

Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi

Yrd. Doç. Dr. Burak Darıcı

ÖZET

2008 Global Finansal Kriz sürecinde finansal istikrarın önemi bir kez daha anlaşılmuştur. Finansal istikrarın tanımlanması konusundan literatürde görüş birliği bulunmamaktadır. Finansal sistemin sürekli gelişmesi ve finansal istikrarın dinamik bir süreç olması tanımlamayı zorlaştırmaktadır. Finansal istikrar için sisteme olan güvenin sağlanmış ve sürdürülüyor olması gerekmektedir. Geniş anlamda Finansal istikrar, ödeme sistemi, riski dağıtma, kaynakların etkin dağılımı gibi ekonomik fonksiyonların geçici bir dalgalanma, şok veya yapısal değişim dönemlerinde bile etkin bir şekilde yerine getirilmesi durumudur. Dar anlamda finansal istikrar ise varlık fiyatlarında uzun süreli oynaklıkların yaşanmaması durumudur.

Finansal istikrar, kamusal bir mal olarak düşünülebilir. Finansal sistem her zaman istikrarsızlık yaratma ve bu istikrarsızlığı yayma eğilimindedir. Bu nedenle kamusal alan her zaman finansal istikrarın sağlanmasında sorumluluk taşımaktadır. Merkez Bankaları da para birimi üzerinde tekel konumunda olmaları ve fiyat istikrarını ana hedef almasından dolayı bu sorumluluğu taşımaktadır. Bu kapsamda Merkez Bankaları bankaların bankası ve son kredi mercii olarak finansal sistem içinde faaliyet sürdürmek durumundadırlar. Günümüzde artık Merkez Bankalarının ana hedefi fiyat istikrarını sağlamak ikincil amacı ise finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesidir.

Literatürde faiz düzleştirme kuralı, para politikası ve finansal istikrar ilişkisi analizinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu süreçte faiz düzleştirme kuralı para politikasının finansal istikrar sağlama sürecinde köprü görevi görmektedir. Buna göre faiz düzleştirme kuralı, kısa vadeli faiz oranının finansal stresi ortaya koyan arzulan faiz oranındaki değişime göre kısmi olarak yavaşça ayarlanması sürecidir. Kuralın diğer yararları yanında faiz düzleştirme kuralı, güven unsurunun sağlanması ve finansal stresin azaltılmasında güçlü bir araçtır. Faiz düzleştirme kuralının istatistiki olarak anlamlı olması para politikasının finansal istikrarı amaçladığına işaret ederken, düzleştirme katsayısının yüksek değer vermesi ise para politikasının finansal istikrarı sağlama ve sürdürme gücünün yüksek olduğunu gösterir. Literatüre uygun olarak özellikle gelişmiş ülke Merkez Bankaları kısa vadeli faiz politikalarını faiz düzleştirme kuralına uygun olarak yürütmektedir. Kısa vadeli faizin gerçekteki hareketini açıklamakta başarılı olan faiz düzleştirme kuralı Merkez Bankaları için bir politik süredurumdur. Faiz düzleştirme süreci içinde finansal sistemdeki değişimleri ve finansal stresi ortaya koyacak şekilde oluşturulan arzulan (hedef) faiz oranı da Merkez Bankaları için bir etki-tepki fonksiyonu olmaktadır.

2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı öncesi TCMB' nin araç ve amaç bağımsızlığı sağlanamamıştır. Bu nedenle finansal sistemin zayıflıkları ve kamusal açık finansmanı sonucu 2001 öncesi dönemde TCMB uzun vadeli olarak finansal istikrarı sağlayacak para politikaları uygulayamamıştır. 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası TCMB' nin araç ve amaç bağımsızlığının sağlanmasından sonra TCMB' nin ana amacı fiyat istikrarını sağlamak, ikincil amacı ise finansal istikrarı gözetmektir. 2001 sonrasında TCMB uzun vadeli olarak finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine yönelik para politikası yürütebilmiştir. Özellikle, TCMB'nin kırılganlığın ve risklerin arttığı dönemlerde yürüttüğü pro-aktif ve esnek para politikası uygulamaları önemlidir. Finansal istikrara yönelik para politikası uygulamalarına etkin denetim ve gözetim faaliyeti sürdüren BDDK da 2001 sonrası dönemde katılmıştır.

Araç ve amaç bağımsızlığı ile birlikte kısa vadeli faiz aracının 2001 sonrası etkinliğinin sağlanması faiz düzleştirme kuralının Türkiye ekonomisi için test edilmesine imkan sağlamıştır. Bu kapsamda faiz düzleