine ihtiyaç duymaz. Bu durum, finansal sistemin zaman zaman yedek lastikle de faaliyet göstermesi ile açıklanabilir. Devamlılıktan kastedilen finansal sistem istikrarın ufak tefek sıkıntılar yaşasa da özü itibariyle sağlıklılığını ve olası risk durumları karşısında direncini koruyabilme yeteneğidir.

Finansal istikrarın devamlılığı konusu çok önemlidir, çünkü finans bütünüyle belirsizliğı içeren, kendi içinde bir dinamiğe sahip olan ve birçok altyapı, kuruluş ve piyasalarla bağlantı halinde işleyen bir mekanizmadan oluşmaktadır. Bu nedenle finansal istikrar beklenti bazlı, dinamik ve iyi işleyen sistemin birçok alt parçasının birbiriyle olan ilişkisine bağlıdır. O zaman finansal istikrar bir noktada nasıl ifade edilebilir sorusunun cevabı; “ekonomik sistemin diğer yönlerine bağlı olarak başka bir zaman dilimi ile bugünün karşılaştırılması yapılarak daha fazla veya daha az istikrarlı olması durumu” ifadesi doğru olacaktır.

### **1.2.2. Finansal İstikrarın Tanımındaki Bazı Zorluklar**

Finansal istikrar konusu incelenirken, ortaya konulan finansal duruma özgü tanımlamalarda bazı zorluklarla karşılaşılmaktadır. Bu zorluklar;

- Finansal istikrarla ilgili gelişmeler, tek bir nitel göstergeyle açıklanamaz: Fiyat istikrarının tersine, şüphe götürmez bir finansal istikrar ölçümü bulunmamaktadır. Dikkate alınması gereken unsurlar, finansal kuruluşların sağlamlığı ve istikrarı buna ilave olarak ise finansal piyasa ve ödemeler sisteminin iyi işleyişidir. Ancak unutulmamalıdır ki; reel ekonomik

aktiviteleri temelden etkileyen potansiyel bir çok faktör de finansal istikrarın ölçümüne dahil olmak zorundadır.

- Finansal istikrardaki gelişmelerin tahmin edilmesi oldukça güçtür: Finansal istikrar alanını ifade etmek, sadece sonuçlanmış ya da ortaya çıkmış karışıklıkların bütünü ele almak değil, aynı zamanda gelecekte ortaya çıkabilecek ve de karışıklıklara neden olacak riskleri ve hassasiyetleri de ortaya koymaktır. Bu nedenle, geleceğe bakış yaklaşımı, risklerin ve dengesizliklerin toplamını saptamak için ve politika enstrümanlarının aktarımlarındaki zaman farklarını dikkate almak için gereklidir.
- Finansal istikrardaki gelişmeler sadece kısmi olarak kontrol edilebilir bir özellik taşımaktadır: Genel olarak, finansal istikrarı korumak için kullanılan politika araçlarının, mevduat sahiplerinin alacaklarını korumak veya fiyat istikrarının teşvik etmek gibi diğer birincil amaçları da vardır. Bazı durumlarda finansal istikrar söz konusu politika araçlarının birincil amaçları ile ters bile düşebilmektedir. Buna ilave olarak, finansal istikrardaki gelişmeler dışsal şoklara yüksek oranda duyarlı olduğu için kontrol edilebilmesinde geçici ya da sürekli bazı kısıtlamalarla karşı karşıya kalınabilmesi de mümkün olmaktadır.
- Finansal istikrarda hedeflenen politikalar, çoğu kez sağlamlık ve etkinlik arasında ikilem yaratmaktadırlar: Çoğu zaman finansal istikrarı teşvik edecek tedbirler, finansal kaynakların etkin dağılımının takibini değil, finansal sistemde varolması mümkün şokların dışarıda bırakılması veya sistem içine girmesi halinde gerekli tedbirlerin alınması hallerini kapsamaktadır. Örneğin, ihtiyatlı politikaların bir gereği olarak bankaların ödeme güçlerinin yüksek olmasını beklemek, yalnızca sorunlu bankaların risklerini azaltmayı değil, aynı zamanda sermaye zararını ve giden yatırım fırsatlarını da ifade etmektedir.

- Finansal istikrar için politika gereksinimleri zamanlama açısından tutarsız olabilmektedir: Bazı kamu politikalarının finansal istikrarı koruyabilme amacıyla kullanımı, kısa vadede kazanç sağlarken, uzun vade istikrarının kaybına sebep olabilmektedir. Özellikle, nihai kredi verme mercii ve mevduat sigortası gibi tedbirler piyasa disiplinini azaltabilirken, bu bağlamda ahlaki risk ya da ters seçimi meydana getirebilir. Özetle, yine karşımıza temel bir finansal sistem politikası ikilemi çıkmaktadır.

### 1.2.3. Finansal İstikrarın Tanımı

Schinasi'ye (2004) göre genel olarak finansal istikrar;

- Hem ekonomik kaynakların, hem de diğer ekonomik süreçlerin (ekonomik büyüme ve sosyal refah gibi) etkin dağılımını kolaylaştırmada,
- Finansal riske ulaşma, ölçme ve yönetmede,
- Bütün bu temel özellikleri devam ettirebilmede,

finansal sistemin gücü olarak düşünülebilir.

Bu analize bağlı olarak, Schinasi (2004) çalışmasında geniş bir bakış açısıyla şu tanımlamaya yer vermektedir;

"Bir finansal sistem, ne zaman ki bir ekonominin performansını kolaylaştırma, ve endojen ya da temelde ters ve beklenmedik olaylardan kaynaklanan finansal dengesizliği dağıtma kapasitesine sahip olur, o zaman bir finansal istikrar alanı içinde olur."

Bu tanımlamada, finansal istikrar alanı, daha önce de değinilen ve temel yapı taşı olarak karşımıza çıkan istikrarın devamlılığını yansıtmaktadır. Bu devamlılık, çok yönlü olarak düşünülebilir, çok sayıda gözlem ve değişkenle ortaya çıkabilir. Değişkenlerin bütünü, ekonominin ve finansal sürecin işleyişindeki aktivitelerin değerlendirilmesinde, sayısal olarak ifadesinde ve dolayısıyla değişimlerin gözlemlenmesinde yararlı olmaktadır. Finansal istikrar ve istikrarlık ölçümünde, geçmiş verilerin toparlanması ile ortaya konulabilen istatistikî çalışmalar, aynı zamanda geleceğe bakışta,

piyasa bazlı beklentilerde ve beklentilerin gerçekleşip gerçekleşmediğini tam olarak görebilmekte yararlıdır.

Tanımlamada geçen diğer bir ifade de, ekonominin performansını kolaylaştırma olmuştur. Bu ifade, finansal sistemin reel kaynakların etkin dağıtımına, büyümeye, tasarruf, yatırım ve sermaye oluşumuna katkıda bulunmayı ve hatta ekonomik performansın gözlenebilen tüm yönlerine katkıyı içerir.

Finansal dengesizliği ortadan kaldırmaktan kastedilen ise, finansal istikrarla birlikte devamlılığı sağlayan bir harekettir. Burada, finansal istikrarsızlığın olmadığı, kendi kendini otomatik olarak düzelten bir mekanizmadan bahsedilmektedir.

Schinasi (2004) çalışmasında yer verdiği tanımlamayı yukarıda sunulmaya çalışıldığı şekilde açıklığa kavuşturmakla beraber, eksiklikleri vurgulayan özeleştirilerde de bulunmuştur. Özellikle beklenmedik gelişmeler veya şoklar olmasa bile, finansal sistemin ekonominin genel performansını engelleme kapasitesine sahip olduğunu belirten yazar, örnek olarak ise varlıkların yanlış fiyatlandırılmasının neden olduğu dengesizlikleri göstermektedir.

Daha önce değinilen finansal istikrar tanımına detaylı olarak değindikten sonra, finansal istikrarın yapısını kapsamlı olarak yansıtmak amacıyla çalışmada yer alan iki ilişkili tanıma yer vermek de yararlı olacaktır:

- Bir finansal sistem, ne zaman ki bir ekonominin performansına engel bir tehdit oluşturur, o zaman bir finansal istikrarsızlık alanı içine girer.
- Bir finansal sistem bir finansal istikrarsızlık alanı içinde olduğunda, performansı engeller ve bunu devam ettirme tehdidi içerir.

Schinasi (2004) çalışmasında yukarıdaki gerekçeleri göz önünde bulundurmak suretiyle daha genel bir tanıma da yer vermekte ve finansal istikrarı;



“Finansal istikrar, finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi performansına katkıda bulunmak için iyi işlediği durumdur.”

şeklinde tanımlamaktadır.

Söz konusu çalışma dışında da, finansal istikrara ve/veya istikrarsızlığa ilişkin literatürde farklı tanımlar mevcuttur. Ancak her ne kadar politika yapıcılar için finansal istikrar önlenemez bir öneme sahipse de, konu tanımlaya gelince yorumcular farklı yaklaşımlar ortaya koymaktadır. Olaylar göstermiştir ki finansal istikrarı açıklayıcı bir tanım bulunmamakta ancak onun yerine genel olarak finansal istikrarsızlık tanımı kullanılmaktadır.

Ancak, finansal istikrarsızlık tanımlarına geçmeden önce, birkaç finansal istikrar tanımını da yansıtmak yerinde olacaktır.

Avrupa Merkez Bankası'ndan (ECB) Schioppa (2002), finansal istikrara ilişkin tanımını; katlanarak artan maliyetler olmaksızın finansal sistemin şoklara dayanabilme gücü olarak ortaya koymuştur.

Deutsche Bundesbank finansal istikrar kavramını; finansal sistemin ana ekonomik fonksiyonlarını (kaynakların bölüştürülmesi, risklerin dağıtılması ve ödemelerin yerine gelmesi) etkin bir şekilde yerine getirdiği durağan bir ortam olarak ifade etmiştir (Schinasi, 2004).

Finansal istikrar söz konusu olduğunda parasal istikrar, optimum işgücü ortamı, ekonomideki finansal kuruluşların ve piyasaların işleyişine güven ve biraz evvel ifade edilenleri negatif etkiyecek görelî fiyat değişimlerinin olmadığı bir ortam akla gelmektedir (Schinasi, 2004).

Başka bir çalışmada da, finansal istikrar hakkında genel bir tanım sunulmakta ve finansal istikrarı açıklamak için istikrarsızlık kavramından faydalanılmakta ve tanımda; finansal sistemin işleyişindeki etkinsizlikler ya da şoklar sebebiyle sistemdeki istikrarsızlıklardan dolayı optimal tasarruf-yatırım planından sapmaların artabilmesi ifadesi finansal istikrarsızlığın tanımı olarak ortaya konulmaktadır (Herrero ve Rio, 2003).

Herrero ve Rio (2003) finansal istikrarı tanımlamadaki en önemli problemin, finansal piyasalar için oynaklığın her zaman kötü olarak görülmesi gerekmemeyle birlikte, oynaklığın olmaması durumunun istikrarla bağdaştırılması olarak ifade etmektedir. Ancak birçok çalışmada da

görüldüğü üzere finansal istikrarsızlık genellikle, varlık fiyatlarını ana değerinden çok uzaklaştıran oynaklık ile eşanlı kullanılmaktadır

Ancak bütün bu kavramsal tanımlamalara rağmen, istikrarla istikrarsızlık durumlarını birbirinden ayıran açık bir referans hesaplama bulunmamaktadır. En genel yol, ortalamalardan ya da trendden sapmalar (Borio ve Lowe, 2002) olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal istikrar ya da istikrarsızlığa ilişkin birçok tanımdan biri de, istikrar tanımını yine tersi durumu açıklamak suretiyle ortaya koymuştur ve finansal istikrarsızlığı üç temel kriterle karakterize etmiştir. Bunlar;

- Bazı büyük ölçüdeki finansal varlıkların fiyatlarının temel fiyatlara göre önemli değişiklik göstermesi,
- Piyasa işleyişi ve kredi olanaklarının, ulusal ve uluslararası alanda bozulması,
- Artan harcamanın ekonominin üretim gücünden sapmasıdır (Schinasi, 2004).

Tanımlarda kullanılan bir başka yol da, finansal istikrarsızlığa sebep olan krizlere odaklanmak olmuştur. Mishkin'e (1996) göre finansal kriz, ters seçim ve ahlaki riski daha derinleştiren ve finansal piyasaları karıştırıcı bir etkiye sahip halleri ifade etmekte; böyle bir durumun oluşması halinde finansal piyasalar kaynakların verimli yatırım olanaklarına etkin bir şekilde aktarılabilmesini olanaksızlaştırmaktadır.

Oldukça farklı bir finansal kriz tanımı da Bordo ve diğerleri tarafından yapılmıştır. Tanıma göre finansal kriz, kuruluşların yeterli likidite sağlayamayacaklarını idrak etmeleri nedeniyle nakde hücum etmeleridir (Herrero ve Rio, 2003).

Farklı yapıdaki finansal krizlerin içinde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem içindeki önemli rolleri düşünülecek olduğunda bankacılık krizleri özel bir ilgi toplamıştır. Döviz kuru krizleri, para piyasaları krizleri de incelenmekle birlikte tez çalışmamızla daha fazla ilgili olması ve merkez bankalarının bankacılık sisteminin işleyişi ile daha doğrudan ilişkili olması sebebiyle bankacılık krizlerine özel bir önem verilmektedir.

Literatür bankacılık krizleri ile ilgili birçok tanım sunmaktadır. Bu tanımlamaları, Tablo 1.1'den de özet halinde göreceğiz olmakla birlikte, detaylı olarak açıklamakta yarar görülmektedir. Bu tanımlamalar, krizleri baz alan finansal istikrar tanımlarıdır.

İlk tanımlar, banka panikleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Daha sonraki çalışmalar ise, önemli derece etkinsizlik, düşük kazanç ve sermayeleşme, ve banka krizlerine yol açmada görülen sağlıksızlığa odaklanmıştır. Öte yandan bir banka krizi, gerçek ve yeni başlayan banka hücumları veya başarısızlıklarının, yükümlülüklerin içsel çevrilebilirliğini ortadan kaldırmasına veya devletin bankacılık işleyişine müdahale etmesinin zorunlu hale gelmesine yol açması olarak da tanımlanmıştır. Bir başka tanım da banka krizini, içinde varlıklarının piyasa değerini aşan yükümlülüklerle sahip finansal kuruluşlar grubunun olduğu, mevduat hücumlarının ya da finansal kuruluşlarının çöktüğü ya da devletin sisteme müdahale ettiği bir durum olarak açıklamıştır. Böyle durumlarda, takipteki alacakların payında, finansal kayıplarda görülen artış, ve bankaların yatırımlarının değerlerinde görülen düşüş, ödeme gücü problemlerine sebep olmakta, ve likide dönüşmeye, birleşmelere ve bankaların yeniden yapılanmaya gitmelerine yol açabilmektedir (Herrero ve Rio, 2003).

Öte yandan, Uluslararası Para Fonu (IMF, 1998), banka krizleri ile ilgili kapsamlı bir tanım yapmıştır. Bu tanımda, gerçek ve potansiyel banka hücumları ya da başarısızlıklarının yükümlülüklerin içsel çevrilebilirliğinin ortadan kalkmasının veya devletin bankacılık işleyişine geniş çapta yardımcı olmasının zorunlu hale gelmesinin altı çizilmiştir. IMF daha sonra, başka bir konuya değinerek finansal sistem içinde finansal istikrarsızlık sürecinin, ödeme sistemlerinin işleyişinin, para transferinin, riskin dağıtımının, kredi ve likiditenin paylaşımının bozulmasına ve sonra da sistemin gerçek aktivitelerine devam etmesinin zarara uğramasına yol açtığını ifade etmiştir.

Yukarıdaki tanımlar genel olarak finansal istikrarsızlığın teknik olarak ne ifade ettiğini sunmakla birlikte, aynı zamanda bazıları da finansal istikrarsızlık tanımlarını yansıtmaktadır. Bu tanımlar, fiyatlardaki oynaklık, finansal kuruluşlardaki sıkıntılar, çıktı performansındaki olumsuz gelişmeler olarak karşımıza çıkmaktadır (Moenjak ve diğerleri, 2004). Örneğin, finansal

istikrarsızlık, ekonomik performansın finansal varlık fiyatlarının oynaklığı ya da finansal araçların kanuni yükümlülüklerini karşılayamamaları dolayısıyla bozulması olarak açıklayarak finansal istikrarsızlık tanısını ortaya koymuştur. Bu tanımlamada birkaç ana duruma dikkat çekilmiştir.

Buna göre, finansal istikrarsızlık için,

- ilk olarak reel ekonomik maliyet olması,
- İkinci olarak, istikrarsızlığın gerçek zarardan çok potansiyel bir zarar olduğunun bilinmesi,
- Son olarak da, öncelikle bankaların göz önüne alınması, ancak diğer finansal kuruluşların da sistem içinde birbirine oldukça bağlı bir yapı ortaya koyduklarından, başarısızlıklarının büyük zararlara yol açabileceğinin bilinmesi

gerekmektedir (TCMB Lira Dergisi, 2005).

Bu tür genel tanımların yanı sıra sayısal karşılaştırmalar da içermektedir. Ancak, bir çok ülke söz konusu karşılaştırmalara veri altyapısındaki eksikliklerden dolayı henüz hazır değildir, Bu nedenle, ampirik çalışmalar banka krizlerini belirlemede hali hazırda ciddi zorluklarla karşı karşıya kalmaktadırlar (Herrero ve Rio, 2003).

**TABLO 1.1. BANKACILIK KRİZLERİ BAZLI FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK ÖLÇÜMLERİ**

Friedman and Schwartz (1963)	Mevduat Hücumları
Lindgren ve diğerleri (1996)	Finansal bozukluğa sebep olan yüksek etkinsizlik, düşük gelir ve sermayeleşme
Caprio ve Klingebiel (1997)	Yükümlülüklerin içsel çevrilebilirliğini ortadan kaldıran veya devletin bankacılık işleyişine müdahale etmesinin zorunlu hale gelmesine yol açan gerçek ve yeni başlayan banka hücumları veya başarısızlıkları
Gupta (1996)	Varlıklarının piyasa değerini aşan yükümlülükler, mevduat hücumları, finansal kuruluşlarının çökmesi ya da devletin sisteme müdahale etmesi
IMF (1998)	Gerçek ve potansiyel banka hücumları ya da başarısızlıklarının yükümlülüklerin içsel çevrilebilirliğinin ortadan kalkmasına veya devletin bankacılık işleyişine geniş çapta yardımcı olmasına sebep olması

Kaynak: Herrero ve Rio, 2003

### 1.3. Merkez Bankacılığı Açısından Finansal İstikrar Kavramı<sup>5</sup>

Bu bölümde, dinamik bir yapıya sahip finansal sistemin önemli bir parçası olan merkez bankalarının, finansal istikrar içindeki önemi incelenecek ve merkez bankasının bu konuya ilişkin yaklaşımlarının olumlu ve olumsuz etkilerine yer verilecektir. Merkez bankalarının finansal istikrar içerisindeki rolünün önemini ifade edecek faktörlere değinilirken, aynı zamanda bu görüşe karşıt yaklaşımların da altı çizilecektir.

Merkez bankalarının finansal istikrarla ilgisi, kağıt para basımını üstlenmeleri ile başlamıştır. Banka mevduatları para stokları içinde önemli bir paya sahip olmaya başladığında finansal istikrarla bağlantı daha da artmıştır. Parayı devlet tarafından tedavüle sürecek tek kurum olan merkez bankası Avrupa'da 19. yüzyılda benimsenmiştir. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde bu süreç daha uzun sürmüştür ve 1913'te Amerikan Merkez Bankası (FED)'nin kurulmasıyla başlamıştır.

Söz konusu dönemlerde bazı ülkelerde (İngiltere), ticari bankaya bu fonksiyon verilip diğer bankaların rekabet etmeleri yasaklanırken, bazı ülkelerde ise yeni bir kurum (örnek olarak Belçika, Fransa, Almanya, İsviçre ve İtalya'da) ya da özel bir banka (örnek olarak İsveç ve Danimarka'da) bu iş için görevlendirilmiştir.

Para basımı için kamu monopolünün kullanımının oluşturulması esasen "istikrar ve etkinlik ihtiyacı" ile ilişkilendirilmiştir. ABD, sistem içinde birbiriyle rekabet eden ticari bankalarca özel basılmış paraların olduğu bir yapıyı tercih etmiştir. Paralar, basanın kredi notuna bağlı olarak farklı değerlere sahip olmuş ve bu paralar arasında dönüşüm oranı devletçe belirlenmiştir.

İstikrar konusunun ortaya çıkışındaki temel etken, banknot basan kuruluşların kar maksimize eden ve sahibi oldukları değerli madenleri veya kamu kağıtlarıyla karşılayabileceklerinden daha fazla para basan ticari bankalar haline gelmeleridir. Bu durum bankaların risk yüklenmelerine sebep

---

<sup>5</sup> 1.3. "Merkez Bankacılığı Açısından Finansal İstikrar Kavramı" bölümü için, Schoppa'nın (2002)' çalışmasından yararlanılmıştır

olurken, halkın güveni suiistimal edilmiş ve finansal sistem bütününe yayılmış krizlerle sarsılmıştır.

Etkinlik ise, birçok farklı paranın tedavülde olmasına bağlı olarak işlem ve bilgi maliyetlerindeki bozulmayla ciddi biçimde zarar görmüştür. Buna ilave olarak, belki daha önemli bir husus da, bankaların kredi notlarına bağlı olarak bastıkları paraların nominal değerlerinin eşit buna karşın reel değerlerinin farklı olması sebebiyle, aynı mal için farklı fiyat seviyelerinin oluşmasıdır. Bu nedenle fiyat mekanizması önemli bir zarara uğramıştır. Böyle bir sistemin, satıcılar için yönetimi, müşteriler için ise karşılaştırması oldukça zor ve karmaşıktır.

Devam eden zamanda, devlet tarafından basılan kanuni paralarla karşılaştırıldığında, özel bankalarca basılmış paralara ilişkin teknolojik gelişmelerin işlem ve bilgi aktarma maliyetlerinin azalması sebebiyle, etkinliğin artık merkez bankaları için temel mantık olamayacağı teorisi ortaya konulmuştur. Ancak, nihayetinde halkın para birimine güveninin tesis edilmesi ihtiyacına dayalı büyük çaplı istikrar, merkez bankası çözümünden yana güçlü bir savunma ortaya koymaktadır. Serbest bankacılığın olduğu zamanda, finansal istikrara dayalı birçok olay göstermiştir ki, özel takas sisteminde bile, özel sektör çözümü kriz zamanında önemli likidite ihtiyacıyla baş edebilmede belli bir sınır içinde hareket edebilmektedir. Efektif likidite desteği, nihai merkez bankası likiditesine ulaşmadan mümkün görülmemiştir.

Yine de, tek para, diğer bir ifadeyle tek merkez bankası yaklaşımına radikal eleştiriler de gelmiştir. Liberal bankacılık yapısından elde edilen getirinin daha fazla olduğunu ifade eden bazı ekonomistlere göre, geçmişteki tecrübeler merkez bankalarının paranın değerinin istikrarını korumada başarılı olamadığını göstermektedir.

Merkez bankalarının, kamu harcamalarını karşılama amaçlı fazla para basımına yönelmeleri, son dönemlerde merkez bankalarının bağımsızlaşması kavramını gündeme getirmiştir. Öte yandan, merkez bankaları enflasyon hedeflemesi yoluyla güven artırmaya da yönelmiştir. Likit ve ödeme gücünü elinde tutan bir varlığın başka bir varlığa ya da paraya

konvertibiliteyi garanti etmesi gerekmektedir ki bu varlık tam olarak bir merkez bankasıdır.

Kağıt para basımında merkez bankası monopolü ve para yaratma sürecinde ticari bankalarının katılımı, merkez bankalarının finansal istikrara katılımı ile sonuçlanmıştır. Bunun iki temel sebebi vardır;

- Merkez Bankaları, bankaların bankası haline gelmiştir. Merkez bankaları interbank piyasaları ödemelerinin hesabını kolaylaştırmıştır. Ayrıca, yine bankalarının bankası olarak, adım adım banka dışı kuruluşlara da hizmet vermiştir. Bu oluşum, Amerika'da FED'in kanuni yapılaşması gerçekleştirilirken, Avrupa'da bir anda olmuştur. Bankaların faaliyetlerini ihtiyatlı yönetiminde, merkez bankaları ticari bankaların sağlamlığını değerlendirmelerine de ihtiyaç duyulmuştur.
- İkinci olarak da, adım adım ticari banka parasının toplam para stokları içinde büyük paya sahip olması sebebiyle, paranın değeri ticari bankalarının kredi notuna da bağlı hale gelmiştir. Bu çevrede, merkez bankalarının sistemin iyi işlemesi ve bankacılık sisteminin istikrarına ilişkin endişesi de ortaya çıkmaktadır. Buna, ticari bankaların likidite sıkışıklığı olduğunda son kredi merciiine başvurulması da dahildir. 19. yüzyılın sonuna kadar, Avrupa'daki çoğu merkez bankası son kredi mercii gibi faaliyet göstermiştir. Bir ölçüde yeni kurumun gerektiğçe likidite provizyonu desteğini vermesine bağlı olarak, FED'in kuruluşundan sonra banka paniklerinin sıklığı büyük ölçüde azalmıştır.

Geçmişte ve şimdi de açıktır ki, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında rolü büyüktür. Avrupa'da, merkez bankaları resmi olarak ihtiyatlı gözetim için resmi olarak görevlendirilmiş değillerdi. Bu faaliyetler, finansal istikrar rolünün bir yönüydü ve 19.yüzyılın sonu ve 20.yüzyılın başında kanunen ifade edilene kadar kanuni görevleriymiş gibi hareket edildi.

FED'de ise tam tersine etkin bir bankacılık gözetimi resmi olarak bu kurma aitti. Ancak, gözetim fonksiyonu olsun olmasın, merkez bankası finansal sistemde anahtar bir parça ve sistemin işleyişinin sorumlusudur.

Paranın tek merkezden basılmasının ve merkez bankasının varlığının, bankacılık sistemiyle ne ilişkisi olduğunu, ve bu sistemin iyi işleyişinin neden merkez bankasınca o denli üzerinde durulan bir konu olduğunu anlatmak gerekmektedir. Şöyle ki;

- İlk olarak, bankalar ödemeler sistemiyle kendi aralarında bağılıdırlar. Bu ifade, sistem içinde karşılanabilir tek ve aynı paranın sirkülasyonuna refere etmektedir. Aynı zamanda, risklerin yayıldığı bir ağ içinde, ortak ödeme sistemi katılımcıları birbirine bağlamaktadır.
- İkinci olarak, bankaların likiditeyi finansal sektörün bankacılık dışı kısmına ve ekonominin tümüne kanalize etme fonksiyonu da bulunmaktadır. Dolayısıyla, ekonominin tamamı merkez bankasının likiditesine ulaşma konusunda bağımlıdırlar. Bu genel açıklama, Türkiye'de de 2000-2001 yılında yaşanan bankacılık krizlerinin reel sektörü nasıl etkilediğini, ve ayrıca merkez bankası likiditesine o dönemde ne kadar çok ihtiyaç duyulduğunu akıllara getirmektedir.
- Üçüncü olarak, resmi olarak ülkede tedavülde olan paraya güven ve merkez bankası tek para birimi alanını bütün katılımcılarını etkilemektedir. Finansal piyasa, bir ölçüye kadar birbirinde ayrı kalabilir, ancak likidite ihtiyacı bu ayrı faaliyet gösteren finansal servis endüstrisini birleştirmektedir, ki bu durumda merkez bankasına nihai ve önemi yadsınamaz bir sorumluluk yüklemektedir.

Finansal liberalizasyonla birlikte, gözetim araçları ve uygulamaları daha yumuşak bir yaklaşım geliştirmiştir. Ancak yine de, finansal istikrarın merkez bankasını içine alması hususu bazı eleştirilere maruz kalmıştır. Akademik çerçevede, bankacılık sektörüne devlet müdahalesinin haklı olup olmadığı tartışılmıştır. Bankacılık sisteminin, zaman zaman içinde bulunduğu



istikrarsızlıklar ve sonuç olarak finansal istikrar adına gerçekleştirilen müdahalelerin de uzun vadede problem olarak geri dönmesi soru işaretlerini artırmıştır.

Şöyle ki, doğasında kısa vadede borçlanıp, uzun vadeli kredi vermek bir bankacılık sisteminde, vade uyumsuzlukları sebebiyle karşılaşılan problemlere devletin sigorta sistemiyle sisteme müdahalesi kaçınılmaz olmaktadır. Dikkate alınmalıdır ki bahse konu problemler sistemik problemlerdir, aksi takdirde banka bazlı problemler her zaman müdahale gerektirmemektedir. Bu görüş, Basel Komitesi'nin temel prensiplerinde de yer almaktadır. İfade etmek gerekir ki, banka iflasları mevduat sahiplerinin spekülatif davranışları sonucu gerçekleşirse, ya da bulaşıcı etki yaratacak paniklere yol açarlarsa bankacılık sistemini tehlikeye sokabilirler ve krizlerin baş göstermesine sebep olabilirler. Ancak, bankacılık sektörü istikrarsızlıklarını düzene sokmak amacıyla gerçekleştirilen müdahaleler, sonuç olarak finansal sistemin istikrarına zarar verebilmektedir.

Ahlaki risk sonucu ortaya çıkan güvenlik ağına ilişkin endişeler de merkez bankalarının sisteme müdahalesinin diğer bir sebebidir. Ahlaki risk, temelde sigorta sistemine ilişkin bir terimdir ve sigortalanmanın riski ve olası kayıpları yok saydığına refere etmektedir. Bankacılık sisteminde de tam olarak fazla risk alma eğilimi olarak ifade edilir. Açıktır ki, güvenlik ağının varlığında ahlaki çöküntü ortadan kaldırılamamaktadır. Ahlaki çöküntünün sınırlanması için, mevduat sigortası sınırlandırılmalı, ve bazı kreditorleri sigorta dışı bırakmalı ve risk analizi yaparak risk üstlenmeleri sağlanmalıdır. Son kredi mercii bazında bakıldığında, merkez bankaları, ihtiyatlı bir duruşla, gelişmelere bağlı olarak faaliyet göstermelidir. Önceden hangi finansal kuruluşun acil durumda ne kadar likidite alacağıının belirlenmesi reddedilmeli, ihtiyaç anında karar verilmelidir. Sonuç olarak, mevduat sigortası ve son kredi mercii uygulaması etkin ihtiyatlı gözetimle tamamlanmalıdır.

İhtiyatlı gözetim sistemi, merkez bankalarından ayrılma trendi içerisine girmiştir. Söz konusu ayrılmaya ilişkin onaylayıcı görüşler ortaya çıkmıştır. Finansal istikrarın sağlanması ve devam ettirilmesi ile ihtiyatlı gözetimin gerçekleştirilmesi sorumluluklarının birbiriyle çelişmesi durumu bu görüşlerden biridir. Diğer taraftan, finansal istikrarın sağlanmasına ek olarak,

gözetimin sadece bankalar açısından değil aynı zamanda banka dışı kuruluşlar açısından da gerekliliği, bağımsız bir merkez bankası açısından problem yaratabileceğine ilişkin bakış açıları da yer almaktadır. Ancak, şunu da ifade etmek gerekir ki, gözetimin merkez bankasından ayrılmasına ilişkin görüşleri destekleyici ampirik çalışmalar yer almamaktadır. Ancak, son dönemlerde birçok ülkede gözetim sorumluluğunun merkez bankasından ayrılarak başka bir kuruluşa verildiği görülmüştür.

Yukarıda değinilen gözetim sorumluluğunun merkez bankalarından ayrılması ve istikrarın merkez bankasını içine alması hususuna ilişkin eleştirisel akademik görüşler dikkate alındığında, merkez bankasının finansal istikrar içindeki özel ve önemli görevinin devam ettiğine ilişkin bir kaygı ortaya çıkmaktadır.

Merkez bankalarının finansal istikrar içerisindeki rolünü destekleyici faktör olarak karşımıza, mevduat sigortasının yetersizliği gelmektedir. Her ne kadar mevduat sigortası olsa da, sigorta küçük mevduat sahiplerini kapsamaktadır. Günümüzde, pasiflerin büyük bir bölümü sigortasız kalmaktadır. Bankalar yükümlülüklerini yerine getiremezlerse, bu başarısızlık diğer bankalara yayılabilir ve elbette diğer yükümlülüklerde temerrütlere sebebiyet verebilir. Bu nedenledir ki, mevduat sigortası sorunun kaynağında ve görülebilecek bulaşıcı etkiler için koruyucu etki gösterememektedir ve merkez bankalarının bankacılık sistemini stabilize etmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

Merkez bankalarının üstlendikleri rolün akla yatkınlığı ve etkinliği, özel tecrübelerinden, sahip oldukları bilgi açısından ve koordinasyonu sağlayıcı ve ayrıca likidite sağlayıcı araçlarından kaynaklanmaktadır. Merkez bankaları uzun zaman likidite problemi yaşayan ve ödeme gücünü yitiren kuruluşlar arasında doğru ayırım yapabilme problemi ile karşılaşmışlardır. Ayrıca, likidite ihtiyacını karşılamayı sistemik riskleri önleme güdüsüyle gerçekleştirmişlerdir.

Sonuç olarak, teorik olarak ve hatta ampirik olarak kanıtlanmıştır ki, finansal istikrarın temin edilmesi için devlet müdahalesi gerekmektedir. Eğer bankaların ekonomik karı gerçekleşmek zorunda ise, bankacılık, doğasında olan istikrarsızlık ortadan kaldırılamaz. Daha da ötesi, kendi içinde birbirine

yakinen bağılı olan ve dolayısıyla bulaşma riskine eğilimli olan bir bankacılık sektörü söz konusudur. Temelde, merkez bankaların finansal istikrara katılımı para basma rollerinden gelmektedir. Merkez bankaları, tıpkı iyi yönetilen finansal kuruluşlar gibi, karşılarındakilerin kalitesini izlemek durumundadırlar. Buna ek olarak, sistemin düzgün işlemlerini temin etmek için likidite ve sağlam ödeme sistemi oluşturma rolüne sahiptir. Merkez bankasının iyi uyguladığı likidite fonksiyonunun, ihtiyatlı bir gözetimle birleştiğinde finansal istikrarı olumlu etkileyeceğini ifade etmiştir. Ayrıca, yine vurgulamak gerekirse, söz konusu gözetim sisteminin merkez bankasının rolleri içerisinde yer alması gerekmektedir.

Zaman içinde, gerekli düzenlemeler uygulanmaya başlansa da, sisteme bazı kısıtlamalar getirilse de, finansal sistem istikrarsızlığa karşı bir bağımsızlık ortaya koyamamıştır. Hatta, devam eden finansal sistem değişiminin sonucu olarak, potansiyel finansal istikrarsızlık çoktan yeni bir şekil almıştır. Bu değişim, merkez bankalarının finansal istikrar içinde yer almaları için önemli sebeptir. Unutulmamalıdır ki merkez bankalarının finansal istikrar içindeki bahse konu rolleri, gözetim fonksiyonuna bağlı olup olmadıklarından bağımsız rollerdir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI İLE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

Tez çalışmamızın bu bölümünde para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki incelenmeye çalışılacaktır. Literatürde para politikasının tespitinde finansal istikrara ilişkin kaygıların göz önünde bulundurulması gerekliliği oldukça sık bir biçimde gündeme gelmekte bu nedenle öncelikli sorunun para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin tespiti olduğu da ifade edilmektedir. Bir önceki bölümde de belirtildiği üzere; tanımlama da fiyat istikrarı için herhangi bir sorun görülmemekle beraber, söz konusu finansal istikrar olduğunda kavramın formülize edilememesi başka bir ifadeyle finansal istikrarın ne olduğunun matematiksel bir yaklaşımla açıklanamamasından ötürü sıkıntı doğabilmektedir.

Finansal istikrarın sağlanabilmesi için para politikası ile finansal istikrarın ilişkisinin tespiti önemli ancak yeterli değildir. Yapılması gereken diğer bir analiz ise, değişik para politikaları altında finansal istikrarın nasıl bir seyir izlediğinin anlaşılabilmesi ve bu analizin yapılması suretiyle uygulanacak para politikasında karşılaşılabilecek risklerin önceden anlaşılabilmesidir.

Yukarıdaki gerekçeler göz önünde bulundurularak tez çalışmamızın bu bölümünde öncelikle para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebepleri açıklanacak, para politikası ile finansal istikrar arasında bir çelişkidenden söz edilip edilemeyeceği sorusuna cevap aranacak ve son olarak değişik para politikaları altında finansal istikrarın durumu incelenecektir.

#### 2.1. Para Politikası ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki

Merkez bankacılığı açısından finansal istikrar kavramı hakkında tez çalışmamızın ikinci bölümünün üçüncü kısmında tarihi gelişmeler de göz önünde bulundurularak detaylı açıklamalar yapılmış ve söz konusu bölümde merkez bankalarının asli görevi olan para politikalarının finansal istikrarla

olan ilişkisine tarihi bir bakış açısıyla değinilmiştir. Bu bölümde ise para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebepleri teorik bir bakış açısıyla ele alınacaktır.

Para politikası ile finansal istikrarın teorik açıdan birlikteliğini sağlayan ana unsurların öncelikli olarak değerlendirileceği bu bölümde, ek olarak merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında kullandığı araçlar da detaylı olarak incelenecektir.

### **2.1.1. Para Politikası ile Finansal İstikrarın Teorik Açıdan İlişkilendirilmesi**

Para politikası ile finansal istikrarın teorik açıdan birlikteliğini sağlayan unsurlar, asıl olarak merkez bankalarının finansal istikrarda çok önemli görevlere sahip olmalarıyla ilgilidir. Literatürde merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasındaki rolü konusunda önemli sayılabilecek bir uzlaşımın var olduğu görülmektedir. Finansal sistemde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olsun ya da olmasın tüm merkez bankaları görev ve yetkileriyle ilişkili olarak finansal sistemin işleyişinde önemli etkiler yaratabilmektedirler. Merkez bankalarının finansal sistemde düzenleyici ve denetleyici yetkilere sahip olmadığı ülkelerde de para politikası üzerinde tam yetki ile çalışan kurumlar oluşu ve bu politikaları uygularken sahip oldukları araçları bağımsız bir şekilde kullanabilmeleri, merkez bankalarının sistemin istikrarını sağlama konusundaki görevlerinin temel sebebidir. Aşağıda para politikası ile finansal istikrar ilişkisinin anlaşılabilmesi için, para politikaları sonucu oluşabilecek çeşitli durumlarda finansal sistemin ne şekilde etkileneceği 3 farklı örnek verilmek suretiyle analiz edilmektedir (Sinclair, 2000).

- Enflasyonda Hızlı Değişimler ve Dalgalı Seyir: Para politikasının yanlış uygulanması sonucu enflasyonda hızlı değişimlerle birlikte dalgalı bir seyir oluşması ihtimali yüksektir. Bu durumda enflasyon borç verenlerin reel gelirlerinde azalmaya neden olabilecekken borç alanlar için reel gelir artışı anlamına gelecektir. Söz konusu durum dezenflasyon oluşması halinde tersine dönecek ve reel gelir artışı borç alanlar için reel

gelir azalışı ise borç verenler için avantajlı hale gelebilecektir. Gelirin yeniden dağılımı anlamına gelen bu durumun oluşması halinde, iflasların artması ihtimali artacak ve bankacılık sistemindeki kredi kalitesinde ciddi bozulmalarla karşılaşılabilir.

- Sıkı Para Politikası Sonucu Oluşan Düşük Enflasyon: Sıkı para politikası sonucu oluşan düşük enflasyon ortamında bireylerin ve kurumların nakit para taleplerinde artış görülmesi normal bir davranıştır. Nakit para talebinin artışı ise bankacılık sistemindeki mevduatların azalmasına bu yolla bankacılık sektörü açısından kar kaybının oluşmasına neden olarak finansal istikrar açısından önemli bir sorunu da beraberinde getirebilecektir. Bankacılık sektörünün karlılığının azalması sektörde özellikle mali bünyesi bozuk olan bankalar için önemli bir iflas sebebidir.
- Kısa Vadeli Faizlerin Para Politikası Aracı Olarak Kullanılmaları: Para politikası ile finansal sistemin ilişkisinin anlaşılabilmesi için vereceğimiz son örnek ise merkez bankalarının istikrarlı enflasyon hedeflerini tutturmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını araç olarak kullanmaları ile ilgilidir. Kısa vadeli faiz oranlarının fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hızlı ve geçici bir şekilde değiştirilmesi, ekonomik hayattaki başarısızlıkların söz konusu dalgalanmaya bağlı olarak artmasına neden olabilecektir. Başka bir deyişle istikrarlı olmayan faiz oranları ekonomik ajanların gelecek beklentilerinin olumsuz yönde değişmesine yol açmakta bu nedenle önemli kar kayıplarına sebep olabilmektedir. Bu durumda bankacılık sistemi ekonomik hayatta yaşanan başarısızlıklara bağlı olarak yine aktif kalitesinde sorunlar yaşayacak ve literatürde kredi sıkışması olarak bilinen ve sektörün ekonomiye sağladığı kredi miktarının azalmasına neden olan durumla karşı karşıya kalabilecektir.

Sinclair'in (2000) verdiği her üç örnekte aslında para politikası uygulamalarının finansal sistemde yaratması muhtemel sonuçların anlaşılabilmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Söz konusu örneklerde asıl unsur merkez bankalarının fiyat istikrarına yoğunlaşmak suretiyle uyguladıkları politikaların finansal sistemi de etkilemesidir.

Ancak iktisat bilimindeki birçok konuda olduğu gibi bu konuda da yukarıda sunulan uygulamaya yönelik örneklerin oluşmasının temelinde yatan teorik gerçekler vardır.

Literatürde para politikası ile finansal istikrar ilişkisinin sebeplerinin teorik olarak açıklanmasında; parasal aktarım mekanizması, ödeme sistemleri ve nihai borç verme makamı kavramlarına temas edildiği görölmektedir. Yukarıda verilen örneklerin daha iyi anlaşılabilmesi için bu kavramların sırasıyla teorik çerçevede kısaca tanımlanması gerekmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) terimler sözlüğünde<sup>6</sup> parasal aktarım mekanizması; para politikası kararlarının üretim, tüketim, istihdam gibi reel ekonomik aktiviteleri ekonominin kendi dinamikleri aracılığı ile etkilemesini sağlayan mekanizma olarak tarif edilmekte ve örnek olarak merkez bankasının kısa vadeli faizleri değiştirerek, enflasyon beklentileri, piyasa faiz oranları, bankacılık sisteminin vade uyumu (veya uyumsuzluğunu), para - kredi büyüklükleri ile aktif fiyatlarını etkilemesi ve belli bir süre sonra bu değişmelerin reel büyüklükler üzerinde etkili olması verilmektedir. Yapılan tanım ve verilen örnek parasal aktarım mekanizmasının finansal istikrarı nasıl etkilediğini açıkça göstermektedir.

Merkez bankalarının özellikle enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayanların temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında yapacağı değişiklikler, finansal sistemde direk etkisi bulunan varlık fiyatlarının artmasına/azalmasına, bu yolla bankacılık sisteminin hem kredi büyüklüklerinin hem de bu kredilere karşılık olarak aldığı ipoteklerin değerinde değişmelere neden olacaktır. Buna ilaveten piyasa faiz oranlarının merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranları ile olan sıkı ilişkisi, bankacılık

<sup>6</sup> [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen\\_sek/sozluk.htm#aktarim](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#aktarim)

sisteminin likiditesini, aktif kompozisyonunu<sup>7</sup> ve buna bağlı olarak vade uyumunu/uyumsuzluğunu da etkileyecektir.

Bankacılık sisteminde kırılganlığın yüksek olduğu dönemlerde merkez bankalarının parasal aktarım mekanizması yoluyla hedeflerine ulaşmasında da sıkıntılar oluşabilmektedir. Kırılganlık dönemlerinde merkez bankaları için en önemli sorun piyasanın ihtiyacı olan likiditenin tespitidir. Bu görevin başarıyla yerine getirilebilmesi için merkez bankaları finansal sistemin içinde bulunduğu durumu iyi bilmek ve duruma uygun faiz politikaları uygulayarak parasal aktarım mekanizmasının verimli bir biçimde çalışmasını sağlamak mecburiyetindedirler (Schinasi, 2003). Görüldüğü üzere parasal aktarım mekanizmasının çalışması ve buna uygun faiz oranlarının tespiti merkez bankalarının finansal sistem ile olan ilişkilerini ve bu nedenle uygulayacakları para politikalarındaki süreci ciddi boyutlarda etkilemektedir.

Ulusal ödeme sistemleri, para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebeplerinin teorik tespitinde ele alınacak olan ikinci kavramdır. Ulusal ödeme sistemleri, bankalararası fon aktarımlarında etkinlik sağlanması, ödeme riskinin en aza indirgenmesi, fon yönetiminde kolaylık sağlanması ve bankacılık sistemine yeni hizmetler sunma fırsatı verilmesi amacıyla kurulan ve ülkedeki para otoriteleri tarafından yürütölen sistemlerin tamamını ifade etmektedir<sup>8</sup>. Ulusal ödeme sistemlerinin piyasa işleyişinde herhangi bir sorun yaşanmadan varolabilmesi tanımdan da anlaşılacağı üzere finansal sistemin istikrarının sağlanması açısından büyük önem arz etmekte ve söz konusu sistemin tüm uygulamalarından sorumlu olan merkez bankaları için de büyük bir sorumluluğu beraberinde getirmektedir.

Merkez bankacılığı açısından sorunsuz bir biçimde işleyen ödemeler sistemi sistemik riskin önlenmesinde de birincil koşuldur. Uluslararası Takas Bankası (BIS) sistemik riski finansal sistemde yer alan kurumlardan birinin sözleşmelerden doğan yükümlölüklerini yerine getirmemesi durumunda diğer kurumlarında zincir etkisi ile finansal bozulmalar yaşaması ve tek bir kuruluşa bağlı olarak ortaya çıkan bir krizin tüm sistemi etkiler hale gelmesi olarak

<sup>7</sup> Aktif kompozisyonunda değişiklik olmasından kastedilen piyasa faiz oranlarında azalmaya bağlı olarak bankaların daha az likit aktiflere plasman yapmaları veya stok plasmanlarını artırmalarıdır.

<sup>8</sup> <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/osi/l1Tr.htm>



tanımlamıştır<sup>9</sup> (Kaufman ve Scot, 2003). Sağlıklı bir ödemeler sistemini oluşturmak ve bu sistemin sorunsuz bir şekilde işlemlerini sağlamakla yükümlü olan merkez bankaları bu yolla mikro seviyede yaşanan finansal bozulmaların tüm finansal sistemini etkilemesini engelleyecek ve finansal istikrarın bozulmasına müsaade etmeyecektir.

Para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebeplerinin tespitinde ele alınacak olan üçüncü ve son kavram ise merkez bankalarının nihai borç verme makamı olmalarına ilişkindir. Nihai borç verme makamı olarak merkez bankaları, para otoritesi olma sıfatları ve finansal istikrarı sağlama yükümlülükleri nedeniyle, sistemde ortaya çıkan fon açıklarının piyasadan karşılanamaması halinde, son başvuru mercii haline gelmekte ve bazı imkânları bankacılık sistemine sağlamaktadırlar. Özellikle likidite sıkışıklıklarının yoğun olduğu dönemlerde merkez bankaları bu fonksiyonlarını yerine getirerek finansal istikrarsızlıkların önüne geçebilmektedirler. Kumcu (1999) merkez bankalarının nihai borç verme makamı olma işlevine sahip oluşunu;

“Sistem likidite krizine girdiğinde ihtiyaç duyulan likidite, merkez bankalarınca sağlanır. Sistemin likidite sıkışıklığı nedeniyle bankacılık sistemi kağıttan bir şato gibi devrilmez.”

şeklinde yorumlamaktadır.

Schioppa (2003) nihai borç verme makamı kavramına acil likidite yardımı olarak yaklaşmıştır. Schioppa'ya (2003) göre acil likidite yardımı hem merkez bankalarının gerekli hallerde piyasa işlemleri yoluyla tüm sisteme likidite sağlaması hem de gerekli hallerde ihtiyaç halindeki bankalara acil kredi açması şeklinde gerçekleşebilmektedir.

Çalışmamızın bu kısmında hem verdiğimiz örneklerde hem de teorik olarak ele aldığımız kavramlarda merkez bankalarının para politikası uygulamalarının finansal sisteme etkisi net bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Bir sonraki kısımda merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında kullandığı araçlar incelenerek, teorik olarak kurulan ilişkinin pratikte nasıl geliştiği anlatılacaktır.

---

<sup>9</sup> Tek bir finansal kuruluşun ödemelerinde bir sorun olarak başlayıp tüm finansal sistemin ödeme sorunu yaşamasına neden olan bu durum literatürde domino etkisi olarak da bilinmektedir.

## 2.1.2. Merkez Bankalarının Finansal İstikrarı Sağlamada Kullandığı Araçlar

Bir önceki kısımda para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki teorik olarak parasal aktarım mekanizması, ödeme sistemleri ve merkez bankalarının nihai borç verme makamı olmaları kavramları ile açıklanmıştır. Bu noktada teorik olarak yapılan açıklamaların merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamada kullandığı araçların incelenmesi yoluyla pratikte ne şekilde gerçekleştiğinin açıklanması gerekmektedir.

Literatürde merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması amacıyla kullandığı araçların neler olduğu ve bunların finansal istikrar ile ilişkisini açıklayan en çarpıcı iki çalışma, Schioppa (2002) ve Sinclair (2000) tarafından hazırlanan çalışmalardır. Aşağıda bu çalışmalarda yer alan ve konuyu özetleyen tablolar sunulmaktadır (Tablo 2.1 ve Tablo 2.2).

**TABLO 2.1. MERKEZ BANKALARINCA FİYAT İSTİKRARI İLE FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASI AMACIYLA KULLANILABİLECEK ARAÇLAR**

	Araç	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar	
			Sistem Bazında	Kuruluş Bazında
1	Para Politikası Stratejisi	XX	X	
2	Kısa Dönem Faiz Oranları	XX	X	
3	Piyasa İşlemleri	XX	X	
4	Ödeme Sistemleri		XX	
5	Kamu Otoriteleri ile Özel Ekonomik Birimler Arasındaki İletişim	XX	Ø	Ø
6	Acil Likidite Desteği		XX	XX
7	Kriz Koordinasyonu		Ø	ØØ
8	İhtiyatlı Düzenleme		O	OO
9	İhtiyatlı Gözetim		O	OO
10	Mevduat Sigortası		O	OO

Açıklamalar: İki sembol (XX, ØØ veya OO) = aracın temel kullanımı  
Tek sembol (X) = aracın ek kullanımı  
X = gözetim gücü olmaksızın merkez bankasının aracı  
O = merkez bankası dışındaki otoritelerin elindeki araçlar  
Ø = her ikisi için uygun araçlar

Kaynak: Schioppa, 2002

Tablo 2.1’de 10 politika aracı sıralanmaktadır. Sıralamaya dikkat edilirse ilk 3 araç olan; para politikası stratejisi, kısa dönem faiz oranları ve piyasa işlemleri merkez bankalarının para politikası çerçevesinde asıl itibarıyla fiyat istikrarını sağlayabilmek için kullandıkları araçlardır. Aynı tabloda son 3 sırada ise direk olarak finansal sistem istikrarının

sağlanmasına yönelik denetim ve gözetim amaçlı araçlar yer almaktadır. Son 3 araç olan; ihtiyatlı düzenleme, ihtiyatlı gözetim ve mevduat sigortası günümüz ekonomik kurumsal yapısı altında genelde merkez bankaları dışında yapılan ve yalnızca bankacılık sisteminin denetimi ile gözetiminden sorumlu özerk kuruluşlar tarafından kullanılan araçlardır.

Tablo 2.1'deki diğer araçlar başka bir deyişle ödeme sistemleri, kamu otoriteleri ile özel ekonomik birimler arasındaki iletişim, acil likidite desteği ve kriz koordinasyonu araçları ise Schioppa (2002) tarafından merkez bankaları açısından "paylaşılan ortak araçlar" olarak nitelenmektedir. Söz konusu araçların bu şekilde nitelendirilmesinin sebebi denetim ve gözetim yetkisi olmayan merkez bankalarının bu araçları kullanarak finansal sistem istikrarına katkıda bulunuyor olmalarıdır. Başka bir ifadeyle sanılanın aksine merkez bankaları denetim ve gözetim otoritesi olmadıkları durumlarda, finansal istikrarın oluşmasına yalnızca para politikası ve buna bağlı araçlarla değil, bunun dışında ödeme sistemleri, kamu ve özel ekonomi birimlerine yorumlar, acil likidite desteği ve kriz koordinasyonu araçları ile de destek verebilmektedir.

İlk 3 aracın önemine bir önceki kısımda değinilmiş olması ve son 3 aracın ise merkez bankalarından çok bankacılık denetim otoritelerince kullanılan araçlar olması sebebiyle, çalışmamızın bu kısmında yalnızca "paylaşılan ortak araçlar" içerisinde yer alan araçlardan, kamu otoriteleri ile özel ekonomik birimler arasındaki iletişim ile kriz koordinasyonu araçları üzerinde durulacaktır<sup>10</sup>.

Merkez bankalarının "Kamu Otoriteleri ile Özel Ekonomik Birimler Arasındaki İletişim" aracı yoluyla finansal istikrarı etkilemeleri genelde finansal istikrar raporları, istatistikler ve basın duyuruları aracılığıyla gerçekleşmektedir. Merkez bankalarının söz konusu yollarla yaptığı yorumlar yeni bir bilgi içermediği hallerde bile, piyasayı etkileyici bir unsur olabilmektedir. Bu durumda sinyal etkisi yoluyla piyasalar pozisyon alabilmektedir.

---

<sup>10</sup> Bir önceki kısımda ödeme sistemleri ve acil likidite desteği kavramlarına da değinilmiştir. Bu nedenle Schioppa (2000) tarafından "arada kalmış araçlar" olarak ele alınan ödeme sistemleri ve acil likidite desteği araçlarına da bu bölümde değinilmeyecektir.

Kamu otoriteleri ile özel ekonomik birimler arasındaki iletişim aracı ile finansal istikrarın sağlanmasına en güzel örnek, Schwartz (1995) çalışmasında belirtilen ve fiyat istikrarındaki dalgalanmaların oluşturduğu yatırım kararlarındaki dengesizliklere ilişkindir. Ekonomik ortamda dalgalanmalar yaratabilecek para politikalarının ekonomik ajanların alternatif yatırım kararlarında olumsuzluğa ve etkinlik kaybına yol açabilecek olması merkez bankalarınca göz önünde bulundurulabilir ve yapılacak duyuru veya hazırlanacak raporlarla kamuoyunun daha etkin yatırım kararları alması sağlanarak finansal istikrara ulaşılması sağlanabilir. Heinemann ve Illing (2000) yaptıkları çalışmada politika uygulamalarının daha şeffaf bir biçimde kamuoyu ile paylaşılmasının makroekonomik dengesizliklerin oluşmasında önemli bir yer tutan spekülatif atakların oluşmasını engellediği sonucuna varmışlardır.

Bu kısımda ele alınacak diğer araç ise Tablo 2.1'de kriz koordinasyonu başlığı altında yer almaktadır. Schioppa'ya (2002) göre, merkez bankaları tıpkı bir ülkenin ordusunun savaş öncesinde savaşa hazır olmak durumunda olduğu gibi kriz oluşmadan önce herhangi bir kriz ihtimaline karşı gerekli hazırlıkları yapması gerekmektedir. Bu hazırlıklardan başlıcası ise merkez bankaları ile finansal sistemin düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumlu olan otoritelerin herhangi bir kriz durumunda ne şekilde koordinasyon kurmaları gerektiğinin önceden belirlenmesidir. Özellikle kriz dönemlerinde farklı otoritelerin sistemik risk arz eden konular ve bunların çözülmesi konusunda kullanılacak araçlara ilişkin olarak farklı algılamalara sahip olmaları, finansal istikrarın korunması ve/veya devam ettirilmesi açısından önemli bir sorun teşkil edebilmektedir.

Merkez bankalarının finansal sistem istikrarını sağlama konusunda kullandığı araçlara ilişkin diğer bir çalışma ise Sinclair'e (2000) ait çalışmadır. 13'ü gelişmiş, 16'sı gelişmekte olan ve 8'i geçiş ekonomisi olmak üzere toplam 37 ülkede yapılan bir ankete yer verilen çalışmada, söz konusu ülkelerdeki merkez bankalarının finansal istikrarda kullandığı araçlar hakkında bilgi verilmek suretiyle finansal istikrara ne şekilde etkide

bulunduğu analiz edilmektedir<sup>11</sup> (Tablo 2.2). Tabloda soldan başlayarak ilk 13 ülke gelişmiş sonraki 16 ülke ise gelişmekte olan ülkeleri kapsamaktadır.

Tablo 2.2'de merkez bankalarının finansal istikrar fonksiyonlarını yerine getirmekte (denetim ve gözetim yetkilerinin de merkez bankalarında olduğu varsayımı altında) 4 ana araçları olduğu kabul edilmiştir. Bu araçlar ise sırasıyla ödeme sistemleri hizmetleri, kriz çözümüne katılım, düzenleme-gözetim ve muhasebe standartları ana başlıkları altında toplanmıştır.

Tabloda kullanılan araçlar ve bu araçların finansal istikrara etkisi analiz edilirken dikkat çeken en önemli hususlardan ilki, bütün ülke merkez bankalarının finansal sistem istikrarına etki de bulunurken ödeme sistemleri hizmetlerini bir araç olarak kullanmalarındadır. Kriz çözümüne katılım ana başlığı altında incelenen ve asıl itibarıyla merkez bankalarının nihai borç verme makamı olmaları ile ilgili olan piyasaya ve bankalara acil likidite desteği aracını da hemen hemen bütün merkez bankalarının finansal istikrara katkıda bulunmak amacıyla kullandığı görülmektedir. Bu konuda istisna ülkeler merkez bankalarının para kurulu olarak görev yaptığı ve bu nedenle nihai borç verme makamı olma araçlarını kullanmadığı Arjantin ve Peru'dur. Merkez bankaları bankalara acil likidite sağlama konusunda önemli bir işlev üstlenirken aynı durumun banka dışı mali kurumlar söz konusu olduğunda benzer şekilde gelişmediği görülmektedir. Öte yandan merkez bankaları acil ödeme gücü desteğini acil likidite desteğinde olduğu gibi genel bir finansal istikrara katkıda bulunma aracı olarak görmemektedirler.

Merkez bankalarının finansal istikrara katkıda bulunmada kullandıkları ve yine kriz çözümü başlığı altında yer alan güvenilir aracılık aracı da günümüzde birçok merkez bankası tarafından kullanılmaktadır. Özellikle sistemik risk kaygılarının ön plana çıktığı dönemlerde söz konusu aracın kullanımını artmaktadır.

Yine kriz çözümüne katılım başlığı altında ele alınan ve merkez bankalarının başarısızlığa uğrayan kuruluşlar için varlık satışları ve benzeri çözümleri yönetmesi, söz konusu satışlar için yetki vermesi veya süreci gözetlemesi amacıyla yaptığı çalışmaları kapsayan "çözüm" aracı da özellikle

---

<sup>11</sup> Çalışmamızda yalnızca gelişmiş ve gelişmekte olan 29 ülkeye ait anket sonuçlarına yer verilmiştir.

gelişmekte olan ülke merkez bankaları tarafından kullanılmaktadır. Söz konusu aracı gelişmiş ülkeler arasında Singapur, Hollanda, Yeni Zelanda ve Danimarka merkez bankalarının kullandığı görülmektedir ki, bu ülkelerde bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve gözetimi işlevlerinin de merkez bankalarının kontrolü altında olduğu göz ardı edilmemelidir.

Sinclair'e (2000) göre mevduat sigortası uygulaması da merkez bankalarının finansal sistem istikrarına katkı sağlamak için kullandıkları araçlar arasında yer almaktadır. Ancak çalışmaya göre bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında yalnızca 7 ülke söz konusu aracı kullanmaktadır. Bu durum özellikle ekonomi literatüründe mevduat sigortalarının yaratması muhtemel temel sorun olarak geçen "ahlaki risk" sorununun hemen bütün merkez bankaları tarafından anlaşılır hale gelmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Çalışmada ilgi çeken diğer bir hususta bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve gözetimi konusunda gelişmiş ülkelerde, yaşanan son gelişmelere ve eğilimlere uygun olarak merkez bankalarının yetkilerinin özerk düzenleme ve gözetim otoritelerine devredilmiş olduğudur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda ise hala merkez bankaları finansal sisteminin düzenlenmesi ve gözetiminden sorumlu olarak görev yapmaya devam etmektedirler. Finansal sistemin düzenlenmesi ve gözetiminden sorumlu olan yeni özerk kurumların oluşturulması, kriz çözümüne katılım başlığı altında ele alınan güvenilir aracılık, çözüm ve yasal araçlarının da merkez bankalarının kontrolünden çıkıp söz konusu kurumlara devredilmesini beraberinde getirmiştir.

**TABLO 2.2. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE MERKEZ BANKALARININ FİNANSAL İSTİKRAR FONKSİYONU**

Finansal İstikrar Fonksiyonu	Tanım	Singapur	Hollanda	İrlanda	HongKong	Yeni Zelanda	Finlandiya	Danimarka	İsviçre	Kanada	Güney Kore	Avustralya	Norveç	İngiltere	Malezya	Mali	Hindistan	Sri Lanka	Uganda	Malawi	Ajanin	Brezilya	G. Afrika	Tayland	Zimbabve	Kırs	Endonezya	Meksika	Şili	Peru
		<b>Ödeme Sistemleri Hizmetleri</b>	Döviz dağıtım, ödeme bilançolarının provizyonu, elektronik ödemeler, çek takası ve ödeme sistemlerinin genel gözetimi işlevlerinden bazıları veya hepsi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Kriz çözümüne katılım</b>																														
Piyasaya acil likidite desteği	Bir kriz boyunca para piyasalarına likidite provizyonu	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mudilere acil likidite desteği	Likit olmayan mudilere doğrudan borç verme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mudilere acil ödeme gücü desteği	Borç ödeme kabiliyeti olmayan mudilere doğrudan borç verme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mudi olmayanlara acil likidite desteği	Likit olmayan mevduat dışı kuruluşlara doğrudan borç verme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mudi Olmayanlara acil ödeme gücü desteği	Borç ödeme kabiliyeti olmayan mevduat dışı kuruluşlara doğrudan borç verme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Güvenilir aracılık	Sorunlu durumlarda özel sektör çözümlerini üretme ve organize etme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Çözüm	Başarısızlığa uğrayan kuruluşlar için varlık satışları ve benzeri çözümlerin yönetilmesi, yetki verilmesi ve gözetilmesi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Yasal	Başarısızlığa uğrayan kuruluşların kreditorlerinin kuruluşla ilgili hukuki sorunlarının çözülmesi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mevduat Sigortası	Mevduatları veya diğer hanehalkı finansal varlıkları sigortalar	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Düzenleme ve Gözetim</b>																														
Banka düzenlemesi	Bankaların (ve diğer mevduat kabul eden kuruluşların) bağlı kalmak durumunda olduğu sermaye ve diğer genel ihtiyatlı düzenlemelerin yapılması	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Banka gözetimi	Bankaların düzenlemelere uymalarını sağlamak amacıyla denetler	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Bankacılık sektörü iş ahlakı kurallarının tespiti	Bankaların, bankacılık sektörü iş ahlakı kuralları ile uyumlarını yazar veya izler	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Banka dışı finansal düzenleme	Banka dışı kuruluşların bağlı kalmak durumunda olduğu sermaye ve diğer genel ihtiyatlı düzenlemeleri yazar	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Banka dışı finansal gözetim	Banka dışı kuruluşların (tamamı olmak zorunda değil) düzenlemelere uymalarını sağlamak amacıyla denetler	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Banka dışı sektörlerin iş ahlakı kurallarının tespiti	Banka dışı kuruluşların iş ahlakı kuralları ile uyumlarını yazar, veya izler	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Banka kuruluş ve faaliyet esaslarını belirleme	Bir bankanın kurulması, faaliyeti ve kapanması ile ilgili kararların verilmesinde yetkilidir.	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Muhasebe Standartları</b>	Tek düzen muhasebe sistemini kurar ya da kurulmasına katılımda bulunur	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Kaynak: Sinclair (2000)

Sonuç olarak ele alınan her iki çalışmada da merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama konusunda oldukça önemli araçlara sahip olduğunu ve bu araçların sanılanın aksine yalnızca klasik para politikalarından ibaret olamayacak kadar geniş olduğunu ortaya koymaktadır.

Yukarıda para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki hem teorik olarak ilişkilendirilmiş hem de merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama konusunda kullandığı araçlara yer verilmek suretiyle teorik ilişkinin detay olarak anlaşılmasına olanak sağlanmıştır. Bundan sonraki kısımda ise para politikaları ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin şekli üzerinde durulacak ve söz konusu ilişkinin sinerji mi yoksa çelişki mi yarattığı tespit edilmeye çalışılacaktır.

## **2.2. Para Politikası ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişkinin Şekli**

Finansal istikrar ile para politikası arasındaki ilişkinin bir çelişkimi yoksa bir sinerjimi olduğunu tespit edebilmek için yapılan çalışmalarda karşılaşılan en önemli sorun, yine finansal istikrarın tanımlanamamasına ilişkindir. Bu nedenle aşağıda değineceğimiz makalelerin her birinde bu konudaki çekincelere yer verilmiş ve her bir makalede farklı bir finansal istikrar tanımı temel alınmak suretiyle para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki anlaşılmaya çalışılmıştır.

Literatürde finansal istikrar ile para politikası arasında ilişkinin değerlendirilmesiyle ilgili analizlerdeki en önemli ayrımın, söz konusu ilişkinin şekliyle ilgili olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle söylemek gerekirse bir kısım yazarlar para politikalarının yaratacağı sonuçlar itibariyle finansal istikrarla çelişmeyeceği veya sinerji yaratacağı yönünde görüş bildirirken, diğer bir kısım yazarlar ise duruma daha şüpheli bir bakış açısıyla yaklaşmakta ve para politikasının bazı sonuçlarının veya uygulanma şeklinin finansal istikrarın korunmasında sorun yaratabileceğini öngörmektedirler.

Aşağıda her iki analiz tarzı detaylı bir biçimde incelenecek ve her bir tarz için literatürdeki yaklaşımlar hakkında bilgiler sunulacaktır<sup>12</sup> (Issing, 2003).

---

<sup>12</sup> Issing (2003) para politikası ve finansal istikrar ilişkisi ile ilgili olarak yaptığı ayrımın geleneksel analiz tarzı ile ekonomide yeni çevre hipotezi ayrımında bulunmak suretiyle her iki gruptaki ekonomistlerin görüşlerini incelemiştir.



### 2.2.1. Geleneksel Analiz Tarzı

Geleneksel analiz tarzı para politikasının hedef ve sonuçlarının finansal sistem istikrarında herhangi bir çelişkiye yol açmadığı görüşündedir. Bu görüşün temel mantığı enflasyonun varoluşunun, finansal istikrarsızlığın başlı başına ana sebebi olduğudur. Başka bir deyişle enflasyonist makroekonomik ortam, ekonomideki ajanların gelecek getirileri ile ilgili beklentilerini olumsuz yönde etkilemekte, böylece asimetrik enformasyon sorunu daha da derinleşmekte ve sonuç olarak finansal sistemin mekanizması hem borç vericiler hem de borç alıcıları açısından bozulmuş olmaktadır. Bunlara ilave olarak, yüksek enflasyonlu bir ekonomik ortamda gerçek yatırımlarda ve de dolayısıyla buna bağlı varlık fiyatlarında reel olmayan yüksek fiyatlarla karşı karşıya kalınmaktadır. Aynı şekilde, aşırı kredi büyümesi ve merkez bankalarının gereğinden fazla piyasa likiditesi sağlaması da finansal sistemde istikrarsızlık sorununu derinleştirmektedir.

Yukarıdaki gerekçeler göz önüne alındığında, geleneksel analiz tarzının iyi bir para politikası uygulaması ile birlikte ulaşılabilecek istikrarlı fiyat düzeyinde herhangi bir finansal istikrarsızlık sorunu görmediğini söylemek mümkün olmaktadır. Bu bir anlamda istikrarlı fiyat düzeyinin hemen hemen finansal sistem istikrarı için yeterli olduğu görüşünü ortaya çıkarmaktadır. Schwartz (1995) yaptığı çalışmada, fiyat istikrarını hedef edinmiş bir para politikası uygulamasının hem oluşum şansı hem de etkinliği açısından finansal sistem kırılganlıklarını engelleyici bir yönü bulunduğunu ifade etmektedir. Yazar aynı makalede parasal istikrarı sağlamada başarılı olan merkez bankalarının nihai borç verime mercii olarak müdahaleler yapma gerekliliğini örtülü olarak da olsa azalttığı tespitinde bulunmaktadır. Bu tespit ise, finansal istikrarsızlıkların temel kaynağının fiyat seviyesindeki dalgalanmalardan kaynaklandığı gerekçelerine dayandırılmıştır.

Geleneksel analiz tarzının, para politikası ile sağlanacak fiyat istikrarının finansal sistemin de istikrarını sağlamakta en önemli kaynak olduğunu düşünmesinin diğer bir sebebi de, ekonomik ortamda dalgalanmalar yaratabilecek para politikalarının ekonomik ajanların alternatif yatırım kararlarında olumsuzluğa ve etkinlik kaybına yol açabilecek olmasından kaynaklanmasıdır. Enflasyonist ekonomik ortamın gelecek reel getirileri için

yaratacağı anormal yüksek beklentiler borçlanma miktarında artışa sebep olacak ve bu durum geri dönmeme riski ihtimalini artırmak suretiyle gelecek dönemler için finansal istikrarın korunmasında zorluklara yol açabilecektir (Schwartz, 1995).

Fiyat seviyelerinin dalgalı bir seyir izlemesi sonucu oluşması muhtemel finansal istikrarsızlık durumu günümüz ekonomi literatüründe sıkça karşılaşılan asimetrik enformasyon sorununun ortaya çıkmasında da önemli bir etkidir. Ekonomideki fiyat seviyelerinin dalgalı bir hal alması, yönetim zafiyetlerinin oluşmasında ve bunun muhasebe anlamında şirketlerin finansal tablolarına yansımaya oldukça uygun bir ortam hazırlayacaktır.

Para politikası uygulamalarıyla sağlanacak fiyat istikrarının finansal sistem istikrarı için yeterli olduğunu düşünen geleneksel analiz tarzına mensup ekonomistler yanında, olaya daha esnek bakmak suretiyle fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanmasında yalnızca teşvik edici rolü olduğunu söylemekle yetinen ekonomistlerde mevcuttur.

Bu gruba dâhil olan Bordo ve Wheelock (1998) yaptıkları çalışmada Schwartz'a ait hipotezi test etmek amacıyla ABD, İngiltere ve Kanada için finansal sistem istikrarsızlıklarının olduğu dönemlerde ekonomideki fiyat seviyelerini analiz etmişlerdir. Söz konusu çalışmada finansal istikrarsızlık dönemlerinin aynı zamanda fiyat seviyelerindeki istikrarsızlıkların yüksek olduğu dönemde oluştuğu tespit edilmiş, özellikle deflasyon dönemlerde finansal istikrarsızlıkların arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ancak belki de bu ekonomistlerin fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanmasında yalnızca teşvik edici rolü olduğunu söylemekle yetinmelerine, söz konusu sonuçların her dönemde geçerli olmayışı neden olmuştur. Çünkü çalışmada 19. yüzyılın sonu ile 20. yüzyılın başlarında ABD'de oluşan şiddetli bankacılık krizlerinin nispeten daha istikrarlı fiyat düzeylerinin var olduğu bir ortamda gerçekleştiği tespiti yer almaktadır. Sonuç olarak, Schwartz (1995) ile karşılaştırıldığında Bordo ve Wheelock (1998) parasal istikrarın sağlanmasının finansal istikrara ulaşılmasında önemli bir teşvik edici unsur olarak ifade etmekle yetinmektedir.

Dikkat edilirse her iki çalışmadaki temel benzerlik, para politikası uygulamalarıyla finansal istikrar arasında genel bir çelişkidir söz

edilmemesidir. Ancak günümüz ekonomik ortamında genel kabul gören gerçeklerden biri de, finansal sistemdeki krizlerin istikrarlı fiyat seviyelerinde de oluşabileceğidir. Başka bir deyişle, finansal istikrarın sağlanması için fiyat istikrarı gerekli olmakla beraber yeterli bir koşul olamamaktadır. Bu durum geleneksel analiz tarzının kabulü olan “para politikaları ile sağlanacak fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli veya teşvik edici olması” hipotezinin de yeniden sorgulanmasını beraberinde getirmektedir. Bu amaçla diğer bölümde ekonomide yeni ortam hipotezi başlığı altında para politikası ve finansal istikrar ilişkisi incelenmeye çalışılacaktır.

### **2.2.2. Ekonomide Yeni Ortam Hipotezi**

Finansal sistem istikrarının sağlanabilmesi için para politikaları sonucu ulaşılabilecek fiyat istikrarının yeterli olduğu görüşünün, günümüz ekonomik gerçekleriyle çok bağdaşmadığı yaşanan finansal krizlerle açık bir şekilde görülmektedir. Bu durum yukarıda atıfta bulunduğumuz Bordo ve Wheelock (1998) tarafından yazılan makalede de daha önce değinildiği üzere aynı şekilde ifade edilmiştir.

Issing'e göre (2003) para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerinde önemli sonuçları olmakla beraber, fiyat istikrarının tek başına hedeflenerek finansal sistem istikrarının göz ardı edilmesi para politikasının optimal politika olamama ihtimalini beraberinde getirmektedir. İşte ekonomide yeni ortam hipotezini geleneksel analiz tarzından ayıran temel nokta, fiyat istikrarının finansal istikrar için tek başına yeterli olmayışı veya başka bir deyişle parasal istikrarın sağlanabilmesi için uygulanacak para politikası araçlarının bazı durumlarda sinerjiden çok çelişki de yaratabileceğidir.

Ekonomide yeni ortam hipotezinin daha iddialı analizlerinden biride, geleneksel analiz tarzının savunduğunun tersine, fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığı hatta finansal istikrarsızlığın meydana gelmesindeki asli unsurun finansal dengesizlikler olduğu yönündedir.

Borio ve Love (2002) bu analize ulaşılmasının temel nedenini; düşük ve istikrarlı enflasyon dönemlerinde finansal istikrarın oluşmasının teşvik edilebileceği, ancak söz konusu dönemlerde finansal dengesizliklerin, enflasyonda herhangi bir anormal değişiklik olmamasına karşın, istikrarsızlık

yaratabileceği gerçeği ile açıklamaktadırlar. Söz konusu çalışmada Japon ekonomisine atıfta bulunulmak suretiyle 1980'li yıllarda ülkenin düşük enflasyon dönemlerinde herhangi bir fiyat istikrarı sorunu olmaksızın, finansal dengesizlikler sonucu nasıl ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldığı tartışılmaktadır.

1986, 1987 ve 1988 yılları itibariyle Japon ekonomisindeki tüketici fiyat endeksinin (TÜFE) sıfır düzeyinde gerçekleştiği, bu rakamın 1990 yılı sonundaki gelişmelerle ancak % 3,9 düzeyine ulaştığı tespitinde bulunulmakta<sup>13</sup>, ancak aynı dönemde Japon menkul kıymetler endeksinin 3 kat arttığı ve ticari gayrimenkul fiyatlarında ise 3 kattan fazla artış görüldüğü ifade edilmektedir. Ülke ekonomilerinin finansal sistemlerinde oldukça önemli bir yer tutan menkul ve gayrimenkul piyasalarında yaşanan önemli dalgalanmaların finansal dengesizlikler yaratmak suretiyle finansal istikrarsızlık oluşmasında önemli bir etken olduğu ise bugün ekonomi literatüründe dile getirilmiştir.

Tez çalışmamızın sonraki bölümlerinde enflasyon hedeflemesinde ve düşük enflasyon dönemlerinde finansal istikrar konusunda detaylı bir bilgi sunulacak olmasına karşın, bu bölümde de düşük enflasyon dönemlerinde oluşan finansal dengesizliklerin sebeplerini kısaca belirtmekte fayda vardır. Düşük enflasyon dönemlerinde oluşan finansal dengesizliklerin başlıca sebepleri (Borio ve Love, 2002);

- Özellikle gelişmekte olan ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanan ekonomik stabilizasyon programları ve buna bağlı oluşan aşırı iyimserlikler,
- Ekonominin arz kısmında yaşanan olumlu gelişmeler ve bunun varlık fiyatları üzerinde yarattığı anormal fiyat artışları,
- Oldukça yüksek kredibiliteye sahip para politikaları,

olarak açıklanmaktadır.

---

<sup>13</sup> Aynı çalışmada 1980'li yıllarda Japon ekonomisinde yaşanan gelişmelerin sıra dışı kabul edilebileceği ihtimali de göz ardı edilmemiş ve finansal dengesizliklerin finansal istikrarsızlıkların oluşmasında temel unsur olduğunu ispat etmek amacıyla 1997 yılında Asya ülkelerinin hemen hepsinde etkili olan ekonomik kriz öncesi bu ülkelerde enflasyonist bir baskı olmadığı hatta birçoğunda enflasyonun düşme eğilimi içinde olduğu ifade edilmiştir.

Bu bölümü bitirmeden önce dikkat çekilmesi gereken önemli diğer bir husus ise ülkemiz ekonomisinde para politikası ile finansal istikrar ilişkisinin anlaşılma şekli ile ilgilidir. Daha öncede ifade edildiği üzere para politikası ile finansal istikrar kavramları arasındaki ilişki konusunda ne geleneksel analiz tarzı ne de ekonomide yeni çevre hipotezi tam olarak durumu açıklamakta yeterli olamamaktadır.

Bunun en tipik örneğini ülkemiz ekonomisinde yaşanan 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizi ardından yapılan tartışmalarda görmek mümkündür. Söz konusu dönemde yaşanan krizler ardından birçok ekonomik analizde, sabit kura dayalı para politikasının bankacılık sisteminde gerekli yapısal reformlar yapılmadan uygulanmış olmasının krizlerin etkisini daha da artırdığı ifadesi yer almaktadır ve bu analiz kanımızca son derece haklı bir ifade niteliği taşımaktadır. Bu durumda ülkemizde yaşanan krizler temel alındığında parasal istikrarın finansal istikrar için yeterli olduğu veya en azından teşvik ettiği görüşü yerine, bunun tam tersine finansal istikrarın parasal istikrarı sağlamakta gerekli olduğu görüşüne de varılabilir. Ancak ülkemizde aynı dönemde diğer bir ekonomik analizde ise parasal istikrarın sağlanması için uygulanan sabit kura dayalı para politikasının bankacılık sisteminde döviz kaynaklarının Türk Lirası (TL) olarak yapılan plasmanlarını artırmak suretiyle vade uyumsuzluğunu artırdığı, bu durumun ise likidite ve faiz risklerini artırmak suretiyle bankacılık sistemini krize sürüklediği ifadesine rastlanmaktadır. Söz konusu ifade de bir önceki analizde olduğu gibi kanımızca haklılık payı yüksek bir analizi içermektedir. Sonuç olarak para politikaları ile ulaşılabilecek fiyat istikrarının, finansal sistem istikrarını sağlama konusunda çelişki mi yoksa sinerji mi yarattığı konusu ekonomi literatüründe hala üzerinde uzlaşmaya tam olarak varılmamış bir konu olarak varlığını ve önemini korumaktadır.

Kanımızca ekonominin bugün içinde bulunduğu konjonktür itibarıyla para politikası ile finansal istikrar ilişkisi ekonomide yeni çevre hipotezine daha yakın olmakla beraber özellikle ülkemiz ekonomisi göz önüne alınarak bakıldığında söz konusu ilişkinin "birbirine sıkı sıkıya, ancak makroekonomik koşullara göre değişiklikler gösterebilecek düzeyde bağlı olduğu şeklindedir". Nitekim TCMB tarafından Ağustos 2005'de yayınlanan Finansal İstikrar Raporu'nun kamuoyuna tanıtımı amacıyla yapılan basın toplantısında,

Başkan Serdengeçti finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki ilişkiye aynı bakış açısıyla değinmekte ve şu açıklamayı yapmaktadır<sup>14</sup>:

“Her ikisinin arasındaki ilişkiye baktığımızda, öncelikle enflasyon, özellikle de kronik enflasyon, yol açtığı belirsizlik ortamı sebebiyle finansal istikrarsızlığın başlıca nedenlerinden bir olarak karşımıza çıkmaktadır. Yüksek enflasyon, en basit anlatımla, ekonomideki faiz oranları gibi finansal fiyatlar da dahil olmak üzere göreceli fiyatların sinyal görevi görmesini engeller. Dolayısıyla, hem para hem de kredi piyasaları enflasyon ve yarattığı karışıklıktan olumsuz etkilenir. Diğer bir ifadeyle, uzun vadede fiyat istikrarı sağlanmadan güçlü bir finansal istikrarın sağlanması neredeyse imkansızdır. Dahası, güvenilir para politikaları ile sağlanmış fiyat istikrarı, finansal sistemde belirsizlik olduğunda ve finansal dengesizliklerle karşılaşıldığında ekonomi için bir avantajdır.

Diğer taraftan bakıldığında ise, güçlü ve etkin işleyen bir finansal sistemin varlığının ekonomiye sağladığı fayda, finansal istikrarın sağlanması için son derece önemlidir. Ancak iyi işleyen bir finansal sistem, merkez bankası kararlarının reel ekonomiyi istenen şekilde ve istenen sürede etkilemesini sağlayabilir. Finansal sistemdeki dengesizlikler ise para politikasının finansal aktarım kanalının sağlıklı çalışmasını engeller. Diğer bir ifadeyle, etkin bir para politikası için etkin işleyen bir finansal sistem gereklidir. Güçlü bir finans kesimi, bir yandan para politikasının etkinliğini artırırken, öte yandan ekonominin dışsal şokları daha kolay atlama için gerekli esnekliği de sağlar.”

Bir sonraki bölümde değişik para politikaları altında finansal istikrarın durumunun incelenmesi amacıyla, öncelikle merkez bankalarınca kullanılan para politikası stratejilerinin ve hedeflerinin günümüzdeki durumu ele alınacak ve her bir para politikası stratejisinde finansal istikrarın ne şekilde etkilendiği tartışılacaktır.

### **2.3. Değişik Para Politikaları Altında Finansal İstikrarın Durumu**

Genel olarak para politikası ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin ne şekilde gerçekleştiği bir önceki kısımda geleneksel analiz tarzı ve ekonomide yeni ortam hipotezi ile açıklanmıştır. Ancak kanımızca para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin daha net anlaşılabilmesi için, her bir para politikası stratejisi altında finansal istikrarın ne şekilde etkilendiği de ele alınmalıdır.

Günümüz ekonomi literatüründe merkez bankalarınca uygulanmakta olan para politikası stratejileri 3 ana başlık altında toplanmaktadır. Bu stratejiler döviz kuru hedefleme stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve son olarak enflasyon hedefleme stratejisidir. Merkez bankalarının para politikası

---

<sup>14</sup> <http://www.tcmb.gov.tr>

ile ulaşmaya çalıştıkları hedefler ise literatürde fiyat istikrarı ve finansal istikrar ana başlıkları altında toplanmaktadır.

Bu kısımda öncelikle her 3 para politikası stratejisi ve para politikası hedefleri hakkında özet bilgilere yer verilecek daha sonrada değişik para politikası stratejileri altında finansal istikrarın gösterdiği eğilimin ne olduğu tespit edilmeye çalışılacaktır.

### **2.3.1. Merkez Bankalarınca Kullanılan Para Politikası Stratejileri ve Hedeflere Genel Bakış**

Merkez bankalarınca kullanılan para politikası stratejilerine ait temel ve özet bilgiler 3 ana başlık altında toplanmak suretiyle aşağıda ele alınmaktadır.

#### **2.3.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi**

Döviz kuru hedeflemesi stratejisine bağlı para politikası oldukça uzun yıllardan beri uygulanan bir politikadır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, yerel para biriminin altın fiyatlarına bağlı olması şeklinde uygulanabileceği gibi, yine yerel para biriminin düşük ve istikrarlı enflasyonun var olduğu bir ülkenin para birimine sabit bir kurdan bağlanması şeklinde de uygulanabilir. Söz konusu para politikası stratejisi önceden açıklanmak kaydıyla döviz kurunun belli oranlarda ve belirli dönem aralığıyla devalüe edilmesi şeklinde de gerçekleşebilmektedir<sup>15</sup>.

Mishkin (1999) alışmasında döviz kuru hedeflemesi stratejisinin önemli avantajlara sahip olmak yanında bazı riskleri beraberinde getirdiği tespitinde bulunmaktadır. Aşağıda söz konusu stratejinin avantajları ve dezavantajlarının neler olduğuna kısaca değinilmektedir.

Avantajlar yönünden bakıldığında öncelikle döviz kuru hedeflemesi stratejisinde uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarındaki değişimler, başka bir deyişle bu malların enflasyonu, yerel para biriminin kur karşısında sabit olması nedeniyle kontrol altına alınmış olmaktadır. Öte yandan kredibilitesi yüksek bir döviz kuru hedeflemesi stratejisi, enflasyon beklentilerinin döviz kurunun sabitlendiği ülkenin enflasyon oranına göre şekillenmesini sağlamak suretiyle fiyat istikrarına katkıda bulunmuş

<sup>15</sup> Bu yolla, düşük ve istikrarlı enflasyonun var olduğu ülkede yaşanması muhtemel enflasyon değişimlerine bağlı riskler ortadan kaldırılmaya çalışılmış olmaktadır.

olmaktadır. Döviz kuru hedeflenmesine dayalı para politikası stratejisinin diğer bir avantajı ise politika uygulamalarında karşılaşılabilecek zaman-uyumsuzluk sorununu ortadan kaldırmasıdır, çünkü söz konusu strateji yerel para biriminin devalüe edilmesi yönünde bir eğilim olması durumunda sıkı para politikası uygulanmasını zorlayacak tersi durumda ise para politikasının gevşemesine sebep olacaktır. Böylece otomatik bir para politikası zamanlaması sistemi varolacaktır. Para politikası stratejisi olarak döviz kuru hedeflemesinin seçilmesinin bu noktada değinilmesi gereken son avantajı ise, söz konusu stratejinin basitliği ve açıklığı ile kamu tarafından anlaşılmasının çok kolay olmasıdır. Para politikalarının nihai amacı olan fiyat istikrarının sağlanması için, uygulanan stratejilerin teknik ayrıntılarından çok bu stratejilerin kamu tarafından anlaşılmasının ve buna göre kararlar alınmasının ne derecede önemli olduğu göz önünde bulundurulduğunda, döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikalarının bu yönde oldukça ciddi bir avantajının bulunduğu anlaşılabilir.

Döviz kuru hedeflenmesine dayalı para politikası stratejisinin yukarıda sayılan avantajlarının yanında bazı dezavantajları da beraberinde getirmekte olduğu bilinmektedir. Söz konusu stratejinin en önemli dezavantajı para politikasının bağımsızlığı üzerinde yaratması muhtemel olumsuz baskıdır. Düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına sahip ülkelerin para birimine bağlanan yerel para birimleri, aynı zamanda karşı ülkenin faiz oranlarıyla politikayı uygulayan ülkenin faiz oranlarının birbiriyle sıkı ilişki içerisine girmelerine neden olmaktadır. Bu durumda döviz kuru hedeflemesini seçmiş olan ülke merkez bankasının içsel şoklara karşı para politikasını bağımsız bir biçimde uygulaması ve bu yolla istikrar sağlamaya çalışması zorlaşmaktadır. Buna ek olarak politikayı uygulayan ülke, karşı ülkede yaşanan herhangi bir şok veya kırılma durumundan da etkilenmekte ve söz konusu istikrarsızlıklar politikayı uygulayan ülkeye ithal edilmiş olmaktadır. Öte yandan döviz kuru hedeflemesi stratejisi bu stratejiyi uygulayan ülkelerin spekülasyon ataklarına da daha açık olmasına neden olmakta ve söz konusu ülkelerin kamu finansmanında yabancı para borçlanmalarının artışını da beraberinde getirmek suretiyle finansal krizlerin oluşmasını ve şiddetini tetikleyebilmektedir.



### 2.3.1.2. Parasal Hedefleme Stratejisi

Parasal hedefleme stratejisi istikrarlı bir para talebi fonksiyonunda, uzun dönemde enflasyonun para arzındaki büyümeye bağlı olarak geliştiği varsayımıyla ortaya çıkmıştır. Bu durumda para talebinin para politikasından bağımsız bir şekilde hareket ettiği de kabul edilmiş olmaktadır. Bu varsayımlar altında merkez bankaları nominal para arzını kontrol etmek suretiyle enflasyon değişimlerini kontrol altına alabilecek ve böylece nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşabileceklerdir (Cabos ve diğerleri, 1999).

Yukarıdaki tanımlamadan da anlaşılacağı üzere parasal hedefleme stratejisinin kullanılabilmesi, enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklük arasında sıkı bir ilişkinin olması ve buna ek olarak hedeflenen parasal büyüklük üzerinde ülke merkez bankasının tam bir etkinliğinin var olması ile ilişkilidir.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinde olduğu gibi parasal hedefleme stratejisinde de bazı avantaj ve dezavantajlarla karşılaşmaktadır. Parasal hedefleme stratejisinin en önemli 2 avantajı; ülke ekonomisindeki içsel kırılmalık veya şoklarda merkez bankalarının para politikasını bağımsız ve etkin bir biçimde kullanması ve hedeflenen parasal büyüklüğe ilişkin bilgi akışının hızlı bir biçimde ortaya çıkması sonucu kamu ve piyasalar tarafından hızlı bir biçimde bilgi edinilmesi suretiyle para politikasının etkinliğinin her seviyede çabuk ölçülebilmesidir (Mishkin, 1999).

Söz konusu stratejinin dezavantajları incelendiğinde sorunun parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilmesi için gerekli koşullara sahip olunup olunmadığı ile ilgili olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle parasal hedefleme stratejisi yukarıda da ifade edildiği üzere, enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklük arasında sıkı bir ilişkinin olması varsayımı altında başarılı olabileme şansına sahiptir. Estrella ve Mishkin (1996) tarafından yapılan çalışmada parasal büyüklükler ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin oluşmadığı, bu durumun hem Amerika Birleşik Devletleri hem de Almanya için geçerli olduğu tespit edilmiştir. İstikrarlı bir parasal büyüklük ve enflasyon ilişkisinin olmadığı durumlarda merkez bankalarının parasal hedefleme stratejisi uygulamak suretiyle fiyat istikrarını sağlamakta başarıları önemli ölçüde azalmış olmaktadır. Parasal hedefleme stratejisinin diğer bir dezavantajı ise stratejinin

kamu tarafından anlaşılmasının döviz kuru hedeflemesinin tersine daha zor olmasıdır. Kamuoyu tarafından daha anlaşılabilir bir strateji uygulayarak enflasyon beklentilerinin oluşturulması, fiyat istikrarının yakalanması açısından büyük önem arz ettiğinden, bu durum döviz kuru hedeflemesi stratejisi ile karşılaştırıldığında parasal hedefleme açısından önemli bir dezavantaj olarak ortaya çıkmaktadır.

### **2.3.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi<sup>16</sup>**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde para politikası uygulamaları sonucu varılmak istenen fiyat istikrarına, belirli bir dönem içinde ve belirli bir enflasyon hedefi veya hedef aralığı koyulmak suretiyle ulaşılmaya çalışılmaktadır. Başka bir deyişle enflasyon hedeflemesinde çapa görevini enflasyonun kendisi yapmakta ve söz konusu hedef veya hedef aralığına ulaşılması için gerekli koşullar para politikası araçları kullanılmak suretiyle oluşturulmaktadır.

Bu stratejide fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hedeflenen amaç enflasyonun kendisi olduğu için, ara hedeflerin kullanılmasına da gerek kalmamaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer bir özelliği ise, geçmiş ya da cari dönem enflasyon rakamlarının değil gelecek dönem enflasyon tahminlerinin hedeflemede kullanılıyor olmasıdır. Gelecek dönem enflasyon tahminleri merkez bankalarınca yapılmakta ve yapılan tahminler sonucu belirlenen enflasyon hedefi veya hedef aralığı politika uygulamalarında temel alınmaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997).

Diğer para politikası stratejilerinde de ifade edildiği üzere enflasyon hedeflemesi stratejisinin de kendine has avantaj ve dezavantajları söz konusudur. Söz konusu stratejinin en önemli avantajı parasal hedefleme stratejisine benzer şekilde merkez bankalarının özellikle ülke içi ekonomik koşullara uygun bağımsız bir para politikası uygulamasına olanak vermesidir. Söz konusu stratejinin uygulanabilmesi için temel koşulların başında gelen merkez bankalarının şeffaflığı ve hesap verebilirliği ilkelerinin sağlanabilmesi için merkez bankalarının kamuoyuna sürekli ve detaylı para politikası bilgileri

---

<sup>16</sup> Enflasyon hedeflemesi stratejisinin finansal istikrar ile ilişkisi geniş olarak ve bütün boyutları kapsayacak şekilde tez çalışmasının 3. bölümünde ele alınacak olduğundan bu kısımda diğer stratejilerde yapıldığı gibi temel ve özet bilgiler verilecektir.

veriyor olmaları da bu stratejinin avantajlarından. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankaları hesap verebilirlik ve şeffaflık önkoşullarına bağlı kaldıklarını düzenli olarak hazırladıkları bağımsız denetim ve para politikası raporları ile göstermektedirler. Buna ek olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankaları, elde ettikleri bütün bilgileri politika tasarımında kullanmak açısından herhangi bir sınırlamaya maruz kalmamaktadırlar. Başka bir deyişle enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankalarınca elde edilen tek bir değişkene ait bilgiler üzerinden değil birçok değişkenin bir arada kullanılmasıyla oluşturulan optimal para politikalarına dayanmaktadır. Döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi enflasyon hedeflemesi stratejisinde de para politikasının kamuoyu tarafından anlaşılması kolaydır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi dezavantajları yönüyle incelendiğinde, en önemli hususun stratejinin düşük ve istikrarsız bir ekonomik büyüme yaratma olasılığı olduğu görülmektedir. Mishkin (1999) bu durumla ilgili olarak, enflasyonun düşüş sürecinde enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyümede bazı sorunları beraberinde getirebileceğini, ancak düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına ulaşıldıktan sonra söz konusu stratejiye bağlı bir büyüme sorunun ortadan kalkacağını, Yeni Zelanda örneğini vermek suretiyle ortaya koymaktadır. Söz konusu stratejiye ilişkin diğer bir dezavantaj ise Friedman ve Kuttner (1996) tarafından ele alınan ve stratejinin merkez bankalarının para politikası uygulamaları açısından katı kurallar getiriyor olmasıyla ilgilidir. Söz konusu yazarlara göre enflasyon hedeflemesinde başarıya ulaşılması açısından konulan hedefin yakalanmasında merkez bankalarına hiç bir tavizin tanınmıyor olması bu kurumların gerekli hallerde yeterli takdir yetkisini kullanamamalarına sebep olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılıyor olması da literatürde bu stratejiye ilişkin potansiyel bir dezavantaj olarak sunulmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi, parasal hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi politikaları günümüzde en çok uygulama alanı bulmuş olan stratejiler olmakla beraber, bunlara ilave olarak literatürde faiz hedeflemesi politikasının da önemi bir para politikası şeklinde yer aldığı bilinmektedir. Faiz hedeflemesi stratejisinin en önemli avantajı ise söz konusu politikanın temel üretim faktörlerinden olan işgücü üzerinde optimal sonuçlar almaya müsait bir politika

olmasından kaynaklanmaktadır. Para politikasının işgücü üzerindeki optimal etkisi, dolaylı olarak üretim ve tüketim dengeleri üzerinde de olumlu etkilerde bulunabilmektedir. Literatürde faiz hedeflemesi stratejisinin diğer önemli bir avantajı olarak ise politikanın enflasyon vergisini minimize etmesi gösterilmektedir. Özellikle faiz getirisine sahip olmayan varlıklar üzerinde nominal faizlerin enflasyon vergisi hükmünde olması, faiz hedeflemesi yoluyla bu yükün minimize oluşunun temel mantığını oluşturmaktadır (Carlstrom ve Fuerst 1996).

Yukarıda kısaca değinilen merkez bankası para politikası stratejileri bugün birçok merkez bankası tarafından belirli para politikası hedeflerine ulaşılması amacıyla kullanılmaktadır. Bu nedenle tez çalışmasının bu bölümünde para politikası otoritelerinin politika hedefleri üzerinde de kısaca durulması gerekmektedir.

Merkez bankaları, para politikası uygulamalarından sorumlu oldukları çok eski tarihlerden bu yana çeşitli politika hedefleri arasında tercihlerde bulunmaktadırlar. Ancak son zamanlarda merkez bankaları açısından para politikası hedefleri daraltılmış ve tek hedef olarak fiyat istikrarının sağlanması noktasına gelmiştir. Bazı merkez bankaları ise politika hedefleri konusunda farklı açılımlara gitmiş fiyat istikrarı yanında bu hedefle çelişmeyen diğer bazı hedefleri de politika hedefleri arasına katmışlar veya fiyat istikrarını temel politika hedefi yapmaksızın net bir hedef koymadan para politikası uygulamalarını sürdürmüşlerdir. Literatürde fiyat istikrarının sağlanması dışında para politikasının; tam istihdamın sağlanması, ekonomideki büyüme hızının artırılması, döviz kuru ve faiz oranlarında istikrarın sağlanması v.b. hedeflerinin olduğu da belirtilmektedir.

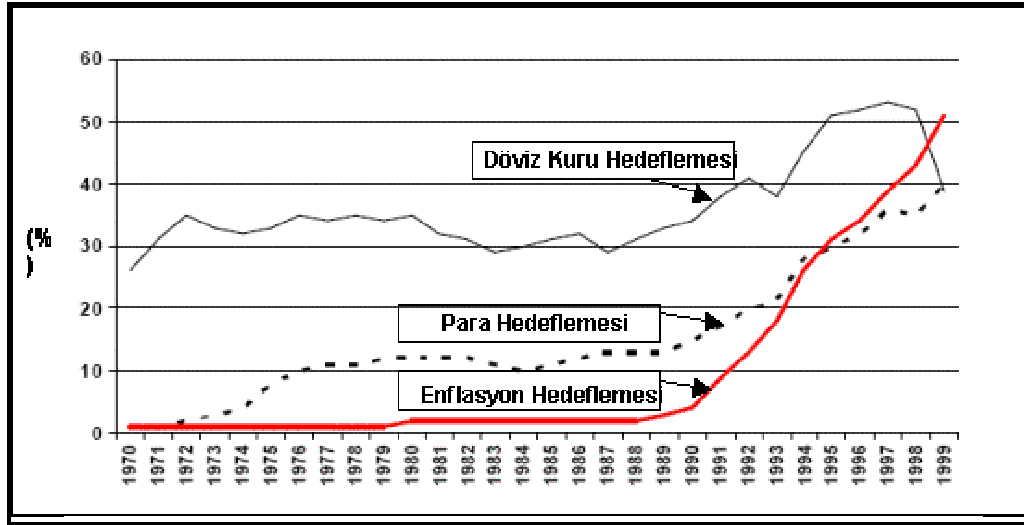
Son yıllarda para politikası ile ulaşılmaya çalışılan hedefler açısından fiyat istikrarının ön plana geçmesi, bu konudaki literatür ile de doğrudan ilişkilidir. Bugün birçok çalışma, merkez bankalarının fiyat istikrarına daha fazla konsantre olmalarının fiyat istikrarının sağlanması konusunda önemli katkılar sağladığını göstermektedir.

Merkez bankalarının son zamanlarda politika hedefleri konusunda karşılaştıkları diğer bir husus ise finansal istikrarın sağlanması hedefi ile ilgilidir. Tez çalışmasının daha önceki bölümlerinde yapılan detaylı açıklamalarda da ifade edildiği üzere, merkez bankaları finansal istikrarı sağlama konusunda oldukça önemli araçlara sahip ve bu araçlar sanılanın aksine yalnızca klasik para politikalarından ibaret olamayacak kadar geniştir<sup>17</sup>.

Sonuç olarak günümüz merkez bankacılığı temel olarak 3 para politikası stratejisini uygulamak suretiyle politika hedeflerine ulaşma çabası içindedir. Herrero ve Rio (2003) tarafından yapılan çalışmada 1970-1999 yılları arasında dünya ekonomilerindeki para politikası stratejileri ve hedeflerine yönelik eğilimler konusunda bazı tespitlerde bulunmaktadır. Çalışmaya göre merkez bankaları tarafından kullanılan para politikaları stratejileri içerisinde son yıllarda enflasyon hedeflemesi stratejisi yönünde ciddi bir eğilim görülmektedir (Grafik 2.1). Döviz kuru hedeflemesi stratejisi ise özellikle Meksika ve Asya krizlerinin yarattığı ciddi sorunlardan dolayı bugün para politikası stratejisi olarak kullanımını veya geçerliliğini yitirmeye başlamıştır. Parasal hedefleme stratejisine ilişkin eğilimler incelendiğinde ise daha değişik bir durum ile karşı karşıya kalınmaktadır. Parasal hedefleme stratejisi bazı ülkeler tarafından fiyat istikrarının sağlanması açısından enflasyon hedeflemesi stratejisi ile birlikte kullanılmaktadır. Bu duruma en güzel örnek 12 Avrupa Birliği (AB) ülkesinde görülmektedir. Her iki hedefin birlikte kullanılması merkez bankalarına para politikaları uygulamaları açısından belirli düzeyde bir esnekliği de beraberinde getirmektedir.

---

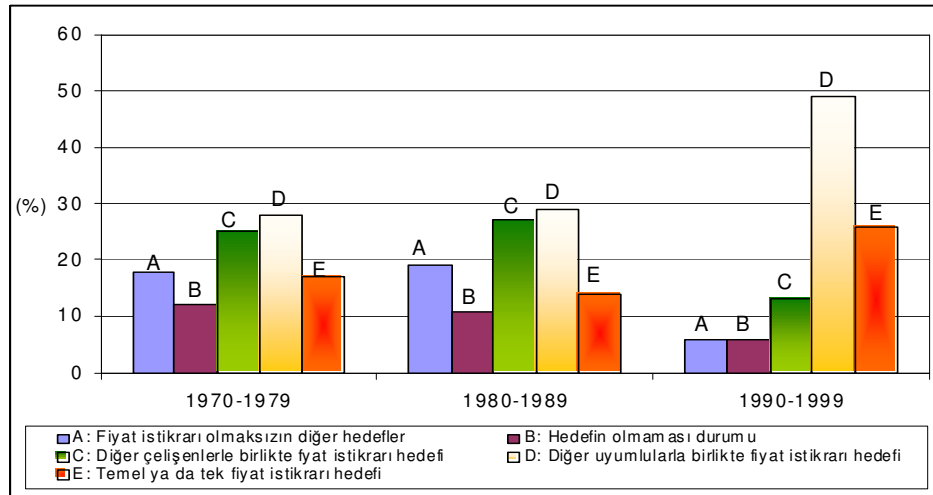
<sup>17</sup> Merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama konusunda teorik olarak doğal bir sorumluluğa sahip oldukları ve bu amaçla birçok aracı kullanabilecekleri tez çalışmasının 3.1. bölümünde detaylı bir biçimde incelenmiştir.



**Grafik 2.1: 1970-1999 Arası Para Politikası Stratejilerinin Seyri**

Kaynak: Banco De Espana- [www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf)

Aynı çalışmada, merkez bankalarının para politikası hedefleri açısından da çeşitli gruplar altında sınıflandırılmak suretiyle eğilimlerinin anlaşılmasına çalışıldığı görülmektedir (Grafik 2.2). Merkez bankaları politika hedefleri açısından; fiyat istikrarı hedefi olmaksızın diğer hedefleri baz alan merkez bankaları (A), herhangi bir hedef belirlemeyen merkez bankaları (B), fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle çatışan diğer hedefleri de baz alan merkez bankaları (C), fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan merkez bankaları (D) ve son olarak fiyat istikrarının tek ya da en önemli hedef olarak baz alan merkez bankaları (E) olarak 5 ayrı grupta sınıflandırılmaktadır.



**Grafik 2.2: 1970-1999 Arası Merkez Bankası Hedeflerinin Seyri**

Kaynak: Banco De Espana- [www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf)

Çalışmada bu ayırım yapıldıktan sonra yapılan eğilim tespiti analizinde; 1970'li yıllardan 1990'lı yıllara gelinirken fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan (D) veya fiyat istikrarının tek ya da en önemli hedef olarak baz alan (E) merkez bankalarının önemli bir ağırlık kazandığı görülmüştür.

### **2.3.2. Değişik Para Politikası Stratejileri ve Finansal İstikrar**

Yukarıda kısaca değinmeye çalıştığımız para politikası stratejilerinin hangisinin fiyat istikrarı hedefine ulaşılması açısından daha üstün olabileceği konusunda birbiriyle uyumlu ya da çelişen oldukça fazla sayıda çalışma mevcuttur. Ancak aynı çeşitliliğin değişik para politikası stratejilerinin finansal istikrara etkisi konusunda varılmadığı tespit edilmiştir.

Bir önceki bölümde değinilen ve para politikası stratejilerini; döviz kuru hedeflemesi stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisi şeklinde sınıflandırmak suretiyle finansal istikrar ile olan ilişkilerini inceleyen literatürdeki tek çalışma yine Herrero ve Rio'ya (2003) ait olan çalışmadır. Bu nedenle tez çalışmasının bu bölümünde söz konusu yazarların bulguları hakkında bilgiler verilecektir. Bu noktada tekrar ifade edilmelidir ki, enflasyon hedeflemesi stratejisinde finansal istikrar konusu tez çalışmamızın 4. bölümünde çok daha detaylı olarak ve bütün yönleriyle ele alınacaktır.

Herrero ve Rio da (2003) diğer birçok çalışmada görüldüğü üzere finansal istikrarı tanımlamanın güçlüğü üzerinde durmuş ve bu konudaki görüşlerin yer aldığı diğer çalışmaları incelemişlerdir. Yapılan incelemeler sonucu finansal istikrar yerine finansal istikrarsızlığın nispeten daha kolay tanımlanabileceği sonucuna varılarak yapılan ampirik çalışmada finansal istikrarsızlık hali bağımlı değişken olarak tespit edilmiştir. Söz konusu çalışmada finansal istikrarsızlık için kriz durumu baz alınmış bu sebeple 1970-1999 yılları arasında 27'si gelişmiş, 32'si gelişmekte olan ve 20'si geçiş ekonomisi olmak üzere toplam 79 ülkedeki kriz durumları belirlenmiştir. Çalışmada kriz olarak bankacılık krizleri temel alınmakta olup, para krizleri ile ikiz krizler finansal istikrarsızlık halinin belirleyicisi olmamaktadırlar.

Çalışmada bağımsız değişkenler hedef ve kontrol değişkenleri olmak üzere iki grupta incelenmiştir.

Merkez bankalarının para politikası hedefleri, hedef değişkenlerin ilkidir. Bir önceki kısımda da belirtildiği üzere merkez bankaları para politikası hedefleri açısından 5 ayrı grupta incelenmekte ve oluşturulan bir endeks ile merkez bankaları para politikası hedeflerine göre 0 ile 1 arasında değerler almaktadırlar (Tablo 2.3).

**TABLO 2.3. PARA POLİTİKASI HEDEFLERİ AÇISINDAN MERKEZBANKALARININ ALDIĞI DEĞER**

Para Politikası Hedefleri		Aldığı Değer
(A)	Fiyat istikrarı hedefi olmaksızın diğer hedefleri baz alan merkez bankaları	0.00
(B)	Herhangi bir hedef belirlemeyen merkez bankaları	0.25
(C)	Fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle çatışan diğer hedefleri de baz alan merkez bankaları	0.50
(D)	Fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan merkez bankaları	0.75
(E)	Fiyat istikrarının tek ya da en önemli hedef olarak baz alındığı merkez bankaları	1.00

İkinci hedef değişken ise merkez bankalarının para politikası stratejilerine ilişkindir. Yine daha önceki kısımda belirtildiği üzere çalışmada para politikaları stratejileri; döviz kuru hedeflemesi stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisi şeklinde bir ayrıma tabi tutulmuştur. Ampirik uygulamada her bir strateji için 1 adet olmak üzere toplam 3 kukla değişken oluşturulmuş ve bu değişkenler merkez bankasının kullandığı strateji olduğu zaman 1 diğer durumlarda ise 0 değerini almıştır.

Çalışmada bağımsız değişken olarak para politikası hedefi ve stratejisi dışında ele alınan kontrol değişkenlerinden ilki ise, merkez bankalarının bağımsızlığı ile ilgilidir. Bağımsızlık seviyesi için oluşturulan endeks ile en kötü 0 ve en iyi (tam bağımsız) 1 olmak üzere bütün ülke merkez bankalarının bağımsızlığının da finansal istikrar üzerindeki etkisi ampirik bir bakış açısıyla izlenmiştir. Merkez bankalarının bağımsızlık düzeylerinin tespitinde merkez bankası başkanlarının atanması, görevden alınması, görev süreleri ile ilgili bilgiler yanında politika kararlarındaki bağımsızlık ve hükümete verilen borçlara ilişkin limit de göz önüne alınmıştır<sup>18</sup>.

<sup>18</sup>Çalışmada bağımsızlık endeksinin merkez bankalarının hedefleri olan yakın ilişkisinden ötürü multicollinearity sorununun ortaya çıkabileceği de ifade edilmektedir.



Kontrol değişkenlerinin ikincisi bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesine ilişkin yetkinin ülkedeki hangi kuruma ait olduğudur ve söz konusu değişken kurumsal bir değişken olarak ampirik uygulama içinde yer almaktadır. Kurumsal değişken olarak ele alına diğer unsurlar ise ekonomideki finansal liberalizasyon ve mevduat garantilerine ilişkindir.

Çalışmada finansal istikrarla ilişkisi konusunda önemli bir uzlaşının var olduğu bazı makro ve finansal değişkenlerinde göz ardı edilmediği ve bu nedenle makro açıdan enflasyon oranı, reel faiz oranları, net sermaye girişlerinin gayri safi milli hasılaya (GSMH) oranı, GSMH'nin reel büyümesi ve kişi başına reel milli gelir unsurları ile finansal açıdan özel sektöre açılan krediler, yabancı para borçların yabancı para varlıklara oranı<sup>19</sup> ve nakit varlıkların toplam varlıklara oranı<sup>20</sup> unsurlarının regresyon analizinde yer aldığı görülmüştür. Aşağıdaki tabloda çalışmada yer alan bütün açıklayıcı değişkenler sınıflandırılmak suretiyle sunulmaktadır (Tablo 2.4).

**TABLO 2.4. ÇALIŞMADAKİ BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLERİN SINIFLANDIRILMASI**

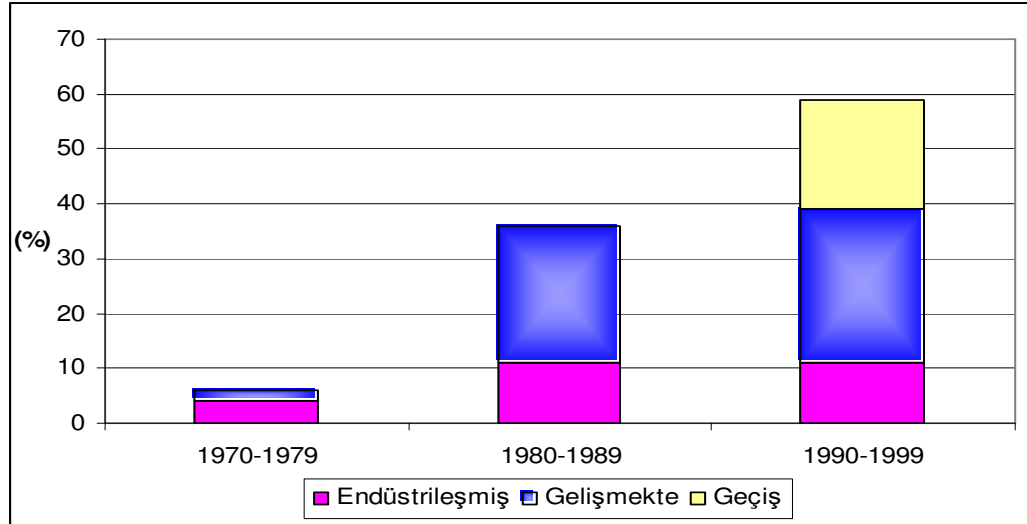
<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Detayları</b>	
(A) Hedef Değişkenler	(A1)Para Politikası Hedefi	
	(A2)Döviz Kuru Hedeflemesi	
	(A3)Parasal Hedefleme	
	(A4)Enflasyon Hedeflemesi	
(B) Kontrol Değişkenleri	(B1)Merkez Bankaları Bağımsızlık Endeksi	
	(B2)Kurumsal Değişkenler	Düzenleme ve Denetleme Yetkisi
		Finansal Liberalizasyon
		Mevduat Garantisi
	(B3)Makro Değişkenler	Enflasyon Oranı
		Reel Faiz Oranı
		Net Sermaye Girişi/GSMH
		GSMH'nin Reel Büyümesi
		Kişi Başına Milli Gelir
	(B4)Finansal Değişkenler	Özel Sektöre Açılan Krediler
		Döviz Riski Oranı
		Likidite Riski Oranı

Herrero ve Rio (2003) yukarıdaki değişkenleri regresyon analizinde kullanmadan önce kriz oluşumunun hangi ülkelerde ve dönemlerde, hangi para politikası hedefi ve stratejisi altında yaşandığını da tespit etmek suretiyle bir eğilim analizini de gerçekleştirmişlerdir. Söz konusu analize göre öncelikle, 1970'li yıllardan 1990'lı yıllara gelinirken dünya ekonomilerinde yaşanan

<sup>19</sup> Bankacılık sistemindeki döviz riskinin başka bir deyişle kur uyumsuzluğunun görülmesi amacıyla hesaplanan orandır.

<sup>20</sup> Bankacılık sistemindeki likidite riskinin görülmesi amacıyla hesaplanan oranı ifade etmektedir.

krizlerde bir artış olmuş ve bu artış özellikle 1990'lı yıllarda geçiş ekonomileri ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindekiler de katılınca daha büyük bir hal almıştır (Grafik 2.3).

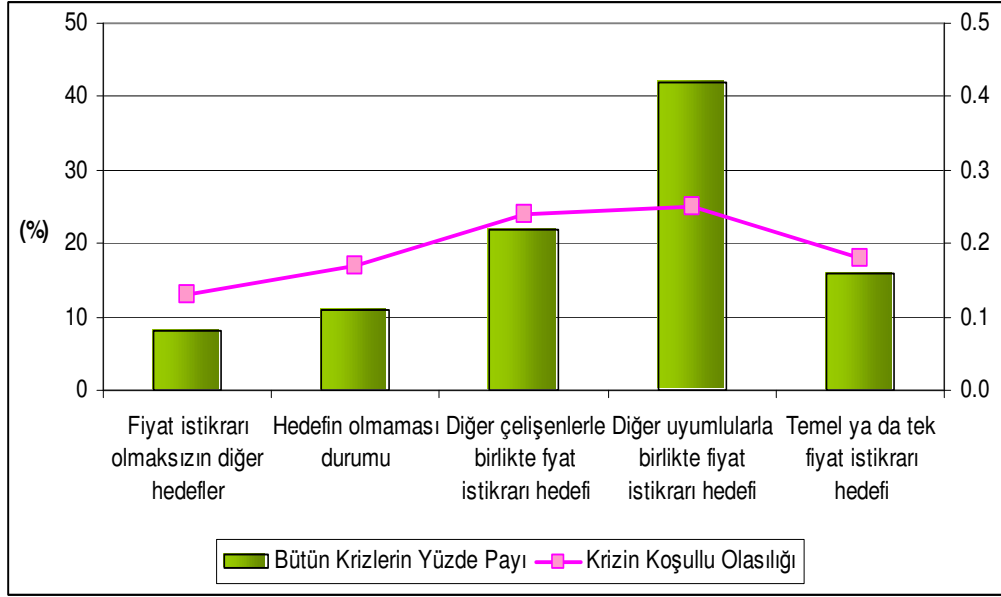


**Grafik 2.3: 1970-1999 Arası Bankacılık Krizlerinin Ülke Gruplarına Göre Dağılımı**

Kaynak: Banco De Espana- [www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf)

Durum krizler ile merkez bankalarının politika hedefleri arasındaki ilişkiye geldiğinde daha ilginç bir hal almaktadır. Çünkü çalışmaya göre merkez bankalarının para politikası hedefleri fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan bir şekilde gelmeye başladığında finansal krizler maksimum düzeylere ulaşmaktadır<sup>21</sup> (Grafik 2.4). Bu durum tez çalışmasının daha önceki kısımlarında değinilen ve finansal istikrar ile para politikası sonuçları arasındaki ilişkiyi açıklayan geleneksel analiz tarzına ait görüşlerin, günümüz ekonomik ortamında geçerliliğini yitirdiğinin de en güzel örneğini oluşturmaktadır. Hatırlanacağı üzere geleneksel analiz tarzı, düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının finansal istikrarın sağlanmasında yeterli olabileceği sonucuna varmaktaydı. Ancak Herrero ve Rio'nun (2003) bulguları, fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan ülkelerde finansal krizlerin daha fazla yaşandığını ortaya koymak suretiyle geleneksel analiz tarzının düşük enflasyon ve istikrarlı finansal ortam kabulünü bir anlamda geçersiz kılmaktadır.

<sup>21</sup> Bu sonuca ulaşılırken her bir gruptaki gözlem sayısının farklı olmasına bağlı olarak sapma (biased) olabileceği düşünülerek, aynı sonucun koşullu olasılık (conditional probability) altında da geçerli olup olmadığı da ölçülmüş ve sonucun değişmediği görülmüştür.

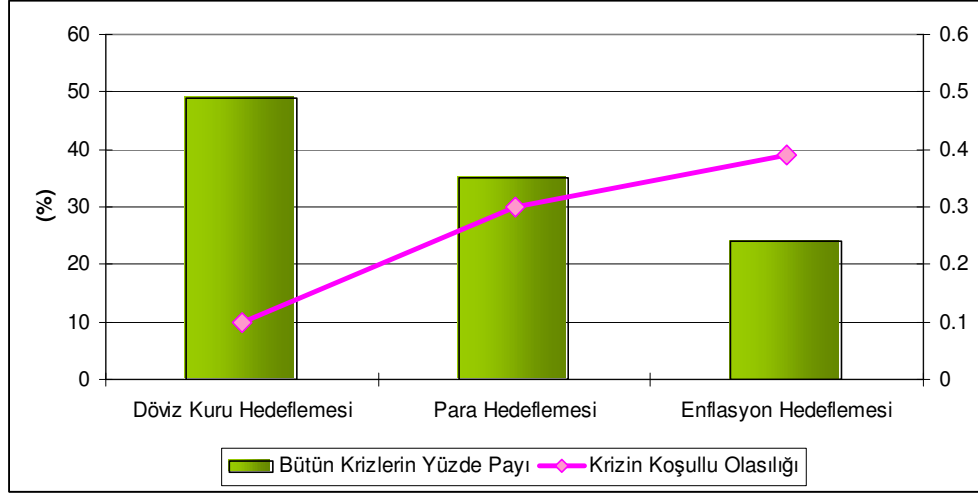


**Grafik 2.4: Bankacılık Krizlerinin Merkez Bankası Hedeflerine Göre Dağılımı**

Kaynak: Banco De Espana- [www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf)

Eğilim analizinin son kısmında ise, krizler ile merkez bankalarının kullandıkları para politikası stratejileri arasındaki ilişki analiz edilmeye çalışılmıştır (Grafik 2.5). Kriz oluşumunun en fazla yaşandığı para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesi olarak tespit edilmiş, buna karşılık döviz kuru hedeflemesi stratejisi kriz oluşumuna en az sebebiyet veren para politikası olarak görülmüştür<sup>22</sup>. Aslında para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin kriz oluşumuna en fazla sebebiyet veren strateji olarak ortaya çıkması, yukarıda değinilen ve fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan ülkelerde krizlerin daha fazla yaşanıyor olması durumu ile de paralellik göstermektedir.

<sup>22</sup> Bu tespit de para politikası hedefi ile kriz ilişkisinde yapıldığı gibi her bir gruptaki gözlem sayısının farklı olmasına bağlı olarak sapma (biased) olabileceği düşünülmüş ve koşullu olasılık (conditional probability) uygulanmıştır. Dikkat edilirse koşullu olasılık uygulanmayan durumda krizlerin enflasyon hedeflemesi stratejisinin tersine döviz kuru hedeflemesinde oluşuyor olduğu görülmektedir.



**Grafik 2.5: Bankacılık Krizlerinin Para Politikası Stratejilerine Göre Dağılımı**

Kaynak: Banco De Espana [www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf](http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0315e.pdf)

Sonuç olarak regresyon analizinde kullanılacak veriler ışığında yapılan ve ön bilgi alınmasını amaçlayan eğilim analizi tespitleri, merkez bankalarının fiyat istikrarına yoğunlaştıkça ve bu hedefe en uygun para politikası stratejisi olma özelliğini taşıyan enflasyon hedeflemesi stratejisini kullandıkça, krizlerle karşılaşma risklerinin arttığını göstermektedir. Ancak bu noktada belirtilmesi önemli olan diğer bir husus ise krizler veya finansal istikrarsızlık halleriyle, para politikası hedef ve stratejilerinin başka ekonomik öneme haiz unsurlar olmaksızın ilişkilendirilmeleri kesin sonuçlara ulaşmak açısından kesinlikle yetersizdir. Finansal istikrar veya istikrarsızlık yalnızca para politikası hedefleri ve stratejileri göz önünde bulundurularak açıklanamayacak kadar geniş bir kavram olma niteliğindedir. Kontrol değişkenler altında sayılan makro ve finansal diğer değişkenlerin analizde yer alıyor olmasının sebebi de budur.

Değişik para politikaları altında finansal istikrarın durumunun ampirik bir uygulama yapılmak suretiyle incelenmesi için yukarıda da belirtildiği üzere birçok değişkenin bütün unsurları kapsayacak şekilde analizinin yapılması gerekmektedir. Herrero ve Rio (2003) çalışmalarında ampirik metodolojilerini; 79 ülkeye ait panel verileri<sup>23</sup> logit model kullanmak suretiyle incelemek

<sup>23</sup> Toplam 1492 adet panel verinin kullanıldığı çalışmada bazı değişkenler için özellikle çalışma periyodunun başındaki veriler için bazı ülkelerde eksikliklerin olduğu da belirtilmektedir.

şeklinde açıklamışlar ve bağımsız değişkenlerin bankacılık krizlerine sebep olma ihtimalleri tahmin edilmeye çalışılmışlardır<sup>24</sup>.

Çalışmada toplam 6 farklı regresyon analizine yer verilmekte olup, her bir regresyonda farklı bağımsız değişkenler hedef ve kontrol değişken olarak ele alınmak suretiyle çeşitli durumlar altında ilişkinin ne şekilde geliştiği belirlenmektedir. Her bir regresyon analizi için 3 farklı hedef ve kontrol değişken kombinasyonu baz alınmaktadır. 1. kombinasyonda tek hedef değişken olarak para politikası hedefi ele alınırken diğer değişkenlerin hepsi kontrol değişken olarak kabul edilmektedir. 2. kombinasyonda ise para politikası stratejisi tek hedef değişken olarak ele alınırken diğer değişkenlerin hepsi kontrol değişken olarak kabul edilmektedir. 3. ve son kombinasyonda ise bütün bağımsız değişkenler hedef değişken olarak kabul edilmekte bu nedenle regresyonda herhangi bir kontrol değişkenine rastlanmamaktadır. Aşağıda ilk 4 regresyon analizine ilişkin bilgiler sunulmaktadır.

İlk regresyon analizinde bağımlı değişken olarak kullanılan bankacılık krizleri dar anlamda ele alınmış, başka bir deyişle yalnızca sistemik bankacılık krizleri<sup>25</sup> çalışmaya dahil edilmiştir. 1. kombinasyona göre başka bir deyişle para politikası hedefinin tek hedef değişken olduğu halde; dar anlamda bankacılık krizlerinin yaşanması ihtimali ile merkez bankalarının fiyat istikrarını tek hedef olarak kabul edip politikalarını bu yönde uygulamaları arasında önemlilik derecesi yüksek negatif ilişki tespit edilmiştir. Sistemik banka krizlerinin yaşanması ihtimali, merkez bankalarının daha dar (fiyat istikrarının tek hedef olması) para politikası hedefine yönelmesi ile azalmaktadır. 2. kombinasyona göre bakıldığında ise regresyon analizi, döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikasının diğer politika stratejilerine göre (parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi) kriz yaşanması ihtimali açısından en tehlikesiz strateji olduğunu göstermektedir. Bütün bağımsız değişkenlerin hedef değişken olarak kabul edildiği 3. kombinasyona göre de merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine kilitlenmesi kriz yaşanması ihtimalini azaltmakta, ancak döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikası

---

<sup>24</sup> Çalışmada kullanılan panel verilerin tahminde yaratması muhtemel sorunlar göz önünde bulundurularak bazı ayarlamalar yapılmış ve söz konusu ayarlamalar nedeniyle toplam veri sayısı 1492'den 1181'e düşerken çalışmaya konu olan ülke sayısı da 71'e (27 gelişmiş, 31 gelişmekte olan ve 13 geçiş ekonomisi) inmiştir.

<sup>25</sup> Sistemik banka krizleri kavramı ile; bankacılık sistemindeki bir veya birkaç bankanın iflası tehlikesine yol açabilen ancak bununla kalmayıp söz konusu iflasların tüm sisteme yayılması yoluyla bütün ekonomiyi etkileme ihtimali olan ve özellikle ödemeler sisteminin etkin çalışmasını engelleyen haller kastedilmektedir.

stratejisinin kriz oluşturma açısından diğer stratejilerden herhangi bir farkı bulunmamaktadır.

İkinci regresyon analizinde ilk analizden farklı olarak sadece bağımlı değişken olarak ele alınan kriz kavramı biraz daha geliştirilmiş ve yalnızca sistemik krizler değil aynı zamanda sistemik olmayan bankacılık krizleri de değerlendirmeye alınmıştır. Bu durumda regresyon analizinde yaşanan en önemli değişiklik döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikasının krizleri azaltmaktaki üstünlüğünün daha da belirginleşmesidir. İkinci regresyon analizi ile ortaya çıkan diğer bir husus ise özellikle 2. ve 3. kombinasyonların getirdiği varsayımlar altında düşük enflasyon ortamında kriz yaşanması ihtimalinin azalıyor olmasıdır.

Herrero ve Rio'ya (2003) ait çalışmada yukarıda atıfta bulunduğumuz regresyon analizleri ayrı ayrı ülke grupları bazında da uygulanmıştır. Gelişmiş ülkeleri kapsayan 3. regresyon analizinde daha önceki bulgulara paralel olarak merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine kilitlenmesi ile kriz yaşanması ihtimalinin azaldığı tespit edilirken, herhangi bir para politikası stratejisinin bir diğerine krize sebep olma ihtimali açısından üstünlüğü bulunmadığı sonucuna varılmıştır.

4. regresyonda ele alınan gelişmekte olan ülkelere ait analizde ise yine fiyat istikrarının tek hedef olarak seçilmesinin kriz ihtimalini azalttığı, ancak para politikası stratejileri açısından bakıldığında parasal hedeflemeye dayalı para politikası uygulamalarının azda olsa krize sebep olma açısından diğer stratejilere üstünlüğünün bulunduğu görülmektedir. Aynı analizde kişi başına düşen reel GSMH miktarı ile bankacılık sisteminin likiditesindeki artışında bankacılık krizlerinin yaşanması ihtimalini azalttığı buna karşın yüksek reel faiz oranlarının krizlere sebep olmada katkılarda bulunduğunu göstermektedir.

Analiz sonuçlarından belki de en ilgi çekici olanı, enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası stratejisi altında finansal istikrarın sağlanmasının diğer para politikası stratejileri göz önüne alındığında daha zor olmasıdır. 2006 yılından başlamak üzere ülkemizde de para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesine geçilecek olması nedeniyle tez çalışmasının bir sonraki bölümünde "enflasyon hedeflemesinde finansal istikrar" konusu tüm yönleriyle ve daha detaylı bir biçimde ele alınmaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ENFLASYON HEDEFLEMESİ POLİTİKASINDA FİNANSAL İSTİKRAR

Çalışmanın ikinci bölümünde para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki incelenmiş bu bağlamda aynı bölümde değişik para politikaları altında finansal istikrarın nasıl bir seyir izlediğinin anlaşılabilmesine olanak sağlanmıştır. Ancak ülkemiz açısından önemi göz önünde bulundurularak, enflasyon hedeflemesi stratejisine özel bir önem verilmesi gerektiği düşünülmüş ve bu nedenle tez çalışmasının bu bölümünde para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin seçilmesinin, finansal istikrarı etkilemesi muhtemel riskleri incelenmiştir.

Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi konusu, 2006 yılı itibariyle ülkemizde de bu politikanın uygulanmaya başlaması nedeniyle önemli bir hal almıştır. Bilindiği üzere TCMB, 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceğini vurgulamıştır (TCMB, 2005). Aynı dönem içinde Banka kur rejimi olarak da dalgalı kur rejimini kullanmış ve bu yolla enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli altyapının oluşması noktasında önemli mesafeler almıştır.

2005 yılı sonu itibariyle gerekli ekonomik ve diğer altyapı unsurlarının tamamlanmasına bağlı olarak 2006 yılı para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesi olarak belirlenmiş bu yolla fiyat istikrarına ulaşılması temel hedef olarak kabul edilmiştir.

Ülkemizde uygulanan enflasyon hedeflemesi politikasının etkileyeceği en önemli sektörlerin başında ise finansal sistem gelmektedir. Bu nedenle tez çalışmasının bu bölümünde enflasyon hedeflemesi ile finansal sistem arasındaki ilişkinin daha detaylı bir biçimde ortaya konulmasına çalışılacaktır. Öncelikle enflasyon hedeflemesinin geliştirmekte olan ülkelerdeki deneyimlerden yararlanarak ne gibi riskleri beraberinde getirdiğinin inceleneceği bu bölümde, daha sonra yine geliştirmekte olan ülkelerdeki tecrübeler baz alınarak bu sonuçların finansal istikrar ile ilişkisinin ne şekilde oluşabileceği üzerinde durulacaktır.

Ancak bu bölüme başlamadan önce şu hususun çok iyi anlaşılması gerekmektedir. Aşağıda enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan geliştirmekte olan ülkelerdeki riskler incelenirken amaç enflasyon hedeflemesi politikasının finansal istikrarla çeliştiğinin ispatlanması değil, sadece enflasyon hedeflemesi politikası sonucu oluşabilecek risklerin önceden görülmesini sağlayabilmektir. Kanımızca fiyat istikrarını yakalamakta oldukça başarılı sonuçlar doğuran enflasyon hedeflemesi politikası aşağıdaki risklerin görülerek gerekli önlemlerin alınması halinde finansal istikrarın sağlanmasına da önemli katkılarda bulunabilecektir.

### **3.1. Geliştirmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Deneyimleri ve Sonuçlar**

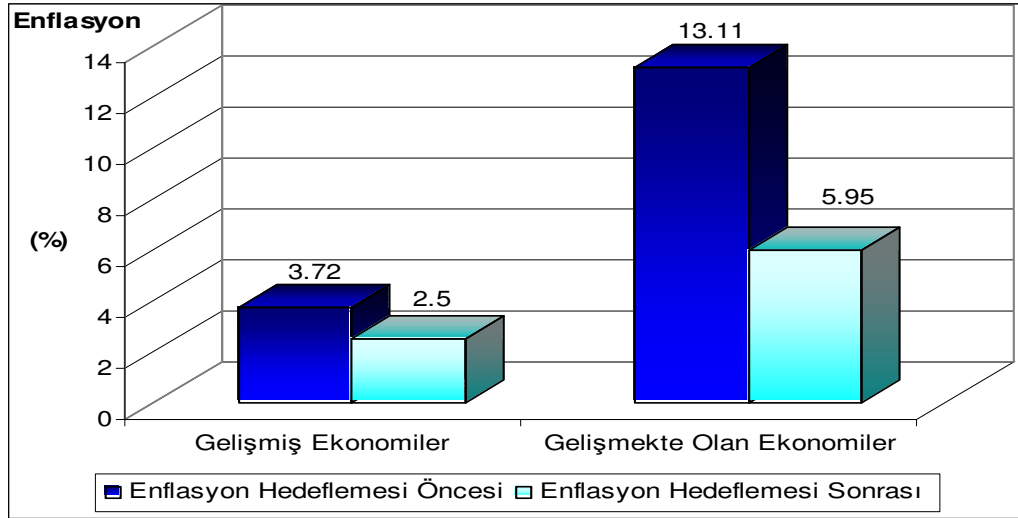
Tez çalışmasında geliştirmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi politikasına ilişkin deneyimlerin inceleniyor olmasının sebebi yukarıda da belirtildiği üzere, bu ülkelerde söz konusu politikanın yarattığı risklerin önceden görülmesini sağlamak ve muhtemel risklerin finansal sisteme etkisinin ne şekilde gerçekleşeceğini önceden anlayarak gerekli tedbirleri almak içindir. Bu nedenle çalışmada geliştirmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi deneyimlerine, yalnızca politikanın yarattığı sonuçlar yönüyle bakılacak ve politikanın meydana getireceği muhtemel riskler anlaşılmaya çalışılacaktır.



### 3.1.1. Fiyat İstikrarında Yakalanan Başarı Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Sonuçları

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikasının para politikası stratejisi olarak seçilmesi literatürde sıkça incelenen bir konu özelliğindedir. Bir çok yazara göre enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli farklılıklar söz konusu olmakta, bu farklılıklar da bu ülkelerde politikanın sonuçları üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır.

Örneğin Fraga ve diğerleri (2003) enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan gelişmekte olan ülkelerdeki ortalama enflasyon oranlarının performansının, gelişmiş ülkelere göre daha kötü bir şekilde geliştiğini belirtmektedir. Aynı çalışmada hem nokta hedefler hem de hedef aralığının üst sınırına göre yapılacak bir performans analizinde, gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesinin daha kötü sonuçlar doğurduğu tespit edilmiştir (Grafik 3.1).



**Grafik 3.1: Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Enflasyon**

Kaynak: Fraga ve diğerleri (2003)

Fraga ve diğerlerine (2003) göre gelişmekte olan ülkelerdeki en ciddi sorun, daha az kredibiliteye sahip politika uygulayıcılarının daha kırılgan bir finansal sistemde söz konusu politikayı uygulama istekleri ve buna ilave olarak bu ülkelerdeki istikrarsız makroekonomik ortam ve bu ortamın dış şoklara daha açık olmasıdır. Çalışmada Brezilya'da 2002 yılında GSMH'nin %6'sına tekabül eden sermaye çıkış ve bunun yarattığı etkilerin enflasyon

hedeflemesi politikasına verdiği kredibilite zararından bahsedilerek, gelişmekte olan ÷lkelerdeki politika uygulama zorluklarına da örnek verilmektedir<sup>26</sup>.

Yine benzer bir çalışmada, Masson ve diğerleri (1997), enflasyon hedeflemesi politikasının fiyat istikrarını sağlamada başarılı olabildesini 2 önkoşula bağlamakta ve bu koşulları; mali baskınlıktan kurtulmuş bağımsız bir para politikası yürütebilme gücü ve döviz kuru ya da benzeri bir ıpayla ilişkin herhangi bir taahhüdün olmaması şeklinde sıralamaktadır. Çalışmada enflasyon hedeflemesi politikasının başarılı olup olamayacağı konusunda bu iki önkoşula ilişkin gözlemler yoluyla kanaate varılabileceği ifade edilmekte ve bu önkoşulların genelde gelişmekte olan ÷lkeler için sağlanmasında önemli zorlukların varolduğu iddia edilmektedir. Bu gerekçelere dayanarak Masson ve diğerleri (1997) için enflasyon hedeflemesi politikası gelişmekte olan ÷lkelerde fiyat istikrarını sağlamakta gelişmiş ÷lkelerde olduğu kadar başarılı olamamakta ve hatta alternatif bir para politikası stratejisi halini en azından bugün için alamamaktadır.

Gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesi politikasının başarısı için bazı kısıtlar olduğunu savunan diğer bir çalışma ise Calvo ve Mishkin (2003) tarafından sunulmuştur. Bu çalışmada gelişmekte olan ÷lkeler için 5 temel sorun; zayıf mali kurumlar, kamu gözetim ve denetim otoritelerini de kapsayan zayıf finansal sistem, düşük kredibiliteye sahip para otoriteleri, para ikamesi-dolarizasyon ve son olarak sermaye çıkışlarına duyarlı kırılğan sistem şeklinde sıralanmaktadır. Söz konusu kısıtların enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması açısından önemli birer engel teşkil ettiği belirtilen çalışmada bu kısıtlardan hareketle enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması ve başarısı açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ÷lkeler arasındaki fark da ortaya konulmuştur.

Calvo (2000) alışmasında da gelişmekte olan ÷lkeler açısından enflasyon hedeflemesi politikasının ne şekil sonuçlar doğurduğuna temas edilmekte ve özellikle gelişmekte olan ÷lkelerdeki zayıf kurumsal ortamda, para politikası otoritelerine enflasyon hedeflemesi politikası yoluyla tanınan

---

<sup>26</sup> Söz konusu sermaye çıkışı akabinde, Brezilya'da % 4 olan enflasyon hedefi ihlal edilmiş ve yıl sonu hedefi % 12,5 düzeyine çekilmiştir.

fazla takdir yetkisinin kötü makroekonomik sonuçlara sebep olabileceğine işaret etmektedir.

Yukarıda kısaca değinilen görüşlerden de anlaşılacağı üzere literatürde gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi politikası uygulamaları hakkında, çekinceli bir yaklaşım bulunmaktadır. Özellikle gerekli kurumsal ve finansal altyapı sağlanmaksızın politika uygulamalarında ciddi sorunlarla karşılaşabileceği belirtilmekte, bunun yanında söz konusu politikayı uygulayan ülkelerdeki enflasyon oranları performansına dayanılarak, politikanın gelişmekte olan ülkelerdeki sonuçlarının, gelişmiş ülkelere daha farklı olduğu ifade edilmiş olmaktadır. Bu durumda enflasyon hedeflemesi politikasının gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında ilk ve en önemli sonucu fiyat istikrarında sağlanan başarıdaki farklılıklar olarak belirlenebilir.

Bu noktada akla gelen diğer soru ise enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamakta olan gelişmekte olan ülkelerdeki fiyat istikrarı performansının tespit edilmesidir. Ancak bu noktada konunun daha iyi anlaşılabilmesi için şu tespitlerin yinelenmesine de ihtiyaç vardır. Gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi politikası her ne kadar oynaklık kriterlerine göre gelişmiş ülkelere göre daha kötü bir performans sergilemiş olsa da, söz konusu politikanın uygulanması sonrasında tıpkı gelişmiş ülkelere olduğu gibi enflasyon oranlarında bir düşüş sağlanmıştır. Başka bir deyişle enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde politika, enflasyon oranlarını iki basamaklı rakamların altına çekebilmiş ve bu ülkelerdeki kronik yüksek enflasyona bağlı sorunların çözümünde faydalı olabilmektedir. Öğretmen (2004) çalışmasında, hedefleme tarihinde gelişmekte olan ülkelerdeki ortalama enflasyon oranlarının % 12,39 düzeyinde olduğunu ancak bu rakamın 12 aylık politika süreci sonunda % 7,88 düzeyine 2003 yılı sonu itibariyle ise % 3,16 seviyesine gerilediğini belirtmektedir<sup>27</sup>.

Ancak gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi sonrası gerçekleşen enflasyon oranlarının oynaklığı konusu, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki farkı daha net bir biçimde ortaya koymaktadır. Fraga ve diğerleri (2003) tarafından yapılan çalışmada ülke grupları itibariyle

---

<sup>27</sup> Çalışmadaki ortalama yer alan gelişmekte olan ülkeler sırasıyla; Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail, Meksika, Peru, Polonya, Güney Afrika, Güney Kore, Tayland ve Filipinler'dir.

(gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere) 1997-2002 yılları arasında enflasyon oranlarının oynaklığı incelenmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bu konudaki nispi performans düşüklükleri tespit edilmiştir. Aynı çalışmada yine makroekonomik göstergeler içinde önemli bir yere sahip olan döviz kuru, faiz oranı ve GSMH büyümesi de oynaklık yönünden incelenmektedir (Tablo 3.1).

**TABLO 3.1. SEÇİLMİŞ VERİLERİN OYNAKLIK VE ORTALAMASI (03/1999 - 06/2002)**

Ülkeler	Temel Verilerin Oynaklığı				Ortalama	
	Enflasyon	Döviz Kuru (*)	GSMH Büyümesi (**)	Faiz Oranı	GSMH Büyümesi	Enflasyon
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>						
Avustralya	2.05	0.13	1.96	0.58	4.78	5.89
Kanada	0.83	0.04	1.3	1.14	3.57	1.96
İzlanda	2.45	0.15	3.13	3.02	4.17	4.05
Yeni Zelanda	1.21	0.16	3.61	1.47	3.09	1.65
Norveç	0.77	0.1	2.25	1.46	2.66	2.44
İsveç	1.11	0.12	2.41	0.44	2.58	1.24
İsviçre	0.54	0.08	1.14	0.92	1.79	0.85
İngiltere	0.92	0.06	0.79	1.13	2.61	2.46
<b>Ortalama</b>	1.24	0.11	2.07	1.27	3.16	2.57
<b>Medyan</b>	1.02	0.11	2.11	1.13	2.88	2.2
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>						
Brezilya	2.09	0,15***	2.06	7.06	1.81	5.89
Şili	1.3	0.17	3.25	-	3.11	3.88
Kolombiya	5.43	0.25	3.38	10.02	0.81	12.51
Çek Cumhuriyeti	3.46	0.09	2.73	5.81	1.18	5.31
Macaristan	4.09	0.16	-	1.13	-	11.21
İsrail	3.18	0.1	3.36	3.34	2.98	4.35
Meksika	5.98	0.07	3.17	7.26	4.05	11.72
Peru	3.04	0.11	3.45	5.5	2.11	3.89
Polonya	4.13	0.11	2.4	4.14	3.85	8.4
Güney Afrika	2.13	0.26	1.11	3.65	2.26	6.51
Güney Kore	2.36	0.14	6.38	5.52	4.31	3.73
Tayland	3.25	0.14	6.13	6.72	0.08	2.88
<b>Ortalama</b>	3.37	0.15	3.4	5.47	2.41	6.69
<b>Medyan</b>	3.22	0.14	3.25	5.52	2.26	5.6

Kaynak: Fraga ve diğerleri (2003)

(\*) Değişim katsayısını göstermektedir (standart sapma/ortalama).

(\*\*) Söz konusu çeyrekte yer alan değer bir önceki yıla göre değişimini göstermektedir.

(\*\*\*) Bu değer, 03/1999-06/2000 dönemini yansıtmaktadır.

Tablodan da görülebileceği üzere gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı, döviz kuru, GSMH büyümesi ve faiz oranındaki oynaklık değerleri sırasıyla 1.24, 0.11, 2.07 ve 1.27 düzeyinde iken gelişmekte olan ülkelerde aynı değişkenlere ait oynaklık değerleri 3.37, 0.15, 3.40 ve 5.47 olarak gerçekleşmiştir.

Benzer bir çalışmada Corbo ve Hebbel (2001) tarafından yapılmış ve bu çalışmada da enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkelerin yıllık enflasyon oranlarının hedef orandan sapma büyüklüğü tespit edilmiştir. Söz konusu tespit de enflasyon oranlarındaki sapmanın gelişmekte olan ülkelerde % 1.5-2 düzeyinde iken gelişmiş ülkelerde aynı oranın % 0.7 düzeyinde olduğu belirlenmiştir.

**TABLO 3.2. 18 ÜLKEDEKİ ENFLASYON HEDEFLEMESİ ALTINDA, ENFLASYON HEDEFLEMESİNDEN YILLIK ORTALAMA SAPMALAR (1989-2000)**

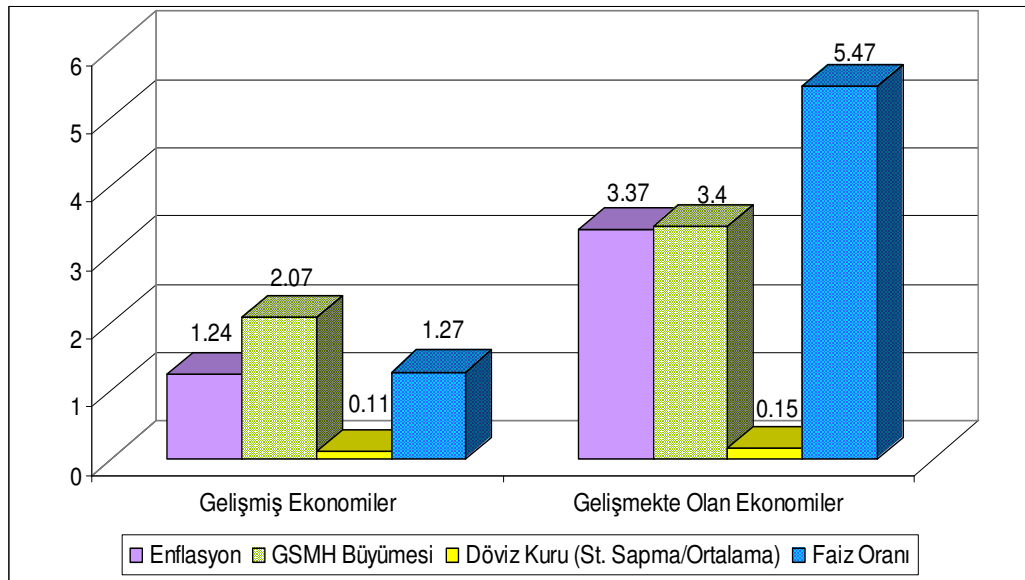
Ülkeler	Yüzdeler		Şimdiki Enflasyona Göre Pay	
	Görelî	Mutlak	Görelî	Mutlak
<b>Latin Amerika Ülkelerinde Tam Enflasyon Hedeflemesi</b>				
Brezilya	0.00	0.00	0.00	0.00
Şili	-0.12	0.40	-0.08	0.12
<b>Ortalama</b>	<b>-0.06</b>	<b>0.20</b>	<b>-0.04</b>	<b>0.06</b>
<b>Latin Amerika Ülkelerinde Kısmi Enflasyon Hedeflemesi</b>				
Kolombiya	-5.23	5.23	-0.54	0.54
Meksika	-0.68	0.68	-0.06	0.06
Peru	-0.67	0.77	-0.05	0.14
<b>Ortalama</b>	<b>-2.19</b>	<b>2.23</b>	<b>-0.22</b>	<b>0.25</b>
<b>Tam Enflasyon Hedeflemesini Eskiden Beri Gerçekleştiren Ülkeler</b>				
Avustralya	-0.18	1.13	1.25	1.44
Kanada	-0.15	0.20	-0.60	0.67
Finlandiya	-0.69	0.69	-2.12	2.12
İsrail	0.46	1.62	0.02	0.14
Yeni Zelanda	0.06	0.40	-0.08	0.25
İspanya	0.15	0.45	-0.01	0.21
İsveç	-0.71	0.71	1.05	1.05
İngiltere	0.09	0.31	0.00	0.12
<b>Ortalama</b>	<b>-0.12</b>	<b>0.69</b>	<b>-0.06</b>	<b>0.75</b>
<b>Tam Enflasyon Hedeflemesini Yeni Gerçekleştiren Ülkeler</b>				
Çek Cumhuriyeti	-0.60	0.82	-0.26	0.29
Polonya	1.00	1.00	0.10	0.10
Güney Afrika	-	-	-	-
Kore	-2.30	2.30	-0.71	0.71
Tayland	-	-	-	-
<b>Ortalama</b>	<b>-0.63</b>	<b>1.37</b>	<b>-0.29</b>	<b>0.37</b>
<b>Genel Ortalama</b>	<b>-0.60</b>	<b>1.04</b>	<b>-0.13</b>	<b>0.50</b>

Kaynak: Corbo ve Hebbel (2001)

Sonuç olarak gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesi politikası yalnızca fiyat istikrarındaki başarı açısından değil, aynı zamanda diğer bazı makro değişkenlerin söz konusu politikanın uygulanması sürecinde aldığı dalgalı değerler açısından da gelişmiş ülke deneyimlerinden farklılık göstermektedir.

### 3.1.2. GSMH Büyümesindeki Sonuçlar Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi

Bir önceki kısımda incelenen Fraga ve diğerlerine (2003) ait çalışmada da değinildiği üzere, gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesi politikasının önemli sonuçlarından biri de söz konusu politikanın bu ülkelerde GSMH büyümesinde yarattığı dalgalanmadır (Grafik 3.2). Literatürde sıkça değinilen ve enflasyon hedeflemesi politikasına yapılan eleştirilerin en önemlilerinden biri oran GSMH büyümesindeki dalgalanmalar konusu da, kanımızca üzerinde durulması gereken bir husustur.



**Grafik 3.2: 1997-2002 Yılları Arası Seçilmiş Verilerin Oynaklığı (Ortalama Standart Sapma)**

Kaynak: Fraga ve diğerleri (2003)

Mishkin (1999) bu durumla ilgili olarak, enflasyonun düşüş sürecinde enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyümede bazı sorunları beraberinde getirebileceğini, ancak düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına ulaşıldıktan sonra söz konusu stratejiye bağlı bir büyüme sorunun ortadan kalkacağını, Yeni Zelanda örneğini vermek suretiyle ortaya koymaktadır.

Corbo ve Hebbel (2001) çalışmasında ise aynı konuya ilişkin farklı bir yaklaşım ortaya konmuş ve "kayıp rasyosu" adı altında bir rasyo hesaplanarak enflasyon hedeflemesi politikası uygulamak suretiyle sağlanan fiyat istikrarının toplam GSMH kayıpları üzerinde yarattığı etki incelenmiştir. Söz konusu rasyo

hesaplamasında enflasyondaki yüzde 1 birimlik düşüşün toplam GSMH değerinde yarattığı yüzde değişim hesaplanmıştır.

Hesaplanan rasyolar Latin Amerika'da enflasyon hedeflemesi politikasını tam olarak uygulayan ve kısmen uygulayan ülkeler ile Latin Amerika ülkeleri dışında kalan ülkelere, söz konusu politikayı uzun süreden bu yana uygulayanlar ile yeni uygulamaya başlayanlar ülkeler bazında analiz edilmiştir. Aşağıda söz konusu rasyolar ve ülke grupları itibariyle aldığı değerler sunulmaktadır ( Tablo 3.3.).

**TABLO 3.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ İLE SAĞLANAN FİYAT İSTİKRARI SÜRESİNCE KARŞILAŞILAN KAYIP RASYOSU**

Latin Amerika				Diğer Ülkeler			
Tam Enflasyon Hedeflemesi		Kısmi Enflasyon Hedeflemesi		Tam Enflasyon Hedeflemesini Eskiden Beri Gerçekleştiren Ülkeler		Tam Enflasyon Hedeflemesini Yeni Gerçekleştiren Ülkeler	
Brezilya	-0.15	Kolombiya	0.15	Avustralya	1.14	Çek Cumhuriyeti	-0.66
Şili	-0.4	Meksika	-0.03	Kanada	-2.25	Polonya	-1.07
		Peru	0.06	Finlandiya	2.44	Güney Afrika	-2.27
				İsrail	0.6	Kore	0.39
				Yeni Zelanda	0.16	Tayland	1.89
				İspanya	2.5		
				İsveç	0.64		
				İngiltere	0.89		
<b>Ortalama</b>	<b>-0.28</b>	<b>Ortalama</b>	<b>0.06</b>	<b>Ortalama</b>	<b>0.77</b>	<b>Ortalama</b>	<b>-0.87</b>

Kaynak: Corbo ve Hebbel (2001)

Tablodan da görülebileceği üzere Latin Amerika ülkelerinde kayıp rasyosu değerleri oldukça düşük düzeyde seyretmekte, bu anlamda bu ülkelerin politikayı uygulama süreçlerinde GSMH'lerinde önemli düşüşler yaşamadıkları tespit edilebilmektedir. Ancak söz konusu enflasyon hedeflemesine yeni geçen Latin Amerika dışındaki ülkeler olduğunda rasyonun yüksek negatif değerler aldığı görülmektedir. Özellikle bu gruba dahil olan Güney Afrika, Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nde enflasyon hedeflemesi politikasının, GSMH kayıpları üzerinde önemli etkileri olmuştur. Latin Amerika dışındaki ülkeler grubunda olup, enflasyon hedeflemesi politikasını uzun süredir uygulayan ülkelere yalnızca Kanada'da politikanın GSMH açısından maliyeti yüksek olmuştur.

Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi politikasının GSMH üzerinde yarattığı etkiler 2 şekilde oluşmaktadır. Bunlardan ilki bu ülkelere politika sürecinde GSMH değerlerinde

dalgalanmaların artması ve ikinci olarak da fiyat istikrarının yakalanabilmesi için düşen enflasyon oranlarının GSMH kayıplarını artırmasıdır.

### **3.1.3. Dalgalı Döviz Kuru Rejimi'nin Sonuçları Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi**

Literatürde enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılıyor olması ve bunun yarattığı oynaklık artışı da, gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesinin sonuçları içerisinde sıklıkla incelenmektedir.

Mishkin (2000) çalışmasında enflasyon hedeflemesine yöneltilen temel eleştirilerden birinin de, söz konusu politikanın döviz rejimi olarak dalgalı döviz kuru rejimini gerektiriyor olmasının, finansal sistemde yaratması muhtemel istikrarsızlıklar olduğunu ifade etmekte ve özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bu eleştirinin dikkate alınması gerektiğine işaret etmektedir. Aynı çalışmada gelişmekte olan ülkelerde reel sektör firmalarının, bankacılık sisteminin ve hatta bireylerin bilançolarının yoğun bir dolarizasyonla karşı karşıya bulunduğu belirtilerek, bu durumun enflasyon hedeflemesi politikasına geçilmesine paralel olarak yaşanacak döviz kuru dalgalanmalarıyla olumsuz sonuçlar doğurabileceğinden bahsedilmektedir. Yerel para biriminde yaşanacak değer kayıplarının gelişmekte olan ülkelerin; yabancı para borçlarının büyümesine, bu ülkelerde faaliyet göstermekte olan firmaların bilançolarında kötüleşmeye ve finansal krizlerin artmasına sebep olabileceği ve bu risklerin göz ardı edilemeyeceği söz konusu olumsuz sonuçlardan bazılarıdır.

Mishkin (2004) çalışmasında da gelişmekte olan ülkelerdeki finansal yapının yukarıda anlatılan farklılıklarına tekrar değinmektedir. Bu çalışmada Mishkin, söz konusu yapısal farklılıklardan ötürü döviz kuru rejiminin yönetilmesi sürecinde, otoritelerin enflasyon hedeflemesi politikasının temel gereksinimlerinden biri olan dalgalı kur rejimini uygulayabileceğini ancak riskleri de tamamen göz ardı edemeyeceklerini belirtmekte ve gerektiğinde döviz kurlarının düzeltilmesine mecbur kalılabileceğini iddia etmektedir. Ancak bu durumun para politikasının döviz kuru hareketlerine bağlı olması gibi bir durumu da oluşturabileceği ve Calvo ve Reinhart'ın (2002)



çalışmasıyla gündeme gelen “dalgalanma korkusu” kavramının enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamakta olan gelişmekte olan ülkeler için gerçeğe dönüşeceği de aynı çalışmada yer alan diğer bir ifadedir.

Her iki çalışmada da söz konusu risklerin, enflasyon hedeflemesi politikasına bağlı olarak uygulanacak dalgalı döviz kuru rejiminin döviz kuru oynaklığını artırabileceği varsayımıyla oluşabileceği mantığı yer almaktadır. Bu noktada asıl önemli olan enflasyon hedeflemesi sonrasında gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru oynaklığının artıp artmadığının tespit edilmesidir.

Aslında enflasyon hedeflemesi sonrasında gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun oynaklığının artacağına ilişkin Fraga ve diğerlerine (2003) ait çalışmada yer alan bilgiler daha önceki kısımlarda sunulmuştu. Tekrar hatırlatmak gerekirse Fraga ve diğerlerine (2003) ait çalışmadaki analize göre gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi sonrası döviz kuru oynaklığı 0.11 düzeyinde iken aynı oran gelişmekte olan ülkelerde 0.15 düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu çalışmadaki bu değerlerden hareketle, enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması sürecinde gelişmekte olan ülkelerde kur riskine bağlı olumsuzlukların artabileceği görülmektedir.

#### **3.1.4. Varlık Fiyatlarında Gerçekleşen Sonuçlar Açısından Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi**

Enflasyon hedeflemesi politikasının varlık fiyatları üzerinde yarattığı etkiler, aslında sadece gelişmekte ya da gelişmiş ülkelere atfedilebilecek bir sonuç olarak değerlendirilmemelidir. Bu durumun en önemli sebebi varlık fiyatlarındaki aşırı hareketlerin aslında direk olarak enflasyon hedeflemesi politikası ile değil, söz konusu politikanın doğal bir sonucu olan düşük fiyat düzeylerine bağlı olarak şekillenmesidir. Başka bir deyişle varlık fiyatlarındaki aşırı artışların temel nedenlerinden biri düşük ve istikrarlı fiyat düzeyidir.

Tez çalışmasının “fiyat istikrarında yakalanan başarı açısından gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin sonuçlarının” incelendiği kısmında da belirtildiği üzere; gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikası her ne kadar oynaklık kriterlerine göre gelişmiş ülkelere göre daha kötü bir performans sergilemiş olsa da, söz konusu politikanın

uygulanması sonrasında tıpkı gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon oranlarında ciddi bir düşüş sağlanmıştır. Bu nedenle kanımızca enflasyon hedeflemesi politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkileri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için düşen enflasyon oranları nedeniyle gerçekleşmeye devam etmektedir.

Son zamanlarda dünya finans piyasalarında, düşen enflasyon oranları ile birlikte yakalanan istikrarlı fiyat düzeyinin, finansal krizleri önlemede yeterli olmayışı bu konudaki incelemelerin artmasına da neden olmuştur. Bir çok araştırmada söz konusu durumun en temel nedeninin istikrarlı fiyat düzeyinde oluşan aşırı varlık fiyatları dengesizliği olduğu tespit edilmiştir<sup>28</sup>.

Srejber (2002) fiyat istikrarı amacının bir çok ülke ekonomisi için ilk sıralara yerleşmesi sonrasında, varlık fiyatlarında aşırı bir artış olduğunu, özel tasarrufların azaldığını ve bu ülkelerde önemli bir kredi plasmanı patlaması yaşandığını belirtmekte bu nedenle 1990'lı yılların sonuna gelirken finansal dengesizliklerin makroekonomik olarak önemli bir sorun halini aldığını ifade etmektedir.

Borio (2005) ise konuya başka bir açıdan bakmakta ve dünya ekonomilerinde yakalanan istikrarlı fiyat düzeyleri beraberinde oluşan varlık fiyatları enflasyonunun şans eseri oluşmadığı, merkez bankaları tarafından gösterilen başarıya karşı bir tepki olarak enflasyonist baskının varlık fiyatları enflasyonu şeklinde kendini göstermeye başladığı tespitinde bulunmaktadır.

Goodfriend (2001) ise son 20 yıllık dönemde merkez bankalarının piyasalarda kredibiliteye sahip olmak için istikrarlı fiyat düzeylerini hedeflediklerini ve bu düzeye ulaşılabilmesi için gerekli politikaların uygulanmaya çalışıldığını, ancak düşük enflasyon oranlarının ekonomideki canlılık ve duraklama evrelerinin önlenmesine yeterli olmadığını belirtmektedir. 1987 yılında ABD sermaye piyasalarında yaşanan kriz ve birkaç yıl sonrasında Japonya'da yaşanan sermaye-emlak piyasaları krizlerinin varlık fiyatlarındaki aşırı hareketlerin olumsuz etkilerini gösteren iyi

---

28 Tez çalışmasının 2. bölümünde finansal istikrar ile para politikası arasındaki ilişkinin incelendiği kısımda belirtildiği üzere, ekonomide yeni çevre hipotezi parasal istikrarın finansal istikrar için yeterli olmadığını finansal istikrarsızlığın meydana gelmesindeki asli unsurun finansal dengesizlikler olduğunu iddia etmekte bu nedenle geleneksel yaklaşımın yetersizliklerine eleştiriler getirmektedir.

birer örnek olduğunu söyleyen Goodfriend'e göre, 1997 Uzakdoğu ve 1998 Rusya krizleri de bu anlamda önemli ipuçları içeren birer kriz örneğidirler. Söz konusu krizler örnek gösterilmek suretiyle çalışmada, merkez bankalarının para politikası uygulamalarında yalnızca düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarını değil aynı zamanda istikrarlı varlık piyasaları ve makroekonomik ortamı da göz önünde bulundurması gerekliliği üzerinde durulmaktadır.

Borio ve Lowe (2002) çalışmasında düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının finansal istikrarı desteklediğini, ancak finansal dengesizliklerin enflasyonda önemli artışların olmadığı dönemlerde de gerçekleşebileceğini ifade etmektedir. Çalışmada finansal dengesizliklerin oluşmasındaki en önemli hususun varlık fiyatlarında yaşanması muhtemel aşırı fiyat hareketleri olduğu da belirtilerek istikrarlı fiyat düzeyinde yaşanabilecek varlık fiyatları dalgalanmalarının göz önünde bulundurulması gereken önemli bir husus olduğu da iddia edilmektedir.

Kakes ve Ullersma (2002) konuya farklı bir bakış açısı getirmekte ve canlılık dönemlerinde ekonomide oluşacak arz yanlı geçici olumlu gelişmelerin daimi olarak değerlendirilebileceğine işaret ederek, bu durumun aşırı yatırımlara ve önemli miktarda kredi büyümelerine sebep olarak varlık fiyatlarında enflasyon yaratabileceğini tespit etmektedir. Çalışmada varlık fiyatları enflasyonu ile kredi büyümesinin birbirini destekleyen iki önemli unsur olduğu da belirtilmiş ve yüksek varlık fiyatlarının teminat olarak gösterilmesinin daha yüksek kredi plasmanını sağladığı, kredilerdeki bu büyüme trendinin ise daha fazla varlık talebi şeklinde ortaya çıkmak suretiyle varlık fiyatları enflasyonunu artıran bir mekanizmaya dönüştüğü iddia edilmiştir.

Sonuç olarak yukarıda ele alınan bütün çalışmalar düşük ve istikrarlı enflasyon ortamında varlık fiyatlarında yaşanan aşırı fiyat hareketlerinin oluşma nedenini ve bunun finansal sistem istikrarı açısından oldukça önemli olduğunu ifade etmektedir.

Daha öncede belirtildiği üzere enflasyon hedeflemesi politikası fiyat istikrarında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından diğer para

politikası stratejilerine göre daha başarılı bir politika olmakla beraber, fiyat istikrarının varlık fiyatlarında yarattığı aşırı hareketler ve bunun neden olduğu finansal dengesizlikler açısından oldukça ciddi bir biçimde analiz edilmeyi gerektirmektedir.

### **3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Sonuçlarının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi**

Bir önceki kısımda enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde yarattığı 4 temel olumsuzluk tespit edilmiştir. Özetlemek gerekirse enflasyon hedeflemesi politikası gelişmekte olan ülkelerde;

- Enflasyon oranlarını iki basamaklı rakamların altına çekebilmiş ve bu ülkelerdeki kronik yüksek enflasyona bağlı sorunların çözümünde faydalı olabilmiş, ancak oynaklık kriterlerinde gelişmiş ülkelere göre daha kötü bir performans sergilemiş,
- GSMH değerlerinde dalgalanmaların artmasına ve fiyat istikrarının yakalanabilmesi için düşen enflasyon oranlarının GSMH kayıplarını oluşturmasına neden olmuş,
- Döviz kuru oynaklığının artması ihtimalini, politikanın dalgalı kur rejimini gerektiriyor olması nedeniyle gündeme getirmiş,
- Fiyat istikrarına bağlı olarak varlık fiyatlarındaki dengesizlikleri artırmış ve bu yolla finansal dengesizliklere katkıda bulunmuştur.

Yukarıda sıralanan 4 temel olumsuzluğun her enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkede aynı şekilde gelişmesi doğal olarak beklenemez. Ancak gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikasının sonuçlarının incelenmesi ülkemiz başta olmak üzere söz konusu politikayı uygulamaya başlayan ülkelerin ne tür risklerle karşılaşabileceğinin anlaşılması açısından büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle yukarıda sayılan her bir risk unsurunun finansal istikrarı etkileme yollarının tespiti politika uygulayıcıları açısından yol gösterici bir niteliğe sahip olabilecektir. Aşağıda sırasıyla her bir risk unsurunun finansal sistem istikrarını ne yolla etkilediği açıklanmaya çalışılmaktadır.

### 3.2.1. Enflasyon ve Büyüme Oynaklığının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi

Enflasyon hedeflemesi politikasının gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranlarının düşmesine neden olurken, bu ülkelerde gelişmiş ülkelere göre söz konusu oranın oynaklığında yarattığı olumsuz değişimler finansal istikrarla oldukça yakından ilgili olmakla beraber, aslında söz konusu sonucun aynı ülkelerdeki GSMH büyüme oranındaki oynaklık ile birlikte analiz edilmesi uygun olacaktır.

Bu durumun temel nedeni enflasyon oynaklığı ile büyüme oynaklığı arasındaki pozitif ilişkidir. Başka bir deyişle artan enflasyon oranları oynaklığı GSMH oranlarının büyümesinde de oynaklığı artırıcı bir etkiye sahiptir. Nitekim bir önceki kısımda değinilen literatür çalışmalarında da artan enflasyon oranı oynaklığıyla birlikte oluşan ekonomik büyüme oynaklıklarından bahsedilmiş ve enflasyon hedeflemesi uygulaması sonucu artan enflasyon oranları oynaklığının ekonomik büyüme oynaklığıyla birlikte gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesi politikasının temel risk unsurları oldukları belirtilmiştir.

Enflasyon oranlarındaki oynaklık ile ekonomik büyüme oynaklığının pozitif ilişkisine dair literatürde bir çok çalışmaya da rastlanmaktadır. Örneğin Judd ve Rudebusch (1998), Taylor (1999) ve Clarida, Gali ve Gertler'e (2000) ait çalışmalarda, ABD para politikasının 1970'lerden bu yana enflasyon oranlarındaki artışlara agresif bir biçimde tepki göstererek enflasyonu kontrol altına aldığı belirtilmekte ve bu yolla enflasyon beklentilerinin çıpalanarak politika uygulayıcılarının üretim şoklarına karşı gerekli önlemleri almalarının sağlandığı ifade edilmektedir. Söz konusu politika uygulamaları sayesinde ABD para politikasının düşük enflasyon oynaklığı ile birlikte düşük ekonomik büyüme oynaklığı hedefine de ulaştığı tespiti de aynı çalışmalarda yer almaktadır. Yine benzer bir çalışmada Fritsche ve Kuzin (2004); Almanya'da ulaşılan düşük ekonomik büyüme oynaklığının para politikasında sağlanan başarıyla ilişkilendirmişler ve enflasyon oynaklığındaki azalmanın ekonomik büyüme oynaklığındaki azalmaya neden olduğu görüşünü savunmuşlardır (Browne ve diğerleri 2005).

Yukarıda referans verilen çalışmalardan da anlaşılacağı üzere, makroekonomik olarak enflasyon oynaklığı ile büyüme oynaklığı arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Bu noktadan hareketle; enflasyon hedeflemesi politikasının gelişmekte olan ülkelerde yarattığı yüksek enflasyon ve büyüme oynaklığının birlikte değerlendirilmesi uygundur. Asıl sorun enflasyon ve büyüme oynaklığında yaşanan artışların finansal istikrarı hangi yollardan etkilediğinin tespit edilmesidir. Aşağıda sırasıyla hangi mekanizmalar yoluyla bu etkileşimin oluştuğu analiz edilmektedir.

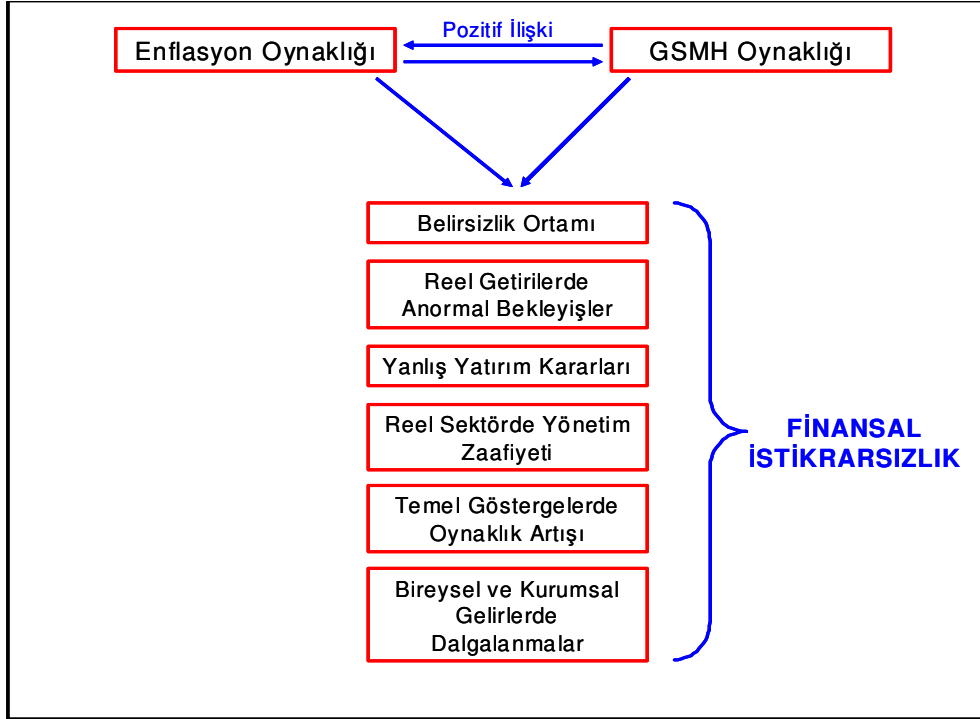
- Öncelikle hem enflasyonda hem de GSMH büyümesindeki dalgalanmaların bir ekonomi üzerindeki en önemli etkisi, belirsizliklerin artması ile ilgilidir. Çünkü, enflasyonda ve büyümede yüksek oynaklığa sahip bir ekonomide, gelecek getirileri ile ilgili beklentiler olumsuz yönde etkilenmekte, böylece asimetrik enformasyon sorunu daha da derinleşmekte ve sonuç olarak finansal sistemin mekanizması hem borç vericiler hem de borç alıcıları açısından bozulmuş olmaktadır. Enflasyon ve ekonomik büyüme oranlarının değişim aralığının yüksek olmasıyla oluşan belirsizlik ortamında, bireysel ve kurumsal bazda planlama yapılması da güçleşmektedir.
- Buna ilave olarak yüksek enflasyon ve büyüme dalgalanmaları ekonomik ajanların alternatif yatırım kararlarında olumsuzluğa ve etkinlik kaybına yol açabilme riskini beraberinde getirmektedir. Başka bir deyişle enflasyon ve büyüme dalgalanmalarına bağlı yanlış yatırım kararları finansal sistemin sağlıklı işleyişini bozabilmektedir.
- Yüksek enflasyon ve büyüme oranı dalgalanmalarının gelecek reel getirileri için yaratacağı anormal beklentilerde, finansal istikrarla yakından ilgilidir. Çünkü gelecekte oluşacak reel getirilerdeki yüksek beklentiler, bireylerin ve kurumların borçlanma miktarında artışa sebep olacak ve bu durum finansal istikrarın temel unsurlarından olan kredi riskinin artması sorununu da beraberinde getirecektir. Bilindiği üzere yanlış reel getiri beklentilerine dayalı borçlanma, özellikle finansal sistemin

kırılganlığının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler için, sistemin şoklara karşı duyarlılığını artıran bir özellik taşımaktadır.

- Ekonomideki fiyat seviyelerinin dalgalı bir hal alması, reel sektörde faaliyet göstermekte olan kurumların yönetim zafiyetlerini de artıracaktır. Çünkü dalgalı bir enflasyon ortamında yönetim kararlarının ve buna dair muhasebe hareketlerinin kısa dönemli olması mecburidir. Başka bir deyişle dalgalı enflasyon ortamı üretim karar süreçlerindeki verimliliği azaltacak ve bu nedenle finansal sistemle olan ilişkileri açısından reel sektör şirketlerinin zafiyetlerinin oluşmasına ve bunun muhasebe anlamında şirketlerin finansal tablolarına yansımaya oldukça uygun bir ortam hazırlayacaktır.
- Enflasyon ve büyümedeki dalgalanmaların yüksek oluşunun finansal istikrar açısından bakıldığında diğer bir sonucu ise, temel politika değişkenlerinden olan faiz ve vergi oranlarındaki dalgalanmaların da artıyor olmasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde önemli bir sorun olarak var olan vade uyumsuzluğunun faiz şokları karşısında sisteme verdiği büyük zararlar düşünüldüğünde, enflasyon ve büyümedeki dalgalanmaların finansal sistemi faiz de yaratacağı dalgalanmalarla ne boyutta etkileyebileceği daha net anlaşılmaktadır.
- Enflasyon ve büyümedeki dalgalanmaların kurumların ve bireylerin gelirlerinde yaratacağı ani değişiklikler de dikkate alınması gereken önemli bir husustur. Ani enflasyon ve büyüme eğilimi değişikliklerinde kurumların gelirlerinde beklenenden daha büyük kayıpların yaşanması, buna ilave olarak işsizliğin artması veya kişisel gelirlerinin azalması yoluyla da bireysel ödeme kapasitesinin düşmesi de büyük önem arz etmektedir. Bir anlamda enflasyon ve büyümedeki dalgalanmaların artması kurumsal ve bireysel bazda geliri azaltıcı bu yolla da finansal

sistemi tahsili gecikmiş alacakların artmasıyla bozucu bir etkiye sahip olabilecektir.

Yukarıda kısaca değinilen hususların hepsinin aynı anda görülmesi ve bu yolla finansal istikrar ile dalgalı enflasyon ve büyüme oranlarının etkileşiminin anlaşılması için aşağıdaki şeklin incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir (Şekil 3.1).



Şekil 3.1: Enflasyon ve GSMH Oynaklığının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi

### 3.2.2. Enflasyon Hedeflemesinde Dalgalı Kur Rejimin Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi

Ülkemiz başta olmak üzere daha önce diğer gelişmekte olan ülkelerde de, para politikası stratejisi olarak uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejisinin ekonomik ve finansal krizlerin oluşmasında ne denli büyük bir etkisinin olduğu bilinmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin yurtdışı sermaye hareketlerine sıkı sıkıya bağlı olmaları, bu ülkelerin döviz kuru hedeflemesine dayalı bir para politikasının uygulamasındaki zorlukları artırmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler, döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikalarının mahsurlarından korunmak ve fiyat istikrarı hedefine daha etkili bir yolla ulaşabilmek amacıyla, günümüzde dalgalı kur rejimi ile birlikte enflasyon hedeflemesi politikasına geçmeye başlamışlardır.



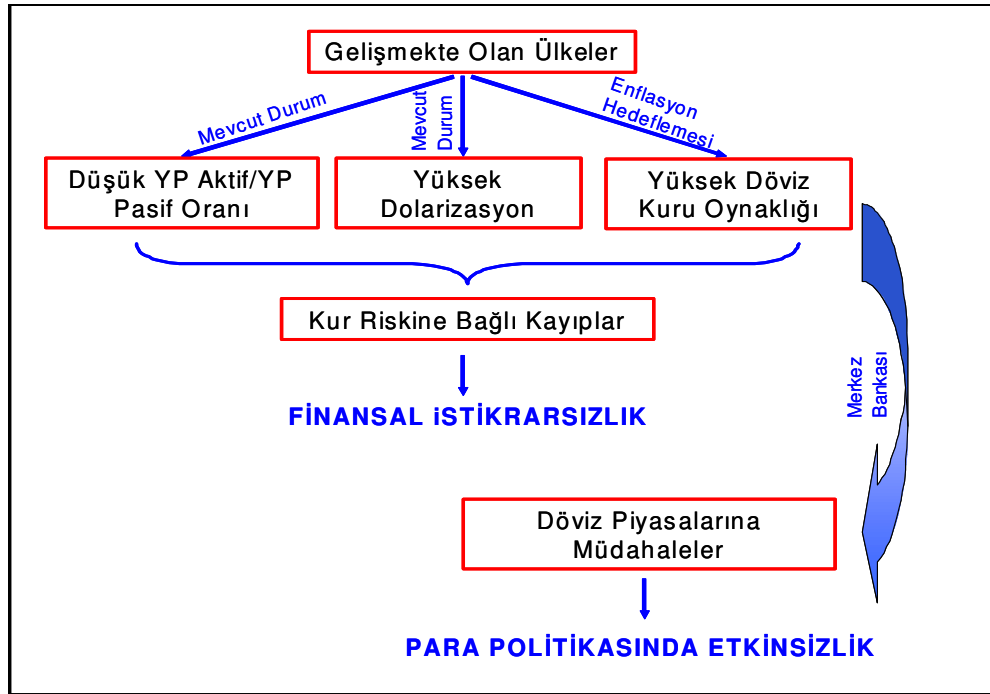
Ancak bütün para politikası stratejilerinin kendine has riskleri enflasyon hedeflemesi politikası içinde söz konusu olmaktadır. Enflasyon hedeflemesini uygulamakta olan ülkelerde dalgalı kur rejiminin uygulanıyor olması da beraberinde bazı riskleri getirmektedir. Daha öncede değinildiği üzere döviz kuru oynaklığı açısından bakıldığında dalgalı döviz kuru rejiminin uygulandığı gelişmekte olan ülkelerde, söz konusu oynaklığın arttığı tespit edilmiştir. Bu durumda enflasyon hedeflemesi politikası ile oluşacak yüksek döviz kuru oynaklığının de analiz edilerek finansal istikrarla ilişkilendirilmesi büyük önem arz etmektedir.

Yüksek döviz kuru oynaklığının finansal sistemde yaratacağı sorunların ne şekilde gelişebileceğinin anlaşılması, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerindeki kur riskinin analiz edilmesiyle mümkündür. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin tipik özelliklerinden biri, bu ülke finansal sistemlerinde Yabancı Para (YP) aktiflerin YP pasiflere oranının yüksek olmasıdır. Başka bir deyişle bu ülkelerde bankaların YP yükümlülüklerini karşılama noktasında çok güçlü olmadıkları bilinmektedir. Özellikle bu ülkelerin bilançolarındaki yoğun dolarizasyon, bu sorunu daha da derinleştirmektedir.

Bu nedenle bu ülkelerde döviz kurlarının oynaklığının yüksek oluşu kur riskinin realize edilmesi ihtimalini artırıcı bir etkiye sahiptir. Döviz kurlarındaki ani çıkış ve inişler finansal sistemin YP yükümlülüklerini karşılamada zorluklar yaşamasını sağlamakta bu durum ise hem banka hem de sistem bazında risklerin artmasına neden olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi politikası ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimini uygulamakta olan gelişmekte olan ülke merkez bankaları, söz konusu risklerin bertaraf edilmesi için bazı durumlarda döviz piyasasına müdahalelerde bulunabilmekte ve oynaklığın azaltılması yoluyla risklerin realize edilmesini engelleyebilmektedirler. Ancak enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması sürecinde, döviz piyasalarına yapılacak yoğun müdahalelerin de para politikasının etkinliğinde sorunlar oluşturabileceği gözardı edilmemelidir.

Sonuç olarak yoğun dolarizasyon ve kur riskine maruz bulunan gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesi politikası ile birlikte uygulanacak dalgalı döviz kuru rejimi, finansal istikrara olumsuz etkileri bakımından önem arz etmekte ve politika uygulayıcıları için ciddi bir sorun teşkil etmektedir. Bir önceki kısımda yapıldığı gibi, değinilen hususların hepsinin aynı anda görülmesi ve bu yolla finansal istikrar ile enflasyon hedeflemesi politikasıyla birlikte uygulanacak dalgalı döviz kuru rejiminin etkileşiminin anlaşılması için, aşağıdaki şeklin incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir (Şekil 3.2).



Şekil 3.2: Döviz Kuru Oynaklığının Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi

### 3.2.3. Varlık Fiyatlarındaki Aşırı Hareketlerin Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi

Uzun yıllar kronik yüksek enflasyonla yaşayan bütün gelişmekte olan ekonomilerde para politikası stratejileriyle varılmaya çalışılan ana hedef düşük ve istikrarlı fiyat düzeyidir. Ancak düşük enflasyon oranlarına ulaşılması da dünya ekonomilerinde finansal istikrarsızlık tehlikesinin ortadan kalkmasında yeterli olmamıştır. Başka bir deyişle yüksek enflasyon oranlarında karşılaşılan sorunların giderilmesi açısından başarılı olabilen enflasyon hedeflemesi politikası, finansal dengesizliklerin giderilmesi

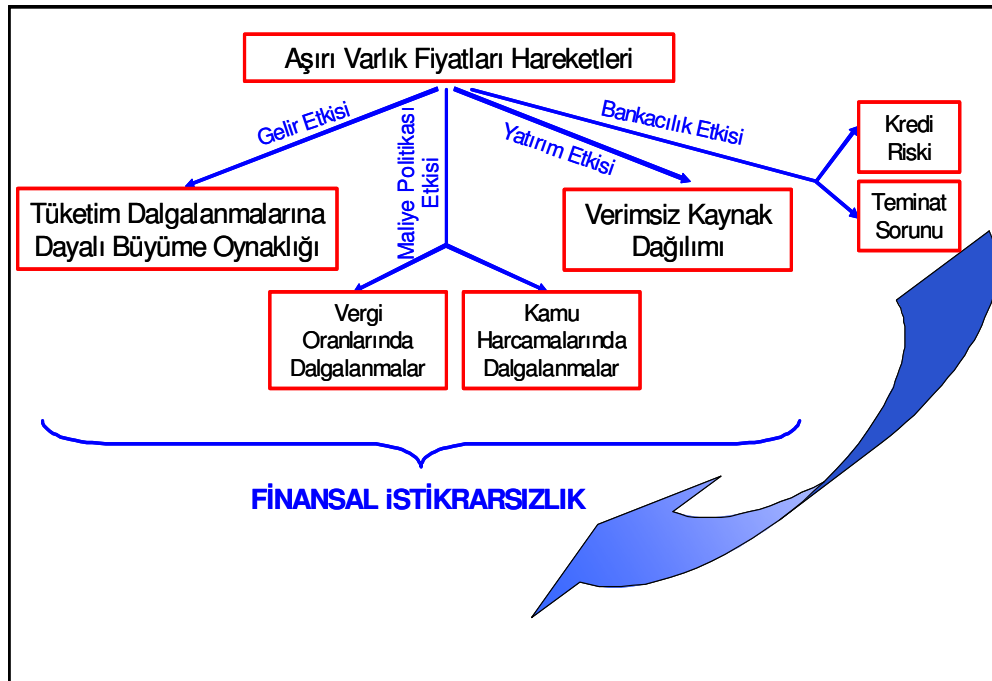
noktasında bütün beklentileri karşılayamamıştır. Bu durumun temel nedenlerinden biri de düşük enflasyon oranları ile birlikte gündeme gelen aşırı varlık fiyatları hareketleridir. Çalışmanın bu kısmında aşırı varlık fiyatları hareketlerinin finansal istikrarı hangi yollarla etkileyebileceği tartışılacaktır. Aşırı varlık fiyatları hareketleri finansal istikrarı 4 yolla etkileyebilir (Cecchetti 2005). Aşağıda sırasıyla bu etkileşimlere değinilmektedir:

- Öncelikle aşırı fiyat hareketlerinin ilk etkisi hanehalkı üzerinde olmaktadır. Çünkü gerek gayrimenkul gerekse sermaye piyasalarındaki aşırı hareketler hanehalkının gelirinde yarattığı etkiyle tüketimi etkilemektedir. Örneğin söz konusu piyasalardaki yüksek fiyat düzeylerinde kişilerin tüketiminde ciddi artışlar yaşanırken, düşük fiyat seviyelerinde mekanizma tersine çalışmakta ve tüketimde azalmaları beraberinde getirebilmektedir. GSMH toplamı içinde önemli bir yer tutan tüketimdeki bu denli aşırı hareketlenmeler ise, genel bir büyüme dengesizliğine sebep olmakta ve oynaklığı yüksek bir ekonomik büyüme finansal istikrarı tehdit edebilir bir hal almaktadır.
- Aşırı fiyat hareketlerinin ekonomik büyümede yarattığı sorunlar maliye politikalarını da etkileyebilmektedir. Yüksek GSMH dönemlerinde artan vergi gelirlerine bağlı olarak artan kamu harcamaları ve düşen vergi oranları, aşırı fiyat hareketlerinin düşüş yönünde eğilim göstermesiyle birlikte değişmekte ve bütçe açıklarına neden olabilmektedir. Bu durum da genel makroekonomik denge üzerinde olumsuzluklar yaratmakta ve finansal sistemin istikrarını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.
- Yatırım kararlarındaki dengesizlikler ve kaynakların verimsiz dağılımı da aşırı fiyat hareketlerine bağlı olarak artmaktadır. Özellikle sermaye piyasasında işlem gören hisse sentlerinin fiyatlarındaki aşırı artışlar bu şirketlerle ilgili gelecek dönem beklentilerini artırmakta ve bu nedenle daha fazla yatırıma sebep olmakta iken, söz konusu fiyat artışlarının yaşanmadığı sektörlerde finansman zorlaşmaktadır. Bu duruma en güzel örnek ABD'de 1990'lı yılların sonunda yaşanan internet şirketleri

fiyatlarındaki balonlardır. Söz konusu dönemde ABD’de aşırı fiyat artışlarının olduğu internet şirketlerine yatırımlar ciddi bir biçimde artmış, bu nedenle geleneksel sanayi şirketlerinin sermaye piyasalarından finansmanında zorluklar yaşanmıştır. Bu şekilde oluşan verimsiz kaynak dağılımı ise ekonominin genel dengelerini bozmak suretiyle finansal sisteme önemli zararlar vermiştir.

- Aşırı fiyat hareketlerinin yukarıda sıralanan ilk üç dolaylı etkisinden başka finansal sistem üzerinde doğrudan yaratacağı etkileri de mevcuttur. Finansal sistem üzerindeki doğrudan etkinin ana kaynağı, varlıkların bankacılık sisteminin ana teminat kaynağı olmasıdır. Örneğin varlık fiyatlarındaki aşırı yükselme dönemlerinde finansal sistemin kullandığı krediler artmakta ve bu kredilere karşılık da yüksek fiyattan teminatlar kabul edilmekte iken, piyasada fiyatların düşmesi ile kredi alanlar borç ödeyemez duruma gelmekte ve teminat olarak alınan varlıklarda borçların ödenmesine yetmemektedir.

Aşağıda aşırı varlık fiyatları hareketlerinin finansal istikrar ile etkileşiminin 4 ana mekanizmasına ait şekil sunulmaktadır (Şekil 3.3).



Şekil 3.3: Aşırı Varlık Fiyatları Hareketlerinin Finansal İstikrarla İlişkilendirilmesi

Sonuç olarak finansal istikrarın sağlanması için büyük önem arz eden, fiyat istikrarının sağlanması ve makroekonomik hayatta güvenin tesis edilmesi için güçlü bir para politikası stratejisi olarak karşımıza çıkan enflasyon hedeflemesinin, olası riskleri gözönünde bulundurularak uygulanması halinde gelişmekte olan ülkelerde başarılı olmaması için bir neden yoktur. Kanımızca enflasyon ve büyüme oranlarındaki dalgalanmaların artmasına bağlı gelişecek kredi riskinin, dalgalı döviz kuru rejimiyle artması beklenen döviz kurları oynaklığına bağlı gelişecek kur riskinin ve son olarak da varlık fiyatlarındaki aşırı fiyat hareketlerine bağlı gelişecek olan makroekonomik risklerin gözönünde bulundurulması ve başta merkez bankaları ve finansal sistem denetiminden sorumlu otoriteler olmak üzere bütün otoritelerin güçlü bir işbirliği ile sistemi kontrol altında tutması politikanın başarısını kolaylaştıracaktır.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE ANALİZİ**

Tez çalışmasının bundan önceki bölümlerinde finansal istikrarın tanımlanması ve para politikası ile ilişkisi üzerinde durulmuş ve özellikle para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin kullanılmasının, finansal istikrarı ne şekilde etkileyebileceği açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde ise ülkemizde para politikası tercihlerinin finansal istikrara etkisinin tespitine ilişkin incelemeler gerçekleştirilecek ve daha sonra da söz konusu incelemelerden hareketle politika çıkarımlarına yer verilecektir.

#### **4.1. Ülkemizde Para Politikası Tercihlerinin Finansal İstikrara Etkisinin Tespiti**

##### **4.1.1. Amaç**

Finansal istikrar kavramının üzerinde görüş birliğine varılmış bir tanımının bulunmaması ve çeşitli yaklaşımlar tarafından farklı şekillerde ele alınıyor olması, söz konusu kavramın diğer makroekonomik göstergelerle ilişkilendirilebilmesini de zorlaştırmaktadır.

Özellikle finansal istikrarın, günümüz para politikası stratejilerinin temel hedefi olan fiyat istikrarı ile ilişkisinin anlaşılabilmesi, söz konusu tanımlamanın belirgin olmayışı nedeniyle zor olduğundan literatürde bu ilişkiye dair çalışmalara da sık rastlanamamaktadır. Tez çalışmasının 2. bölümünde para politikası stratejileri ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyi anlatan literatürdeki tek çalışma olan Herrero ve Rio'nun (2003) çalışması hakkında detaylı açıklamalara yer verilmiş olmakla birlikte, bu çalışmada da finansal istikrarsızlığın yalnızca bankacılık krizleri olarak algılandığı unutulmamalıdır. Hatırlanacağı üzere söz konusu çalışmada finansal istikrarsızlık için bankacılık krizi durumu baz alınmış bu sebeple 1970-1999 yılları arasında 27'si gelişmiş, 32'si gelişmekte olan ve 20'si geçiş ekonomisi olmak üzere toplam 79 ülkedeki bankacılık krizi durumları belirlenmiştir.

Yukarıdaki gerekçeler göz önünde bulundurularak tez çalışmasında finansal sistem istikrarının analizinde kullanılabilecek bir endeks tespit edilmeye çalışılacaktır. Her ne kadar tek bir endeks ile bir çok makro ve mikro unsurdan etkilenmekte olan finansal istikrarın varlığı hakkında kesin yargılara ulaşılamıyor olsa da, bu şekilde bir endeksin tespitinin finansal istikrarın analizi için anlamlı bilgiler içeriyor olması ihtimali de göz ardı edilmemelidir.

Finansal istikrarın analiz edilebilmesine olanak sağlayan bir endeksin tespit edilebiliyor olmasının diğer bir avantajı ise, söz konusu endeksin çalışmamızın temel amacı olan para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin anlaşılabilmesine de imkan sağlayabilmesidir.

Sonuç olarak tez çalışmasının bu bölümünde amaç, özellikle para politikasının temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarı ne şekilde etkilediğinin anlaşılması bu yolla ülkemizde enflasyon ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin analiz edilebilmesidir. Daha öncede ifade edildiği üzere finansal istikrar kavramı bir çok unsurdan etkilenmeye açık bir kavram olduğu için, yalnızca fiyat istikrarının veya başka bir deyişle para politikasının etkilerinin değil, diğer makro göstergelerin finansal sistemi ne şekilde etkilediği de anlaşılmalı olacaktır.

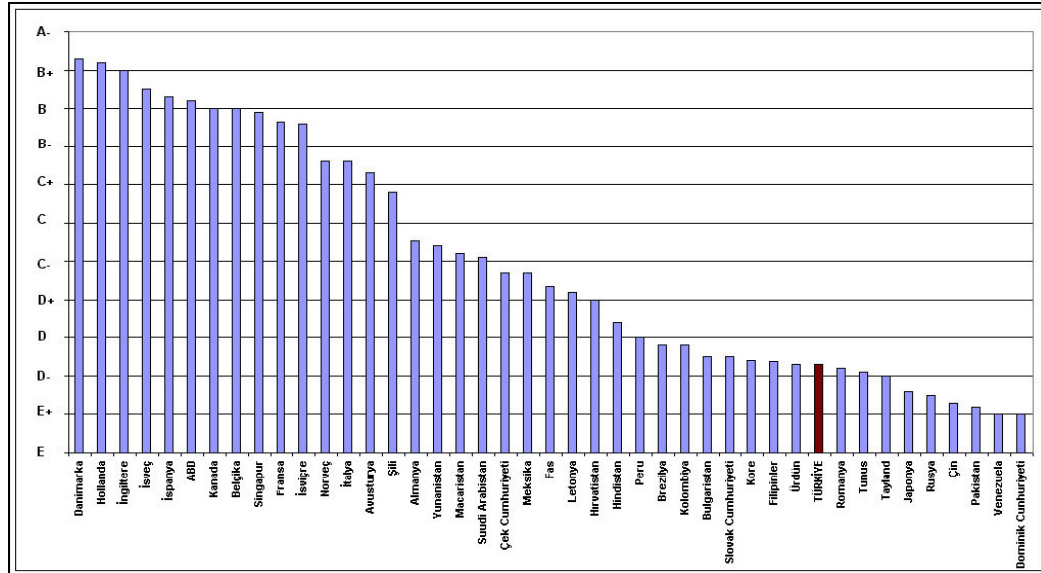
#### **4.1.2. Finansal İstikrarın Endekslenmesi**

Günümüzde başta kredi derecelendirme şirketleri olmak üzere bir çok kuruluş, finansal sistemin sağlamlığını ölçen endeksler oluşturmak suretiyle, finansal istikrarın analizi üzerinde çalışmalarını sürdürmektedirler.

Kredi derecelendirme şirketlerinden olan Moody's söz konusu endekslerden faydalanarak analiz yapan şirketlere güzel bir örnek olarak gösterilebilir. Hesaplama yöntemleri farklılık arz etse de, "Moody's" ortalama banka finansal sağlamlık derecelerini (OBFSD) ülkeler bazında ortaya koymaktadır. Bankaların isimlerine yer verilmemekle birlikte, aslen banka bazında hazırlanan ve bankaların güvenilirliği ve sağlamlığını ortaya koyan derecelendirme, Moody's dışındaki farklı kuruluşlarca da gerçekleştirilmektedir. Grafik 4.1'den de görüleceği üzere, 43 ülkeyi kapsayan derecelendirmede Türkiye'nin söz konusu ortalama sağlamlık derecesi, ortalamanın altında ve oldukça düşük seviyelerdedir. Şekilde, Danimarka,

Hollanda ve İngiltere OBFSD'leri en yüksek ilk 3 ülke olarak karşımıza çıkarken; Pakistan, Venezuela ve Dominik Cumhuriyeti en düşük dereceye sahip son 3 ülke olmuştur.

OBFSD, bankaların ülke riskleri ile ilişkilendirilmemesi mantığıyla yalnızca kredi profillerini, sermaye yeterlilikleri ve kalitelerini, varlık kalitelerini, karlılıklarını ve vade yükümlülüklerini karşılayacak likiditelerini ve hatta faiz oranı ve döviz kurlarının değişimlerine karşı hassasiyetlerini değerlendirmeye almakta, bu yolla gerçek bir finansal sistem analizine ulaşmayı amaçlamaktadır. Buna ilave olarak, bankaların risk kontrol mekanizmalarına ve risk yönetim stratejilerine ulaşmaya çalışarak söz konusu derecelendirmelerin içine katmaktadır.



**Grafik 4.1: Mayıs 2004 Yılı itibariyle Ülkeler Bazında Ortalama Banka Finansal Sağlık Dereceleri (OBFSD)**

Kaynak:Moody's

Yukarıdaki endekste amaç ülkeler itibariyle Moody's şirketinin finansal sisteme bakışını ortaya koymaktadır. Ancak ülkemiz için yapılacak bir endeksleme işleminde asıl önemli olan söz konusu endeksin yaşanan finansal krizleri açıklayabilme yeteneğidir. Bu yönüyle bakıldığında oluşturulacak endekse dahil olacak göstergeler ve bunların geçmiş değerlerinin tespit edilmesi büyük önem kazanmakta ve oluşturulacak endeksin bu kriterlere uygunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir.



TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü'nce Ağustos 2005 tarihinde ilki yayınlanan "Finansal İstikrar Raporu'nda", finansal sistemin analizinin daha anlaşılır bir hale getirilebilmesi için "finansal sağlık endeksi" oluşturulmuş ve hangi değerleri aldığı Aralık 1999-Mart 2005 arası dönem baz alınarak tablo şeklinde aynı rapor içinde sunulmuştur. Bu endeksin tez çalışmasında da kullanılması, hem içerdiği göstergelerin finansal sistemin analiz edilebilmesi açısından güçlü olması hem de genel olarak bakıldığında ülkemizde yaşanan finansal sistem sorunlarını gösterebilmesi açısından uygun görülmüştür. Bu nedenle çalışmanın bu noktasında Finansal İstikrar Raporu'nda yer alan finansal sağlık endeksinin ne şekilde hesaplandığı ve bileşenleri incelenecek ve endeksin gösterdiği eğilim tespit edilerek finansal sistem analizine uygunluğu açıklanmaya çalışılacaktır.

Söz konusu endeksin oluşturulmasında; konsolide bankacılık sistemi verilerinden hareketle 5 ana başlık altında sırasıyla aktif kalitesine, likiditeye, kur riskine, karlılığa ve sermaye yeterliliğine ilişkin değerler hesaplanmaktadır (Tablo 4.1). Her bir ana başlık altında 1'den fazla gösterge bulunduğu için her bir göstergenin eşit oranda endeksi etkilemesi yolu benimsenmekte başka bir deyişle her bir gösterge ait olduğu ana başlığı eşit oranda etkilemiş olmaktadır. Bu durumda 5 ana başlık altında incelenen her bir unsurun finansal sağlık endeksine etkisi % 20 düzeyinde gerçekleşmektedir.

**TABLO 4.1. FİNANSAL SAĞLAMLIK GÖSTERGELERİNDE KULLANILAN RASYOLAR**

	Finansal Sağlık Göstergeleri	Endekse Etkinin Yönü	Ağırlık
<b>Aktif Kalitesi</b>	Brüt Takipteki Alacaklar / Brüt Kredi	negatif	0.33
	Net Takipteki Alacaklar / Özkaynaklar	negatif	0.33
	Duran Aktifler / Toplam Aktifler <sup>1</sup>	negatif	0.33
<b>Likidite</b>	Likit Aktif / Toplam Aktif <sup>2</sup>	pozitif	1.00
<b>Kur Riski</b>	YP Aktif/YP Pasif	pozitif	1.00
<b>Karlılık</b>	Net Kar / Toplam Aktif	pozitif	0.50
	Net Kar / Özkaynaklar	pozitif	0.50
<b>Sermaye Yeterliliği</b>	Özkaynaklar / Toplam Aktif	pozitif	0.50
	Serbest Sermaye / Toplam Aktif <sup>3</sup>	pozitif	0.50

<sup>1</sup> Duran Aktifler; iştirak, bağlı ortaklık, elden çıkarılacak kıymetler, sabit kıymetler ve net takipteki alacaklar toplamından oluşmaktadır.

<sup>2</sup> Likit Aktifler; nakit değerler, merkez bankası, piyasalar, bankalar ve ters repo işlemlerinden alacaklar toplamından oluşmaktadır.

<sup>3</sup> Serbest sermaye, özkaynak tutarından duran aktiflerin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır.

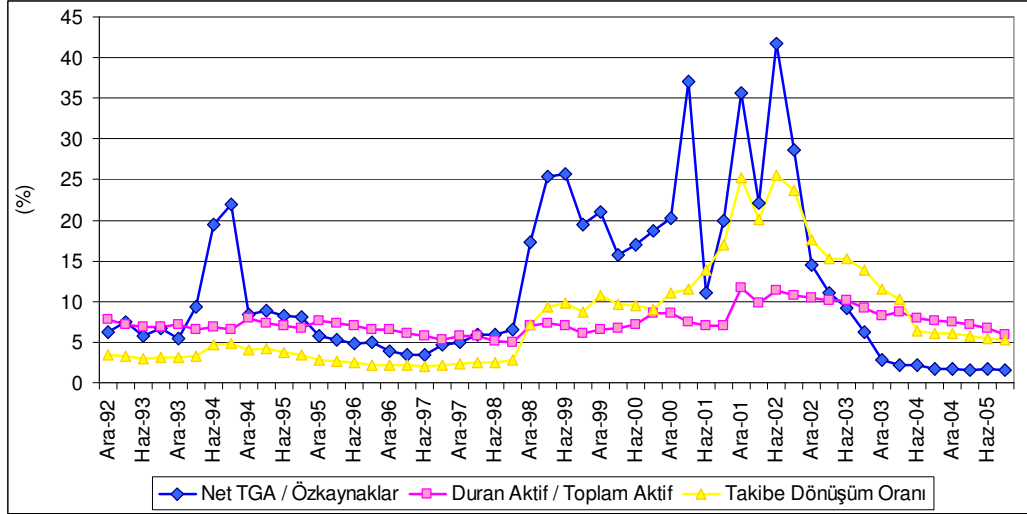
Tez çalışmasında Finansal İstikrar Raporunda yer alan söz konusu finansal sağlamlık endeksinin aldığı değerler aynı hesaplama yöntemi kullanılarak, daha uzun bir dönem için hesaplanmış ve 1992-2005 Eylül döneminde, ülkemizde finansal sisteminin analizine olanak sağlanmıştır. Türkiye Bankalar Birliği (TBB) ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) verileri kullanılmak suretiyle sırasıyla; aktif kalitesine, likiditeye, kur riskine, karlılığa ve sermaye yeterliliğine ilişkin endeksler oluşturulmuştur<sup>29</sup>. Aşağıda her bir endeksin 1992-2005 Eylül döneminde göstermekte olduğu eğilim analiz edilmektedir.

Aktif kalitesi endeksinin oluşturulmasında Net Tahsili Gecikmiş Alacakların (TGA), Özkaynaklara oranı; Duran Aktiflerin, Toplam Aktiflere oranı ve Takibe Dönüşüm oranı kullanılmıştır. Her bir oran üçte bir ağırlıkla (0.33) endeksin oluşumunda yerini almıştır (Grafik 4.2).

Aktif kalitesini yansıtan söz konusu rasyolardan, Net TGA'nın, Özkaynaklara oranı ve Takibe Dönüşüm oranı özellikle geçmişte yaşanan kriz dönemlerinde yüksek düzeylerde seyretmiş, ancak özellikle 2002 yılından itibaren düşüş eğilimine girmiştir. Duran Aktiflerin Toplam Aktiflere oranı diğer iki rasyo gibi büyük dalgalanmalar göstermemekle birlikte, bu rasyo da son yıllarda düşüş eğilimine girmiştir. Bu durum makroekonomik ortamın olumlu şekilde geliştiği dönemlerde bankacılık sisteminin tahsili gecikmiş alacaklarında azalma olduğunu göstermekte ve bu nedenle makroekonomik gelişmelerle finansal istikrar kavramının ilişkisini net bir biçimde ortaya koymaktadır.

---

<sup>29</sup> TCMB'ce yayınlanan Finansal İstikrar Raporu'nda sermaye endeksinin hesaplanması amacıyla sermaye yeterlilik rasyosu kullanılmış ancak söz konusu veri kamuoyuna açık olmadığından tez çalışmasında aynı rasyo yerine özkaynak/toplam aktif rasyosu kullanılmıştır.

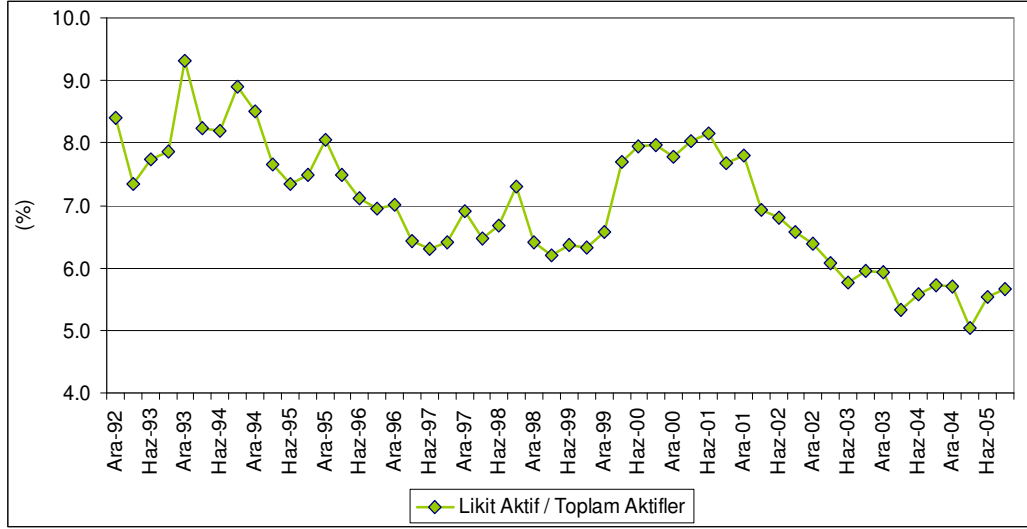


**Grafik 4.2: Bankacılık Sektörünün Aktif Kalitesini Yansıtan Bazı Rasyolar**

Kaynak:TBB ve BDDK

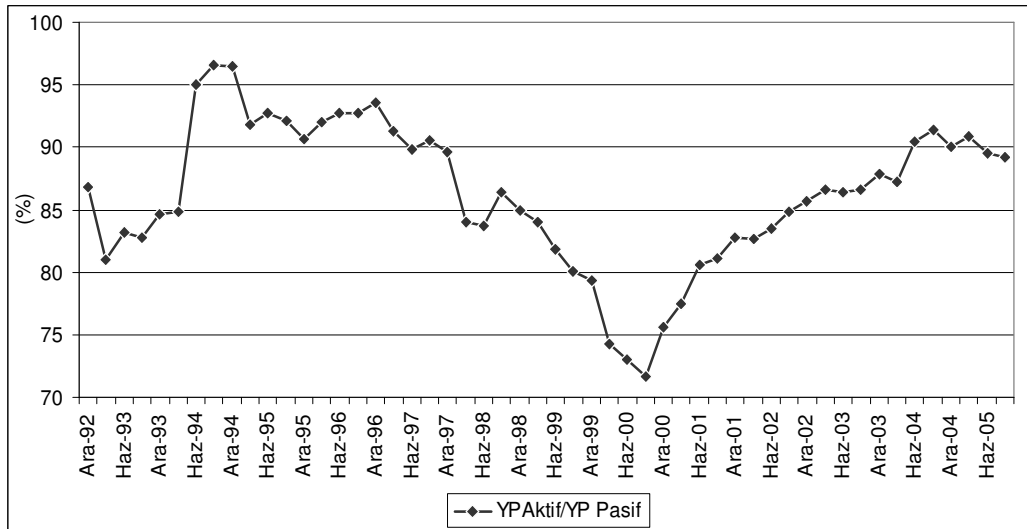
Likiditeye ilişkin endeks için likit aktiflerin toplam aktifler içindeki payı kullanılmıştır. Söz konusu oranın, 1992 yılı sonundan 2002 yılının ilk çeyreğine kadar genelde yüksek bir seyir izlediği ve oldukça dalgalı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. 2000-2001 krizleri sonrası adım adım tesis edilen ekonomik güven ve olumlu beklentilerle birlikte, bankaların likit kalma tercihleri azalmaya başlamış ve dolayısıyla söz konusu oranda yapısal denilebilecek bir değişim söz konusu olmuştur. Bu durum, bankacılık sektörünün 2002 yılından bu yana likidite riski algılaması yönünden daha önceki yıllara göre ciddi bir değişiklik karşılığında karşı karşıya olduğunu gösteren güçlü bir delil olarak da değerlendirilebilir (Grafik 4.3).

Bu noktada ifade edilmesi gereken önemli bir husus da enflasyonun, bankaların likidite riski algılaması ile ilişkisidir. Özellikle yine 2001 yılı krizi ardından uygulamaya konulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile sürekli bir düşüş kaydeden enflasyon oranlarının, bankacılık sisteminde gelecek dönemlerde de aynı şekilde süreceği yönünde algılanmasının, likit aktiflerin toplam aktifler içindeki payının azalmasında önemli bir etkisinin söz konusu olduğu düşünülmektedir.



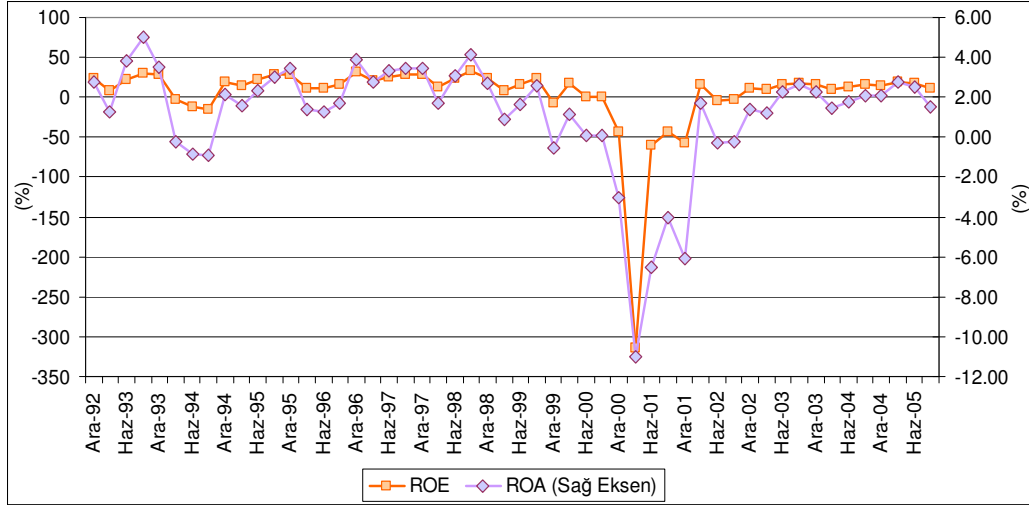
**Grafik 4.3: Bankacılık Sektörünün Likidite Durumunu Yansıtan Rasyo**  
Kaynak: TBB ve BDDK

Kur riski endeksinin hesaplanmasında, yabancı para aktiflerin, yabancı para pasiflere oranı kullanılmıştır. Söz konusu rasyo, özellikle 1994 yılında yaşanan kriz akabinde gerçekleştirilen devalüasyon işlemiyle 14 yıllık dönemimin en üst seviyesine gelmiş, ancak bu dönem sonrasında özellikle 1998 yılından diğer bir kriz dönemi olan 2000 yılı sonuna kadar büyük oranda düşüş kaydetmeye devam etmiştir. Şubat 2001 krizi ile realize olan kur riski, bu dönemden sonra düşüşe geçmiş ve yabancı para aktiflerin yabancı para pasiflere oranı Eylül 2005 dönemine kadar önemli oranda artış göstermiştir (Grafik 4.4).



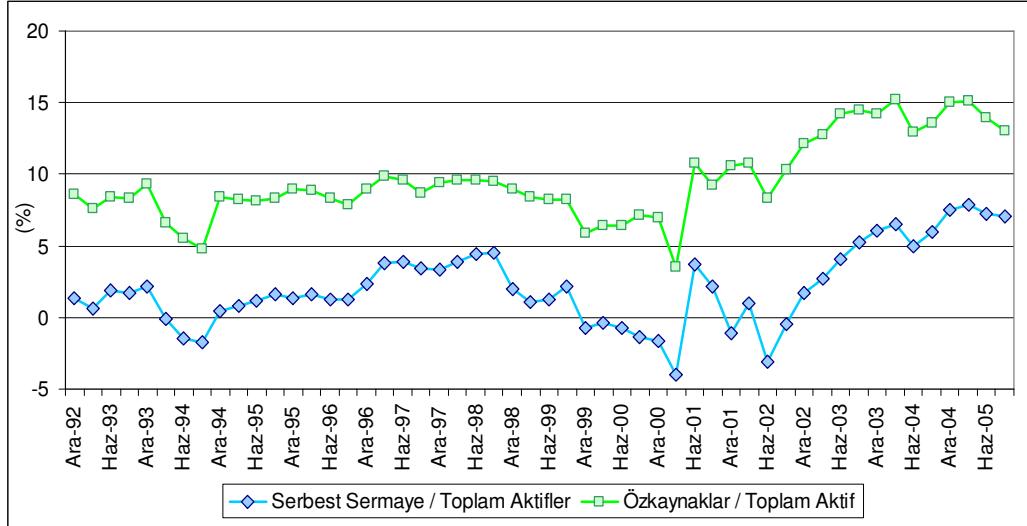
**Grafik 4.4: Bankacılık Sektörünün Kur Riskini Yansıtan Rasyo**  
Kaynak: TBB ve BDDK

Karlılık endeksi için ROA (Net Karın, Toplam Aktiflere oranı) ve ROE rasyoları (Net Karın, Özkaynaklara oranı) eşit ağırlığa sahip olacak şekilde bir hesaplama yapılmıştır. Yaşanan krizler döneminde, bankacılık sektörünün taşıdığı risklerin realize olması nedeniyle karlılık düşüş kaydetmiş, özellikle Aralık 2000-Aralık 2001 dönemleri arası negatif seyretmiştir. Devam eden dönemlerde artış kaydetmiş ancak düşük enflasyonun da etkisiyle karlılık eski dönemlerdeki yüksek seyrine ulaşamamıştır (Grafik 4.5).



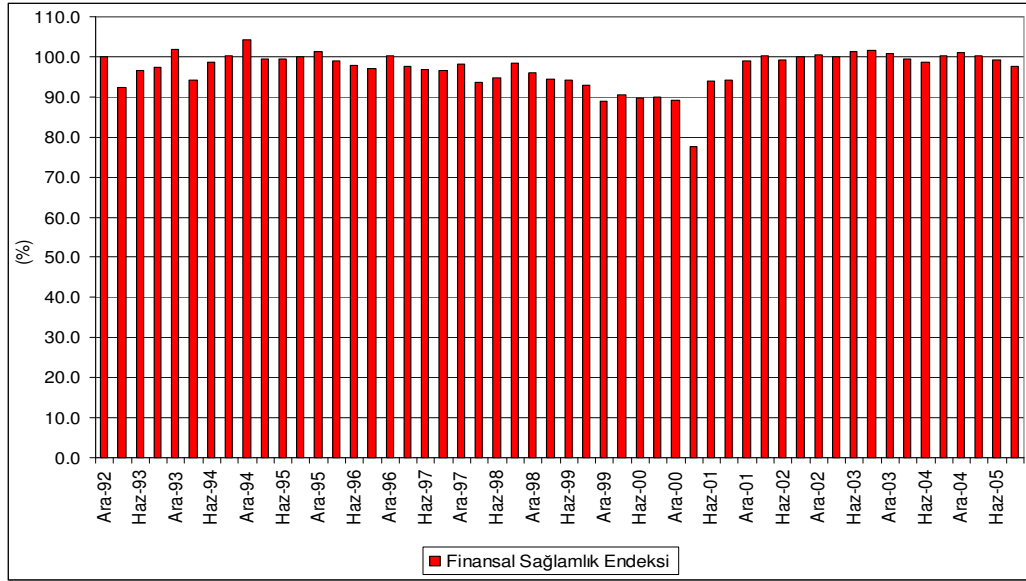
**Grafik 4.5: Bankacılık Sektörünün Karlılık Durumunu Yansıtan Rasyolar**  
Kaynak: TBB ve BDDK

Sermaye Yeterliliği endeksinin oluşturulmasında, Özkaynaklar/Toplam Aktif oranı ve Serbest Sermaye/Toplam Aktif oranları hesaba katılmıştır. Özkaynakların Toplam Aktiflere Oranı ile Serbest Sermayenin Toplam Aktiflere Oranı, söz konusu oranların hesaplanmasında kullanılan verilerin benzerliğine bağlı olarak aynı eğilimde hareket etmişlerdir. Özellikle bankacılık sisteminin üçlü denetime tabi tutulduğu yıl olan 2002'den sonra söz konusu oranların artış gösteriyor olması, Türk bankacılık sisteminin sermaye yeterliliği açısından değerlendirildiğinde çok daha iyi bir durumda olduğunun da göstergesidir (Grafik 4.6).



**Grafik 4.6: Bankacılık Sektörünün Sermaye Yeterliliğini Yansıtan Rasyolar**  
Kaynak: TBB ve BDDK

Yukarıda sırasıyla ve özetle açıklamaya çalışılan; aktif kalitesine, likiditeye, kur riskine, karlılığa ve sermaye yeterliliğine ilişkin göstergelerin tespitinin ardından, söz konusu göstergelerin eşit bir biçimde katıldığı bir endekse ulaşılması gerekmektedir. Bu endeksin oluşturulmasında öncelikle üç aylık dönemlere ilişkin tüm rasyolar standart değerler haline getirilmiş ve daha sonra söz konusu alt başlıklar halinde toparlanan ve standart değerler almış rasyolar, yine her bir alt başlık için tek bir endekse dönüştürülmüştür. Söz konusu dönüşümde, 1992 yıl sonu için 100 değeri verilerek hesaplamaya başlanmıştır. Nihai sağlık endeksi oluşturulurken ise söz konusu beş endeksin aritmetik ortalaması alınmıştır. Sonuç olarak bütün göstergeleri içinde barındıran bir finansal sağlık endeksi oluşturularak finansal sistem analizinin tek bir göstergeyle izlenebilmesi olanağı sağlanmıştır (Grafik 4.7).



**Grafik 4.7: Bankacılık Sektörünün Finansal Sağlık Endeksi**

Kaynak: TBB ve BDDK

Yukarıdaki şekilden de görülebileceği üzere Finansal Sağlık Endeksi ülkemizde yaşanan krizlerin belirtilerini gösterebilen bir yapıya sahiptir.

Özellikle 2000 yılı sonundan başlayarak 2001 yılında da etkisini gösteren finansal kriz dönemi öncesinde, finansal sağlık endeksinin düşüş göstermeye başladığı şekilden de görülebilmektedir. Ülkemizde yaşanan ekonomik krizler arasında bankacılık sektörü ile ilgisi belki de en fazla olan 2000-2001 yılları krizini, 2000 yılının ilk dönemleri itibariyle önceden haber veren söz konusu endeksin, ülkemiz finansal sisteminin içinde bulunduğu durumu göstermek açısından kullanılmasının mümkün olabileceği düşünülmektedir.

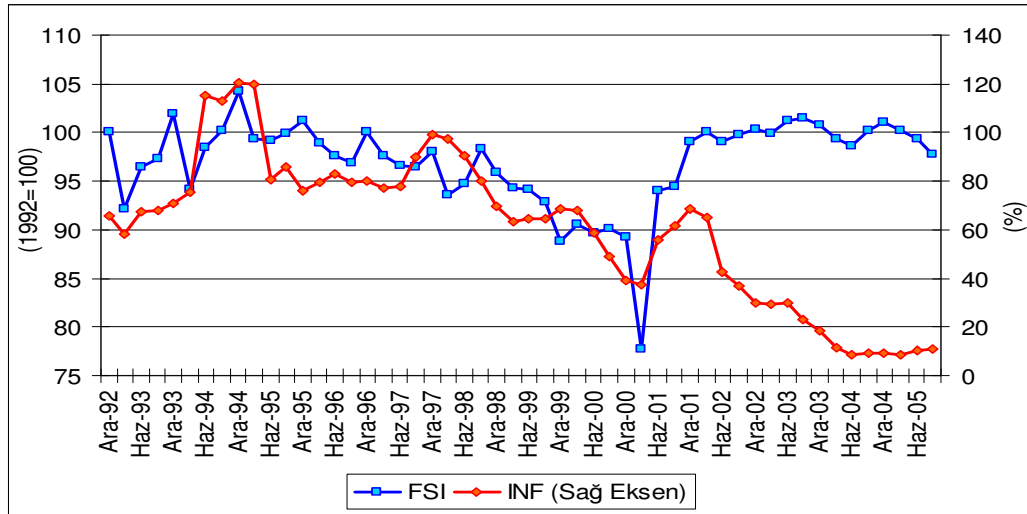
#### **4.1.3. Finansal Sağlık Endeksinin Makroekonomik Değişkenlerle İlişkisi**

Bir önceki kısımda hesaplanan finansal sağlık endeksinin başta para politikası tercihleri olmak üzere diğer makro değişkenlerle olan ilişkisi bu kısımda incelenecektir. Özellikle tez çalışmasının temel amacı olan ülkemizde finansal istikrar ile fiyat istikrarının ilişkisinin tespit edilebilmesi amacıyla bu makroekonomik verilerin ilki enflasyon olarak belirlenmiştir.

Enflasyon dışında seçilen ve analiz edilecek diğer makro değişkenler ise sırasıyla GSMH Oranı Büyümesi, İç Borç Stoku/GSMH Oranı, Reel Faiz ve Cari Denge/GSMH oranıdır.

Aşağıda sırasıyla bütün makro değişkenlerin hesaplanma yöntemleri ve finansal sağlık endeksi ile ilişkisini gösteren şekillere yer verilmektedir.

Enflasyon verisi için her 3 aylık dönemlerdeki TÜFE rakamlarının bir önceki yılın aynı dönemine göre değişimi ele alınmış, bu yolla enflasyonun her 3 aylık dönemde bir önceki yıla göre ne şekilde geliştiği ve finansal sistemde yaratmakta olduğu etki ölçülmeye çalışılmıştır. Grafik 4.8'den de görülebileceği üzere enflasyon oranı ile finansal sağlık endeksi arasındaki ilişki iki dönemde değerlendirilmelidir. Haziran 2002 öncesinde enflasyon ile finansal sağlık endeksi bir çok dönem için aynı yönde değişiklikler göstermekle beraber bu dönemden sonra iki gösterge arasındaki ilişkinin tamamıyla ters yönde geliştiği görülmektedir. Bu durum ülkemizde enflasyon ile finansal sağlık arasındaki ilişkinin yapısal bir değişim sürecine girdiğinin en güzel ispatı olarak değerlendirilebilir.



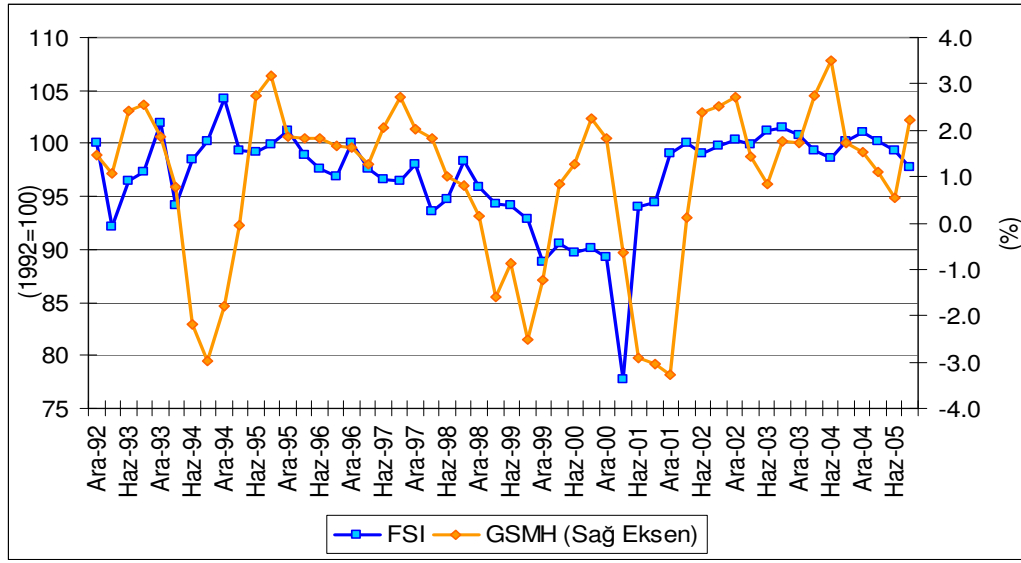
**Grafik 4.8: Finansal Sağlık Endeksi ile Geçen Yılın Aynı Ayına Göre Enflasyonun Yıllık Yüzde Artışı Arasındaki İlişki**

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

GSMH oranı hesaplanmasında ise, sabit fiyatlarla GSMH'nin her üç aylık döneme tekabül eden yıllık değerlerinin, bir önceki üç aylık döneme tekabül eden yıllık değere göre değişimi kullanılmıştır. Her dönem için yıllık GSMH hesaplanmasında, söz konusu dönem GSMH değerinin kendinden



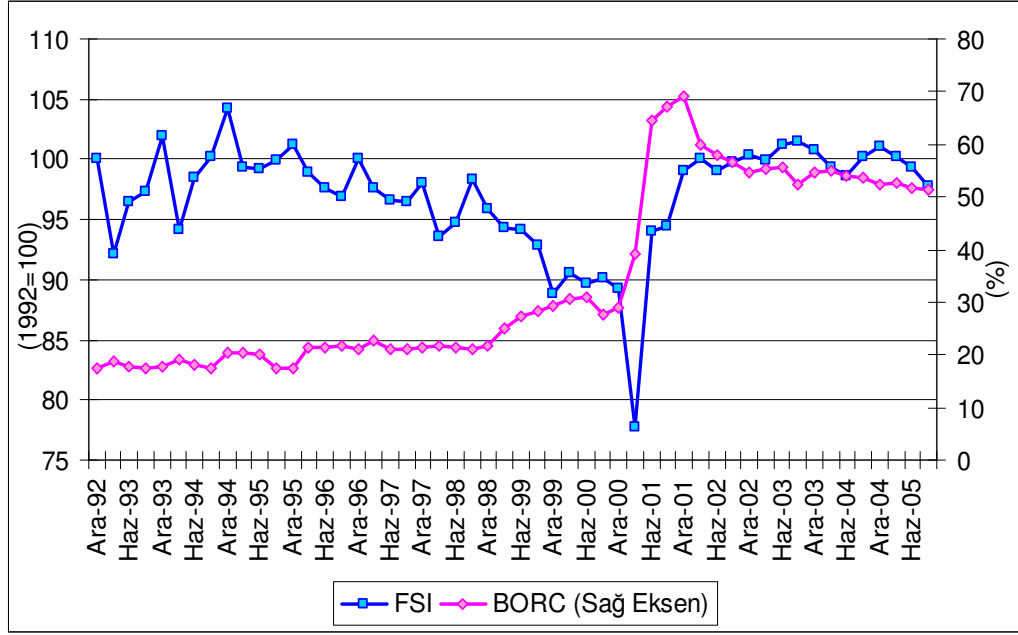
önceki 3 dönemlik GSMH değerleriyle toplanması yoluna gidilmiş bu yolla GSMH değerlerinde oluşacak mevsimselliklerden analizin etkilenmesi önlenmiştir. Grafik 4.9.'dan da görüldüğü üzere beklendiği şekilde finansal sağlık endeksi genelde GSMH'deki değişimlerden belli bir gecikmeyle pozitif yönde etkilenmektedir. Bu nedenle GSMH'deki pozitif artışların finansal sağlamlığı olumlu yönde geliştirdiği sonucuna varılabilmektedir.



**Grafik 4.9: Finansal Sağlık Endeksi ile GSMH Oranı Yüzde Artışı Arasındaki İlişki**

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

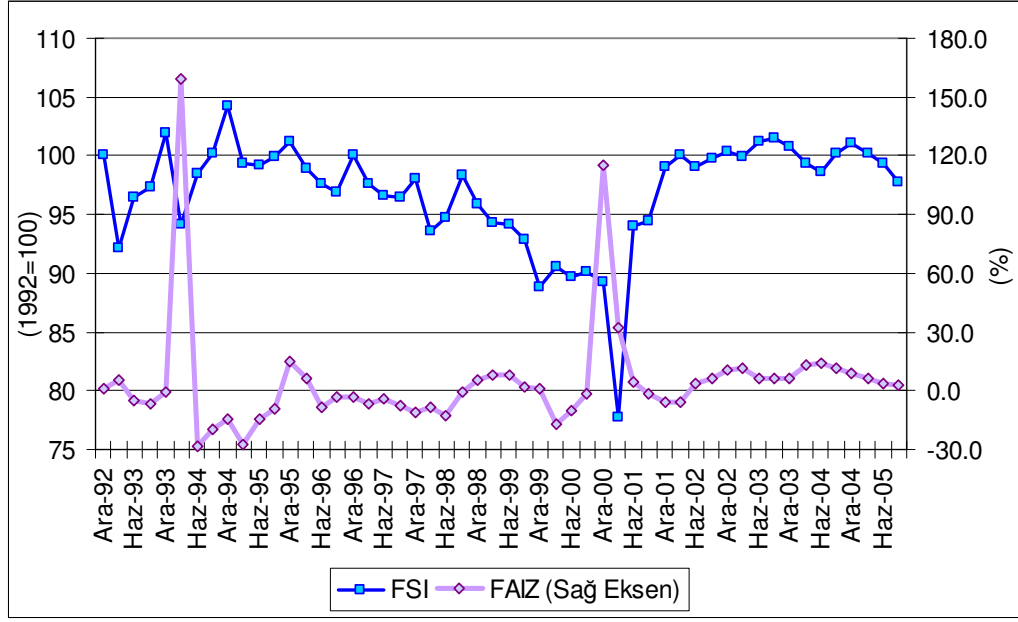
Analiz edilen değişkenlerden üçüncüsü ise İç Borç Stoku/GSMH oranıdır. İç Borç Stoku/GSMH oranı hesaplanırken İç Borç Stokunun her 3 aylık dönem için kümülatif değerleri, aynı döneme tekabül eden yıllık cari fiyatlarla GSMH değerine bölünmüştür. Önceki iki değişkenin finansal sağlık endeksi ile olan ilişkisinin şekillerde daha net görülebiliyor olmasına karşın, aynı durumun İç Borç Stoku/GSMH oranı ile finansal sağlık endeksi arasındaki ilişki açısından aynı ölçüde net olmadığı görülmektedir. Söz konusu verinin de özellikle 2000-2001 yıllarında yaşanan krizle önemli bir yapısal değişiklik gösterdiği de gözden kaçırılmamalıdır. Özellikle söz konusu dönemde yaşanan krizlerden oldukça ciddi bir oranda etkilenen bankacılık sisteminin aktif yapısında giderek daha büyük bir yer almaya başlayan devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS), söz konusu ilişkinin tespitini ve analizini etkilediği açıktır (Grafik 4.10).



**Grafik 4.10. Finansal Sağlamlık Endeksi ile İç Borç Stoku/GSMH Oranın Yüzde Artışı Arasındaki İlişki**

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

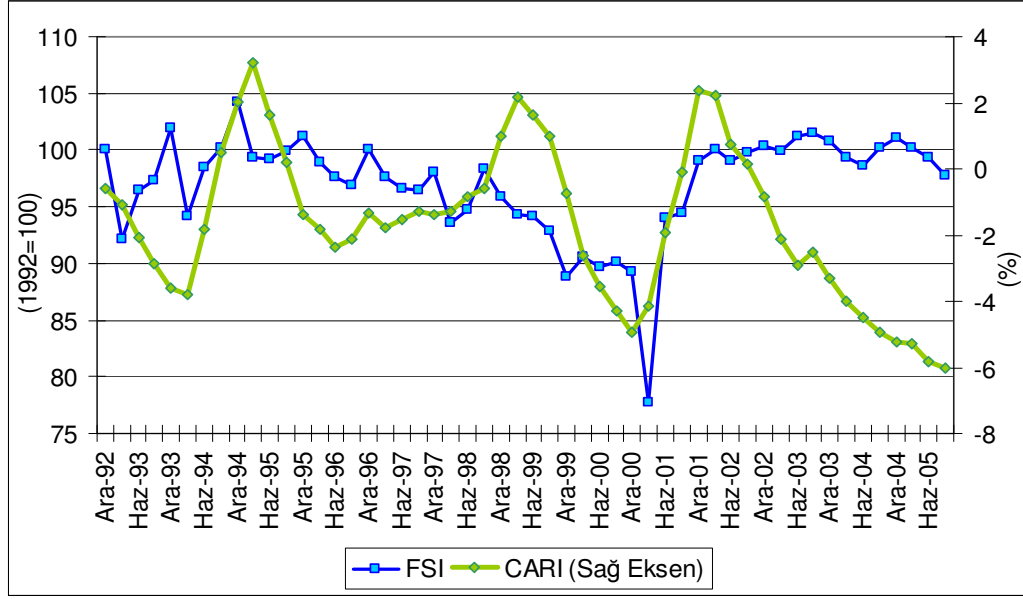
Finansal sistemi birçok yönden etkileyen diğer bir değişken ise Reel Faiz değerleridir. Bu nedenle çalışmada Reel Faiz değeri de dördüncü makro değişken olarak ele alınmıştır. Reel faiz düzeyinin hesaplanmasında ise bankalararası para piyasası ortalama basit faiz oranının aynı döneme tekabül eden enflasyon oranından arındırılması yoluna gidilmiştir ( $1+faiz/1+enflasyon$ ). Grafik 4.11'de, 1994 ve 2000-2001 krizlerinde reel faizlerin ortalama değerlerden çok daha yüksek olduğu görülmekte ve bu dönemler dışında faiz değişimleri daha kısıtlı olmaktadır. Ancak genel bir analiz perspektifiyle bakıldığında reel faiz düzeylerindeki artışların finansal sağlamlığı negatif yönlü olarak etkilediği söylenebilir.



**Grafik 4.11: Finansal Sağlık Endeksi ile Reel Faiz Arasındaki İlişki**

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

Finansal sistem de yaşanan istikrarsızlıkların ekonomideki genel denge sorunlarıyla ilişkili olduğu bilinmektedir. Finansal sistemin hem aktif hem de pasif yapıyla başka bir deyişle hem kaynak hem de plasman işlemleriyle makroekonomik hayattan etkilenen bir yapıya sahip olması, ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde krizlerin temel sebeplerinden olan cari denge konusunun da böyle bir analizde göz ardı edilememesinin en önemli sebebidir. Bu gerekçeler göz önünde bulundurularak analizin son makro değişkeni olarak, Cari Denge/GSMH oranı kullanılmıştır. Söz konusu oran hesaplanırken her üç aylık döneme tekabül eden yıllık cari açık (veya fazla) yine aynı döneme tekabül eden yıllık GSMH değerine bölünmüştür. Bu nedenle söz konusu oranın da mevsimsellik etkisinden arındırıldığı söylenebilir. Grafik 4.12'de Cari Denge/GSMH oranının finansal sağlık endeksi ile ilişkisi sunulmaktadır.



**Grafik 4.12: Finansal Sağlamlık Endeksi ile Cari Denge/GSMH Oranı Arasındaki İlişki**

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

#### 4.2. Ortaya Konulan Grafikselsel Etkileşimlerin Yorumlanması ve Politika Çıkarımları

Bir önceki kısımda finansal sağlamlık endeksi ve makro verilerin birbirleriyle ilişkileri ve etkileşimlerine yer verilmiştir. Bu kısımda ise ortaya konulan göstergelerin ekonomik olarak ne ifade ettiği üzerinde durulacak ve politika çıkarımları yapılmaya çalışılacaktır.

Analizin amacının ne olduğu konusunda da belirtildiği üzere, öncelikli hedef ülkemizde finansal sistem istikrarının para politikası sonuçları veya başka bir deyişle fiyat istikrarıyla ilişkisinin tespitidir. Ancak finansal sistem istikrarı ile fiyat istikrarı ilişkisinin daha net anlaşılabilmesi için ülkemizde uygulanan para politikası stratejilerinin de kronolojik olarak ortaya konulması önem kazanmaktadır. Çalışmada kapsanan dönem olan 1992-2005 yılları arasında ülkemizde uygulanan para politikalarına kronolojik tablo aşağıda sunulmaktadır (Tablo 4.2).

**TABLO 4.2. TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI KRONOLOJİSİ**

1990 yılında; parasal programın hedefleri Merkez Bankası iç varlıklarının artışı kontrol altına alınarak gerçekleştirilmiştir.
1991 yılında; Merkez Bankası döviz rezervlerini asgari düzeyde tutmuş ve döviz kurunun istikrarını korumaya çalışmıştır.
1994 yılı Nisan ayında; sıkı para ve kredi politikaları hazırlanmış ve ayrıca döviz kurları, uluslararası rezervler ve net iç varlıklar hedeflenmiştir.
1996 ve 1997 yıllarında; sadece net dış varlıklardaki artışlara paralel olarak rezerv para oluşturmak bir politika haline gelmiştir. Parasal göstergeler M1 ve M2 ile rezerv para azalırken, M2Y reel anlamda artış göstermiştir. 1997 yılında döviz kuru politikası, reel döviz kurunu istikrarlı düzeyde tutmaya yönelmiştir.
1998 yılında; para politikası yılın ilk yarısında makroekonomik hedefleri gözeterek yıllık yüzde 100 olan enflasyon oranını yüzde 50'lere çekmek hedeflenmiştir. Merkez Bankası net iç varlıklarının artışını sınırlamaya ve net dış varlıklardaki artışa paralel olarak para yaratmaya, döviz kuru politikası kuru enflasyon hedefiyle uyumlu tutmaya çabalamıştır.
1999 yılında; özellikle reel faizlerin ve dolayısıyla borç stokunun aşırı yükselmesinin yanı sıra ekonominin büyük bir daralma sürecine girmesi, Türkiye’de para politikası açısından güçlü bir çapaya dayalı bir istikrar programı uygulamasını zorunlu hale getirmiştir.
2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan mali krizlerin ardından Mayıs 2001’de “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur.
2002 yılı başında; Merkez Bankası para politikasında nihai hedefi enflasyon hedeflemesine geçmek olarak belirlemiş, ancak gerekli ön koşullar tamamlandıktan sonra enflasyon hedeflemesine geçilmesi uygun bulunmuştur. Ayrıca, bu dönemde kur rejimi olarak da dalgalı kur rejimini kullanmıştır.

Finansal sistem istikrarının para politikası sonuçları veya başka bir deyişle fiyat istikrarıyla ilişkisi açısından bakıldığında grafikler oldukça ilgi çekici bir sonuca işaret etmektedir. İlgi çekici olması, tez çalışmasının fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin anlatıldığı daha önceki bölümlerinde verilen görüşlerle uyuşmuyor olmasından kaynaklanmaktadır.

Hatırlanacağı üzere çalışmanın ikinci bölümünde değinilen geleneksel analiz tarzı, para politikası ile sağlanacak fiyat istikrarının finansal sistemin de istikrarını sağlamakta en önemli kaynak olduğunu iddia etmekte diğer taraftan ekonomide yeni çevre hipotezine mensup ekonomistler ise para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerinde önemli sonuçları olmakla beraber,

fiyat istikrarının tek başına hedeflenerek finansal sistem istikrarının sağlanamayabileceği görüşünü savunmaktaydılar. Ancak dikkat edilirse temelde her iki görüşte finansal istikrarın artıyor veya olumlu bir biçimde gelişiyor olması için fiyat istikrarının sağlanabiliyor olmasının önemi üzerinde durmaktadır.

Ancak ülkemiz açısından durum 1992-2002 arası dönem baz alınarak incelendiğinde, söz konusu yaklaşımların her ikisine de ters bir yapının var olduğu görülmektedir. 1992 yılından Haziran 2002 dönemine kadar geçen sürede yüksek seyreden enflasyon oranlarının başka bir deyişle fiyat istikrarsızlığının, finansal sağlamlık endeksi üzerinde pozitif etkiler meydana getirdiği, ancak bu dönemden sonra hem daha düşük hem de daha istikrarlı bir seviyeye gelen enflasyon oranlarının finansal sistemi güçlendirdiği görülmektedir. Bu nedenle ülkemiz için fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişki iki dönemde ele alınmalı ve incelenmelidir.

1992-Haziran 2002 döneminde yüksek oranlarda seyreden enflasyon oranları, ülkemizde söz konusu dönemde bankacılık sisteminin faiz gelirlerinde ciddi artışlara neden olmuş, hatta sektörün temel gelir kaynağı DİBS'lerden kaynaklanan faiz gelirleri halini almıştır. Aynı dönemde bankacılık sisteminin gerçek işlevi olan aracılık faaliyetlerini yerine getiremediği, özellikle reel kesime aktarılması gereken fonların kamunun borçlanma ihtiyacının karşılanması yönünden kullanıldığı da bilinmektedir. Söz konusu dönemde enflasyon muhasebesi uygulanmıyor olması da bankacılık sisteminin finansal tablolarında enflasyonun aslında olmaması gereken bir finansal sağlamlık etkisi olarak kendini göstermesine neden olmuştur.

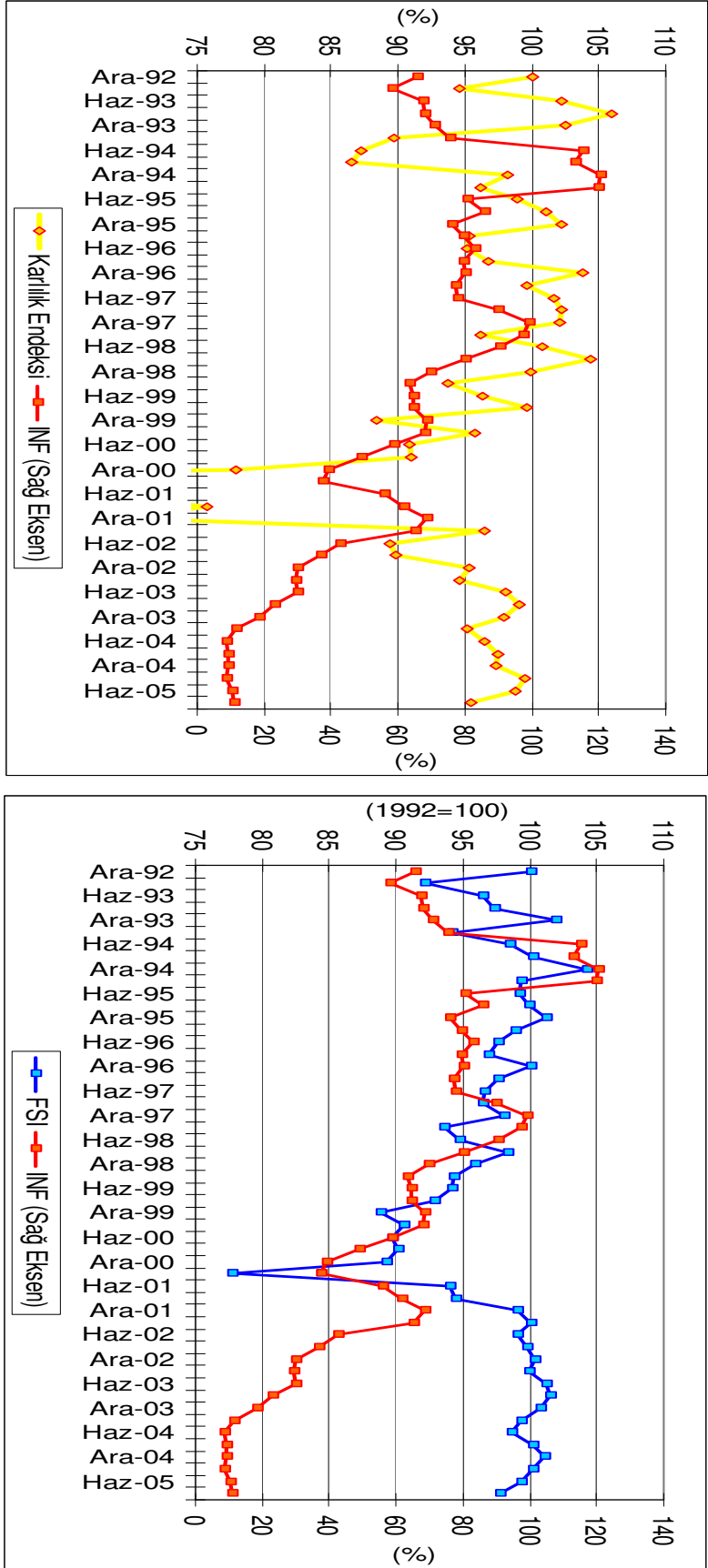
Sonuç olarak 1992-Haziran 2002 dönemi, enflasyonun bankacılık sisteminde yarattığı yüksek faiz gelirlerine dayalı bir karlılık dönemi olarak değerlendirilmelidir.

Ancak Haziran 2002 dönemi sonrasında ülkemizde uygulanan ekonomik programlar ve bu programlarla birlikte harekete geçirilen bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasına ilişkin atılımlar, enflasyon ile finansal sağlamlık arasındaki ilişkinin ters yönde gelişmeye başlamasına neden olmuştur.

Hatırlanacağı üzere Grafik 4.8'de 1992-2005 yılları arasında finansal sağlamlık endeksi ile enflasyon oranlarının gelişimi incelenmekte ve söz konusu şekilde de iki değişken arasındaki ilişkide yaşanan yapısal değişim net bir biçimde görülebilmektedir. 1992- Haziran 2002 döneminde hemen hemen bütün dönemlerde benzer eğilimler içinde olan söz konusu iki değişkenin bu dönemden sonra tamamıyla ters yönde hareket ediyor olması da yukarıda açıklanmaya çalışılan karlılığa ilişkin gerekçelerle paralellik göstermektedir.

Grafik 4.13'te ise enflasyona dayalı olarak finansal sistemde oluşan karlılığın 1992-Haziran 2002 dönemlerinde enflasyon ile finansal sağlamlık endeksi arasındaki ilişkiye olan benzerliği sunulmaktadır. Grafikten de görülebileceği üzere 1992-Haziran 2002 döneminde tıpkı finansal sağlamlık endeksi ile enflasyon oranları arasındaki ilişkiye benzer bir biçimde, enflasyon ile karlılık endeksi arasında da yakın ve pozitif yönlü bir ilişki görülmekte ancak Haziran 2002'den sonra karlılık endeksi enflasyon oranlarının düşüşüne rağmen büyümektedir.

Grafik 4.13'te gösterilmekte olan benzerlik ülkemizde fiyat istikrarında yaşanan olumlu gelişmelerin finansal sistemin sağlamlığı yönünde beraberinde getirdiği olumlulukların görülmesi ve aynı zamanda 2002 Haziran dönemi itibarıyla ülkemiz finansal sisteminin yüksek enflasyona dayalı karlılığa bağlı olmaksızın ne şekilde geliştiğinin anlaşılabilmesi için büyük önem arz etmektedir.



Grafik 4.13: Karlilik, FSI ve Enflasyon

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB



Sonuç olarak Haziran 2002 döneminden sonra yaşanan gelişmeler finansal sağlamlık ile enflasyon oranları arasında ters bir ilişkiye işaret etmekle birlikte, bu kısa dönem verilerine dayanarak ülkemizde finansal sağlamlığın artırılması için enflasyon oranlarında yaşanan istikrarın yeterli olup olmayacağı konusunda net bir karara varmak mümkün değildir. Bu nedenle yaşanmakta olan düşük enflasyon oranlarının ve istikrarlı fiyat düzeylerinin finansal sistem üzerindeki etkilerinin devam edeceği varsayımıyla, daha uzun bir dönem analizi beklenmelidir. Haziran 2002 döneminden bu yana yaşanmakta olan istikrarlı fiyat düzeyinin korunması ve sürdürülmesi bugünkü veriler baz alınarak yapılacak bir analize göre, ülkemiz finansal sistemindeki sağlamlığı ve doğal olarak istikrarı artıracaktır.

Finansal sistem istikrarını etkileyen bir diğer önemli makro değişken olarak ele alınan GSMH'deki değişimlerde bir önceki kısımda Grafik 4.9.'da sunulmaktadır. Ülkemiz açısından incelendiğinde GSMH'deki büyümenin finansal sağlamlık endeksini genelde belli bir gecikmeyle pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Her ne kadar GSMH büyümesine bağlı olarak artacak olan kredi plasmanlarının aktif kalitesini olumsuz yönde etkileyebileceği finans literatüründe sıkça dile getirilen bir görüş olsa da, GSMH büyümesinin ekonominin geneli üzerinde olumlu algılandığı da unutulmamalıdır. GSMH'deki pozitif artışların ekonomide yatırımları artırıcı etkisi ve bu yatırımların finansmanında en önemli rolü oynayan finansal sistem üzerinde başta karlılık ve aktif büyüklüğü olmak üzere bir çok yönden getirdiği olumlu etkiler, GSMH büyümesi ile finansal istikrar arasındaki pozitif ilişkinin en önemli nedeni olarak görülmektedir.

Sonuç olarak ülkemiz için yapılan 14 yıllık bir eğilim analizi GSMH'deki büyümelerin finansal sistem istikrarını olumlu yönde etkilediğini göstermekte ve önümüzdeki yıllarda artan GSMH ile birlikte finansal sistemin daha da olumlu yönde gelişeceğine işaret etmektedir.

Finansal sağlamlık endeksi ile ilişkisi incelenen ve özellikle ülkemiz ekonomisinde yarattığı etkiler yönünden özel bir öneme sahip olan diğer bir

makro değişken ise İç Borç Stoku/GSMH Oranıdır. İlk iki makro değişken olan enflasyon ve GSMH büyümesinin finansal sağlamlık endeksi ile ilişkisinin pozitif ya da negatif olarak geliştiği konusunda grafiklerden yararlanılarak varılan sonuçlara, İç Borç Stoku/GSMH Oranının finansal sağlamlık endeksi ile ilişkisi açısından bakıldığında aynı netlikle ulaşılamamaktadır. Bu durumun en önemli nedeni İç Borç Stoku/GSMH Oranının 2000 yılında yaşanan krizle birlikte geçirdiği yapısal değişimdir.

Grafik 4.10'da da görüldüğü üzere; söz konusu kriz dönemi öncesinde % 20-30 düzeyinde istikrarlı bir biçimde gelişen İç Borç Stoku/GSMH oranının, bu dönemden sonra % 70 düzeylerine kadar çıkması ve ardından makroekonomik ortamda tesis edilen istikrarla ancak % 50 düzeyine gerilemesi, söz konusu yapısal değişikliğin en iyi göstergesidir.

1992-2000 yılları arasında oldukça istikrarlı bir biçimde gelişen İç Borç Stoku/GSMH oranı finansal sağlamlık üzerindeki etkisinin çok fazla olmadığı görülmektedir. Nitekim söz konusu dönemde önemli dalgalanmalar yaşayan finansal sağlamlık endeksinin aksine, yukarıda belirtildiği üzere İç Borç Stoku/GSMH oranı genelde % 20-30 düzeyinde gelişmiştir. Ancak 2000 yılında yaşanan krizle birlikte özellikle bankacılık sisteminin rehabilitasyonu amacıyla yürütölen yeniden yapılandırma programı çerçevesinde, başta kamu bankalarına olmak üzere finansal sisteme aktarılan DİBS'lerin % 20-30 düzeyinde seyreden iç borç stoku/GSMH oranında oldukça önemli büyümeleri beraberinde getirdiği görülmektedir.

Her ne kadar İç Borç Stoku/GSMH oranının finansal sağlamlık ile olan ilişkisi daha önce belirtildiği üzere grafiksel yaklaşımla çok net bir biçimde görülemiyor olsa da, genelde söz konusu orandaki pozitif yada negatif değişimlerin belli bir gecikmeyle finansal sağlamlığı ters yönde etkilemekte olduğu da grafik üzerinde ayırt edilebilmektedir. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde önemli artışların yaşandığı İç Borç Stoku/GSMH oranının belli bir dönem sonrasında (genelde 2 veya 3 dönem) finansal sağlamlığı azaltıcı bir etki yarattığı görülmektedir. Bu nedenle ölkemiz açısından düşünöldüğünde artan

borçluluğun finansal sistem istikrarını olumsuz yönde etkilediği sonucuna varılabilir.

Ülkemizde iç borç stokunun artışından faiz gelirlerinin artması yönüyle en fazla yararlanan kesim olan bankacılık sektörünün sağlamlığının İç Borç Stoku/GSMH Oranının artışıyla belli bir gecikmeyle dahi de olsa olumsuz yönde etkileniyor olması ilgi çekicidir. Ancak söz konusu orandaki artışın bankacılık sektörünün faiz gelirlerinin artmasında oynadığı olumlu rol yanında beraberinde getirdiği diğer olumsuz etkilerde göz ardı edilmemelidir.

Serdengeçti (2005) Türk bankacılık sisteminin borçlanma gereğindeki artışa bağlı olarak kamu açıklarını finanse etmesi nedeniyle reel sektörle olan ilişkilerinde önemli kayıplar yaşadığını belirtmekte, bu nedenle bankacılık sistemin asıl işlevi olan özel sektör finansmanını yıllar boyunca geri plana ittiğini belirtmektedir. Aynı çalışmada Serdengeçti (2005) bankacılık sisteminin kamu finansmanı yoluyla kolay yoldan gelirlerini artırması nedeniyle temel bankacılık prensiplerini de göz ardı ettiğini özellikle risk yönetimi noktasında eksik kaldığını işaret etmekte, bu nedenle sistemin kırılganlığının arttığı tespitinde bulunmaktadır.

Sonuç olarak ülkemiz finansal sisteminin karlılığında yarattığı olumlu etkiden çok beraberinde getirdiği olumsuzluklarla dikkati çeken mali baskı Türk finansal sisteminin sağlamlığında olumsuz rol oynayan bir unsur olarak görülmektedir. 2000-2001 yılı ekonomik krizleri akabinde uygulamaya konan ekonomik programlarla tekrar düşüş eğilimi içine giren iç borç stoku/GSMH oranının bu eğilimi sürdürmesi halinde ülkemiz finansal sisteminin istikrarına olumlu katkı yapması beklenmektedir.

Tez çalışmasında finansal sağlamlık endeksi ile ilişkisi incelenen bir diğer değişken olan reel faizlerin etkisi de bu noktada üzerinde durulması gereken diğer bir husustur. Grafik 4.11'den de görüldüğü üzere beklendiği şekilde reel faizlerin Türk finansal sisteminin sağlamlığı ile ilişkisi ters yönde oluşmuştur. Grafikte özellikle 1994 ve 2000-2001 kriz dönemlerinde reel faizlerde oldukça büyük bir artışın yaşandığı aynı dönemlerde ülkemiz finansal sisteminde ise

ciddi kayıpların olduğu açıktır. Reel faizler ile finansal sistem sağlamlığı arasındaki ters yönlü ilişkinin ana sebebi kanımızca ülkemiz bankacılık sisteminin pasif yapısının aktif yapısına nazaran daha kısa olmasıdır. Makroekonomik ortamda uzun yıllar boyunca yaşanan belirsizlik ortamında bankacılık sisteminde kaynakların oldukça kısa süreli olarak yer alması buna karşın, hem kamu hem de özel kesimin uzun dönemli fonlanma ihtiyacı ülkemizde vade uyumsuzluğunun oluşmasına neden olmuştur. Bu nedenle bankacılık sektörünün finansmanı pahalılaşmış ve ciddi kar kayıplarının önüne geçilememiştir.

Reel faizlerdeki artışın diğer bir etkisi ise bankacılık sisteminin aktif büyüklükleri üzerinde gerçekleşmektedir. Basit finans teorisi mantığıyla yükselen faizler ile bankacılık sistemi bünyesinde bulunan varlıkların fiyatı arasındaki ters yönlü ilişki, artan reel faizlerin finansal sistem sağlamlığı üzerindeki negatif etkisinin diğer önemli sebebidir. Özellikle ülkemiz bankacılık sisteminde de uzun yıllar yaşadığı gibi başta DİBS'ler olmak üzere yoğun faize duyarlı aktiflerin yer aldığı bir finansal sistemde reel faiz artışlarının etkisi daha da büyüebilmektedir.

Sonuç olarak yüksek reel faizlerin finansal sistemi hem aktif hem de pasif yönüyle olumsuz şekilde etkilediği ve söz konusu ilişkinin ülkemiz finansal sistemi içinde aynı şekilde gerçekleştiğinin söylenebilmesi mümkündür.

Cari denge/GSMH oranı da tez çalışmasında finansal sisteme etkileri yönünden incelenen makro değişkenlerdendir. Ülkemizde oldukça sık bir biçimde gündeme gelmekte olan cari açıkların finansal krizlere yol açabileceği görüşünün doğruluğunun da bu yolla test edilmesi mümkün olacaktır. Cari denge/GSMH Oranı incelememize, finansal sistem üzerinde doğrudan olmaktan çok dolaylı olarak etkilerinin olabileceği düşünülerek katılmıştır. Bu durumun ana sebebi cari dengenin bankacılık bilançolarını doğrudan etkilememesi, ancak özellikle ekonomik ortamdaki beklentilerde meydana getirdiği değişikliklerdir.

Grafik 4.12 incelendiğinde ülkemiz finansal sisteminin sağlamlığı ile cari dengenin GSMH'ye oranı arasında belli bir gecikmeyle ters yönlü bir ilişki göze

çarpılmaktadır. Yukarıda da belirtildiği üzere cari açıkların finansal krizlerin temel sebebi olduğu görüşü ülkemiz için yapılan bu incelemede doğrulanmamaktadır. Aslında bu durumun önemli sebeplerinden biri kriz sonrası yaşanan devalüasyonların cari denge/GSMH oranını yükseltirken aynı dönemlerde finansal sistemin krizlerin etkisiyle önemli kayıplar yaşamasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle net bir biçimde cari açıkların finansal krizlere neden olmayacağı sonucuna varılmamalıdır.

Ancak bu noktada üzerinde durulması gereken bir diğer husus özellikle 2000-2001 krizleri sonrasında ülkemizde tesis edilen olumlu makroekonomik ortamla birlikte değişen cari açık finansmanı kompozisyonudur. Bilindiği üzere 2000 yılı öncesinde ülkemiz cari açık finansmanında özellikle yüksek reel faize dayalı kısa vadeli sermaye girişleri önemli bir yer tutarken son dönemlerde bu durum değişiklikler göstermektedir. Yapılan özelleştirmelerle ülkemize daha fazla uzun vadeli direkt yabancı yatırımların cari açık finansmanının daha uzun vadeli olarak şekillenmesine sebep olmuş ve bu durum cari açıklara bağlı kırılganlıkları nispeten azaltmıştır.

Grafik 4.12'den de görüldüğü üzere 2001 yılından başlayarak 2005 yılı sonu itibarıyla sürekli olarak artan cari açıkların finansal sistem sağlamlığı üzerinde olumsuz bir etkisi görülmemektedir. Bu durum yukarıda anlatılan cari açık finansmanındaki değişikliklerle de uygunluk göstermektedir. Dikkat edilirse Cari Açık/GSMH oranının en yüksek değeri düzeyi olan % -6 noktasına ulaşılan Eylül 2005 döneminde finansal sistem sağlamlığı hemen hemen son 10 yılın en yüksek değerindedir.

Sonuç olarak her ne kadar yapılan analize göre ülkemizde Cari Denge/GSMH oranının finansal sistem sağlamlığı ile ters yönlü bir ilişki gösterdiği görülse de, bu durumun krizlere has devalüasyon etkisinden kaynaklandığı söylenebilir. Ancak 2001 yılı sonrası gelişimde Cari denge/GSMH oranı ile finansal sistem sağlamlığı arasında oluşan ters yönlü ilişki kanımızca cari açık finansmanındaki kompozisyonun farklılaşmasından ve uzun dönemli finansman ortamının oluşmasından ileri gelmektedir.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

Günümüz ekonomi literatüründe tanımlanma noktasında üzerinde oldukça ciddi bir uzlaşının varolduğu para politikası ve fiyat istikrarı kavramlarına karşın, aynı uzlaşının finansal istikrarın tanımlanması söz konusu olduğunda ciddi bir belirsizlik ve çeşitlilik hali aldığı görülmektedir. Finansal istikrarın tanımlanmasındaki zorlukları;

- Finansal istikrarla ilgili gelişmelerin, tek bir nitel göstergıyla açıklanamaz oluşuna,
- Finansal istikrardaki gelişmelerin tahmin edilmesinin oldukça güç oluşuna,
- Finansal istikrardaki gelişmelerin sadece kısmi olarak kontrol edilebilir oluşuna,
- Finansal istikrarda hedeflenen politikaların çoğu kez sağlamlık ve etkinlik arasında ikilem yaratmakta oluşuna,
- Finansal istikrar için politika gereksinimlerinin zamanlama açısından tutarsız olabilmesine,

dayandırmak mümkündür.

Ancak bütün bu tanımlama sınırlamalarına karşın finansal istikrar genel olarak, finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi performansına katkıda bulunmak için iyi işlediği durum olarak tanımlanmaktadır.

Finansal istikrarın, para politikası ve sonuçlarıyla olan ilişkisi de son dönemlerde oldukça ilgi çekici bir hal almaya başlamıştır. Para politikası ile finansal istikrarın teorik açıdan birlikteliğini sağlayan unsurlar, asıl olarak merkez bankalarının finansal istikrarda çok önemli görevlere sahip olmalarıyla ilgilidir. Literatürde merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasındaki önemli rolü konusunda da önemli sayılabilecek bir uzlaşının varolduğu görülmektedir. Finansal sistemde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olsun ya da olmasın tüm merkez bankaları görev ve yetkileriyle ilişkili olarak finansal sistemin işleyişinde önemli etkiler yaratabilmektedirler. Merkez bankalarının finansal sistemde düzenleyici ve denetleyici yetkilere sahip olmadığı ülkelerde de para politikası üzerinde tam yetki ile çalışan kurumlar oluşu ve bu politikaları uygularken sahip oldukları araçları bağımsız bir şekilde kullanabilmeleri, merkez bankalarının sistemin istikrarını sağlama konusundaki görevlerinin temel sebebidir.

Literatürde para politikası ile finansal istikrar ilişkisinin sebeplerinin teorik olarak açıklanmasında öncelikle; parasal aktarım mekanizması, ödeme sistemleri ve nihai borç verme makamı kavramlarına temas edildiği görülmekte ve bu kavramların ekonomideki yönetiminde tek yetkili kurum olan merkez bankalarının kontrolü altında olmasının para politikası ile finansal istikrarın ilişkisinin anlaşılmasını kolaylaştıracağı belirtilmektedir.

Para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin teorik olarak varolduğunun ispatlanması yanında söz konusu ilişkinin ne şekilde gerçekleştiği de anlaşılmaya çalışılmaktadır. Bir kısım yazarlar para politikalarının yaratacağı sonuçlar itibarıyla finansal istikrarla çelişmeyeceği veya sinerji yaratacağı yönünde görüş bildirirken, diğer bir kısım yazarlar ise duruma daha şüpheli bir bakış açısıyla yaklaşmakta ve para politikasının bazı sonuçlarının veya uygulanma şeklinin finansal istikrarın korunmasında sorun yaratabileceğini öngörmektedirler. Literatürde söz konusu görüşlerin geleneksel analiz tarzı ve ekonomide yeni çevre hipotezi adları altında iki ana başlık altında toplandığı görülmektedir.

Para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin daha net anlaşılabilmesi için, her bir para politikası stratejisi altında finansal istikrarın ne şekilde etkilendiği de ele alınmalıdır. Günümüz ekonomi literatüründe merkez bankalarınca uygulanmakta olan para politikası stratejileri 3 ana başlık altında toplanmaktadır. Bu stratejiler döviz kuru hedeflemesi stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve son olarak enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Merkez bankalarının para politikası ile ulaşmaya çalıştıkları hedefler ise literatürde fiyat istikrarı ve finansal istikrar ana başlıkları altında toplanmaktadır.

Merkez bankaları tarafından kullanılan para politikaları stratejileri içerisinde son yıllarda enflasyon hedeflemesi stratejisi yönünde ciddi bir eğilim görülmektedir. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi ise özellikle Meksika ve Asya krizlerinin yarattığı ciddi sorunlardan dolayı bugün para politikası stratejisi olarak kullanımını veya geçerliliğini yitirmeye başlamıştır. Parasal hedefleme stratejisine ilişkin eğilimler incelendiğinde ise daha değişik bir durum ile karşı karşıya kalınmaktadır. Parasal hedefleme stratejisi bazı ülkeler tarafından fiyat istikrarının sağlanması açısından enflasyon hedeflemesi stratejisi ile birlikte kullanılmaktadır. Her iki hedefin birlikte kullanılıyor olması merkez bankalarına para politikaları uygulamaları açısından belirli düzeyde bir esnekliği de beraberinde getirmektedir.

Merkez bankaları politika hedefleri açısından; fiyat istikrarı hedefi olmaksızın diğer hedefleri baz alan merkez bankaları, herhangi bir hedef belirlemeyen merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle çatışan diğer hedefleri de baz alan merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan merkez bankaları ve son olarak fiyat istikrarının tek ya da en önemli hedef olarak baz alan merkez bankaları olarak 5 ayrı grupta sınıflandırılmaktadır. 1970'li yıllardan 1990'lı yıllara gelinirken fiyat istikrarı hedefi ile birlikte bu hedefle uyumlu diğer hedefleri de baz alan veya fiyat istikrarının tek ya da en önemli hedef olarak baz alan merkez bankalarının önemli bir ağırlık kazandığı görülmüştür.



Herrero ve Rio (2003) tarafından yapılan çalışma bütün para politikası stratejileri ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin görülmesi açısından önemli olmakla beraber, ülkemiz açısından önemi göz önünde bulundurularak, enflasyon hedeflemesi stratejisine özel bir önem verilmesi gerektiği düşünülmüş ve para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin seçilmesinin, finansal istikrarı etkilemesi muhtemel riskleri de ayrıca incelenmiştir. Tez çalışmasında gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi politikasına ilişkin deneyimlerin inceleniyor olmasının sebebi, bu ülkelerde söz konusu politikanın yarattığı risklerin önceden görülmesini ve muhtemel risklerin finansal sisteme etkisinin ne şekilde gerçekleşeceğini önceden anlayarak gerekli tedbirleri alınmasını sağlamak olarak açıklanmıştır.

Yapılan literatür incelemesi sonucu enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde yarattığı 4 temel makroekonomik olumsuzluk tespit edilmiştir. Özetlemek gerekirse enflasyon hedeflemesi politikası gelişmekte olan ülkelere;

- Enflasyon oranlarını iki basamaklı rakamların altına çekebilmiş ve bu ülkelerdeki kronik yüksek enflasyona bağlı sorunların çözümünde faydalı olabilmüş, ancak oynaklık kriterlerinde gelişmiş ülkelere göre daha kötü bir performans sergilemiş,
- GSMH değerlerinde dalgalanmaların artmasına ve fiyat istikrarının yakalanabilmesi için düşen enflasyon oranlarının GSMH kayıplarını oluşturmasına neden olmuş,
- Döviz kuru oynaklığının artması ihtimalini, politikanın dalgalı kur rejimini gerektiriyor olması nedeniyle gündeme getirmiş,
- Fiyat istikrarına bağlı olarak varlık fiyatlarındaki dengesizlikleri artırmış ve bu yolla finansal dengesizliklere katkıda bulunmuştur.

Çalışmada yukarıdaki olumsuzlukların tespiti akabinde; enflasyon ve büyüme oranlarındaki dalgalanmaların artmasına bağlı gelişecek kredi riskinin, dalgalı döviz kuru rejimleriyle artması beklenen döviz kurları oynaklığına bağlı gelişecek kur riskinin ve son olarak da varlık fiyatlarındaki aşırı fiyat

hareketlerine bağlı geliŒecek olan makroekonomik risklerin gözönünde bulundurulması ve baŒta merkez bankaları ile finansal sistem denetiminden sorumlu otoriteler olmak üzere bütün otoritelerin güçlü bir iŒbirlięi ile sistemi kontrol altında tutması halinde söz konusu politikanın başarısının kolaylaŒacağı sonucuna varılmıŒtır.

Tez çalıŒmasının son bölümünde ise, para politikasının temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması için ülkemizde finansal istikrarı ne Œekilde etkilediğinin anlaŒılması amaçlanmıŒtır. Finansal istikrar kavramı bir çok unsurdan etkilenmeye açık bir kavram olduğu için, yalnızca fiyat istikrarının veya baŒka bir deyiŒle para politikasının etkilerinin değil, diğer makro göstergelerin finansal sistemi ne Œekilde etkilediği de aynı bölümde incelenmiŒtir.

Ülkemiz finansal sisteminin baŒta enflasyon oranı olmak üzere sırasıyla; GSMH Oranı Büyümesi, İç Borç Stoku/GSMH Oranı, Reel Faiz ve Cari Denge/GSMH Oranı olmak üzere 5 temel makro deęiŒkenle olan iliŒkisinin incelendiği bu bölümde finansal sistem istikrarını temsil eden bir endekste belirlenmiŒtir. Söz konusu endeks için TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü'nce Ağustos 2005 tarihinde ilki yayınlanan "Finansal İstikrar Raporu'nda", finansal sistemin analizinin daha anlaŒılır bir hale getirilebilmesi için oluŒturulan "finansal sağlamlık endeksinin" kullanılması hem finansal sistemin analiz edilebilmesi açısından güçlü olması hem de genel olarak bakıldığında ülkemizde yaŒanan finansal sistem sorunlarını gösterebilmesi açısından uygun görülmüŒtür.

Finansal sistem istikrarı ile baŒta enflasyon oranı olmak üzere diğer makroekonomik deęiŒkenlerin analizinin yapıldığı bu bölümde Œu sonuçlara varılmıŒtır:

- Haziran 2002 döneminden sonra yaŒanan geliŒmeler finansal sağlamlık ile enflasyon oranları arasında ters bir iliŒkiye iŒaret etmekle birlikte, bu kısa dönem verilerine dayanarak ülkemizde finansal sağlamlığın artırılması için enflasyon oranlarında yaŒanan

istikrarın yeterli olup olmayacağı konusunda net bir karara varmak mümkün değildir. Bu nedenle yaşanmakta olan düşük enflasyon oranlarının ve istikrarlı fiyat düzeylerinin finansal sistem üzerindeki etkilerinin devam edeceği varsayımıyla, daha uzun bir dönem analizi beklenmelidir. Haziran 2002 döneminden bu yana yaşanmakta olan istikrarlı fiyat düzeyinin korunması ve sürdürülmesi bugünkü veriler baz alınarak yapılacak bir analize göre, ülkemiz finansal sistemindeki sağlamlığı ve doğal olarak istikrarı artıracaktır.

- GSMH'deki büyümelerin finansal sistem istikrarını olumlu yönde etkilediği görülmüş ve önümüzdeki yıllarda artan ekonomik büyüme ile birlikte finansal sistemin daha da olumlu yönde gelişeceği belirlenmiştir.
- Ülkemiz finansal sisteminin karlılığında yarattığı olumlu etkiden çok beraberinde getirdiği olumsuzluklarla dikkati çeken mali baskı Türk finansal sisteminin sağlamlığında olumsuz rol oynayan bir unsur olarak görülmektedir. 2000-2001 yılı ekonomik krizleri akabinde uygulamaya konan ekonomik programlarla tekrar düşüş eğilimi içine giren İç Borç Stoku/GSMH oranının bu eğilimi sürdürmesi halinde ülkemiz finansal sisteminin istikrarına olumlu katkı yapması beklenmektedir.
- Genel olarak yüksek reel faizler finansal sistemi hem aktif, hem de pasif yönüyle olumsuz etkileyebilmektedir. Bu durumun, ülkemiz finansal sistemi için de geçerli olduğunun söylenebilmesi mümkündür.
- Ülkemizde Cari Denge/GSMH oranının finansal sistem sağlamlığı ile ters yönlü bir ilişki gösterdiği görülse de, bu durumun krizlere has devalüasyon etkisinden kaynaklandığı tespit edilmiştir. Ancak 2001 yılı sonrası gelişimde Cari Denge/GSMH oranı ile finansal sistem sağlamlığı arasında oluşan ters yönlü ilişkinin cari açık

finansmanındaki kompozisyonun farklılaşmasından ve uzun dönemli finansman ortamının oluşmasından ileri geldiği düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Aglietta, M. (Haziran 2004). Inflation Targeting and Financial Stability. *University of Paris X-Nanterre, FORUM and CEPII*. France.
- Albarato, G. (Mart 2004). "Monetary Policy and Bank Stability: A Survey", DISEFIN, *Universita di Genova, Working Paper, no. 5/2004*.
- Bean, C. (Mart 2003). "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?", Bank of England.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK). (Mart 2000-Aralık 2005). Yayınlar ve Raporlar. Erişim: Kasım 2005. <http://www.bddk.org.tr>.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Posen, A. S. ve Mishkin F. S. (1999). "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton University Press: Princeton, N.J.
- Bernanke, B. S. ve Mishkin. F.S. (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 97/116.
- Blejer, M. I., Leone, A. M., Rabanal, P. ve Swarts, G. (2002). "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs", *IMF Staff Papers*, v. 49, no.3.
- Bordo, M. ve D. Wheelock (1998). "Price Stability And Financial Stability: The Historical Record", *Fed of St. Louis Review*, Sep/Oct., 41-62.
- Bordo, M., M. Dueker ve D. Wheelock (2000). "Inflation shocks and financial distress: an historical analysis", *Fed of St. Louis Working Paper Series*, No. 2000-005 A.
- Borio, C. ve P. Lowe (2002). "Asset Prices, Financial And Monetary Stability: Exploring The Nexus", *BIS Working Papers*, No. 114.
- Borio, C., English, B. ve A. Filardo (2003). "A Tale Of Two Perspectives: Old Or New Challenges For Monetary Policy?", *BIS Working Paper*, No. 127.
- Brousseau, V. ve C. Detken (2001). "Monetary Policy And Fears Of Financial Instability", *ECB Working Paper*, No. 89.
- Browne F., Cronin D., ve Kennedy B. (2005). "The Decline in the Volatility of Output Growth: Its Causes and Consequences for Financial Stability", *Financial Stability Report 2005*, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland.
- Cabos, K., Funke, M. ve Siegfried, N. A. (28 Ekim 1999). "Some Thoughts On Monetary Targeting vs. Inflation Targeting", *Quantitative Macroeconomic Working Paper Series*, Universitat Hamburg.

- Calvo, G. A., (Nisan 2000). "Capital Markets and the Exchange Rate With Special Reference To the Dolarization Debate in Latin America", University of Maryland, Universidad T. Di Tella ve NBER.
- Calvo, G. A. ve Mishkin, F. S. (Haziran 2003). "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries", *NBER Working Paper 9808*.
- Carlstrom, Charles T. ve Fuerst, Timothy S. (1996). "The Benefits of Interest Rate Targeting: A Partial and a General Equilibrium Analysis", *FRB Cleveland Economic Review* Volume :32 No:2
- Cecchetti, S. G. (Kasım 2005). Asset Prices Bubbles and Inflation Targeting. *Banco de Mexico Conference*.
- Corbo, V. ve Hebbel, K. S. (Eylül 2001). "Inflation Targeting in Latin America", Central Bank of Chile, *Working Papers*, no. 105.
- Crockett, A. (27-29 Nisan 2000). "In search of Ancors For Financial and Monetary Stability", BIS Speech.
- Crockett, A. (13 Şubat 2001). "Monetary Policy and Financial Stability", BIS Speech.
- Daltung, S. (Nisan 2001). "The Relationship Between Price Stability and Financial Stability", *Risksbank Economic Review*.
- Estrella, A. ve Mishkin F. S. (Kasım 1996). "Is There a Role for Monetary Aggregates in The Conduct of Monetary Polict?", *NBER Working Paper Series, 5845*.
- Fraga, A., Goldfajn, I. ve Minella, A. (Ekim 2003). "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER, Working Paper 10019*.
- Fuentes, J. R. ve Ahumada, L. A. (Aralık 2003). "Banking Industry and Monetary Policy: An Overview". Central Bank of Chile, *Working Papers, no. 240*.
- Heinemann, F. Ve Illing, G. (21 Mart 2000). "Speculative Attacks: Unique Sunspot Equilibrium and Transparency", Goethe University, Frankfurt am Main.
- Herrero, A.G. ve Rio, P.(2003). "Financial Stability and The Design of Monetary Policy", Banco de Espana.
- Goodfriend, M. (Ocak 2001). "Financial Stability, Deflation and Monetary Policy", *FRB of Richmond Working Paper*.
- IMF (Mayıs 1998). "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", *World Economic Outlook*, bölüm 4.
- Issing, O. (2002). Why Stable Prices And Stable Markets Are Important And How They Fit Together. *First Conference of the Monetary Stability Foundation, 5 December*.
- Issing, O. (29 Mart 2003). "Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?", BIS Speech.

- Kakes, J. ve Ullersma, C. (Ekim 2002). "Financial Stability in Low Inflation Environments", *BIS Paper*, no.19.
- Kaufman, G. G. ve Scott K. E. (2003). "What Is Systemic Risk and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?", *The Independent Review*, v. VII.
- Kumcu, E. (8 Temmuz 1999). Dedikoduların Çağrıştırdıkları. *Hürriyet Gazetesi*.
- Masson, P.R., Savastano M. A. ve Sharma S. (Eylül 1997). "The scope For Inflation Targeting in Developing Countries", *IMF Working Paper/97/130*.
- Mishkin F. S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country's Perspective", *NBER Working Paper 5600*.
- Mishkin F. S. (Şubat 1999). "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", *NBER Working Paper 6965*.
- Mishkin, F. S. (Mart 2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper 7618*.
- Mishkin, F. S. (Temmuz 2004). "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper 10646*.
- Moenjak, T., Imudon W. ve Vimolchalao, S. (Eylül 2004). Monetary Policy and Financial Stability: Finding the Right Balance Under Inflation Targeting. *BOT Symposium 2004*.
- Öğretmen, Dr. Eren. (Temmuz 2004). "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Padoa-Schioppa, T. (2002). Central Banks And Financial Stability: Exploring The Land In Between. *Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System, 24-25 October*.
- Padoa-Schioppa, T. (Temmuz 2003). "Central Banks and Financial Stability", *ECB Speech*.
- Poole, W. (27 Kasım 2004). "Maintaining Financial Stability:A Central Banker's Perspective", *FRB St. Louis Speech*.
- Schinasi, G. J. (Haziran 2003). "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", *IMF Working Paper WP/03/121*.
- Schinasi, G. J. (Ekim 2004). "Defining Financial Stability", *IMF Working Paper WP/04/187*.
- Schwartz, A. (1995): "Why Financial Stability Depends On Price Stability", *Economic Affairs*, 21-25.
- Serdengeçti S. (Mayıs 2005). "Financial Stability and Implications of Basel II", *Conference on "Financial Stability and Implications of Basel II", 16 May*.
- Sinclair, P. J. N. (Kasım 2000). "Central Banks and Financial Stability", Bank of England, *Quarterly Bulletin*.

- Srejber, E. (9 Temmuz 2002). "Inflation Targetting and Bubbles", *BIS Review* 43/2002.
- Trichet, J. C. (13 Mayıs 2004). "Current Challenges For The ECB-Sustainable Non-Inflationary Growth and Financial Stability ı
- Trichet, J. C. (8 Haziran 2005). "Asset Price Bubbles and Monetary Policy", *ECB Speech*.
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB). (1992-Aralık 1999). İstatistiki Veriler. Erişim: Ekim 2005, www.tbb.org.tr.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (Ağustos 2005). Finansal İstikrar Raporu. Sayı 1. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2005). *Lira Dergisi*. Sayı 1. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (Aralık 2005). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. Sayı 2005-56. Ankara.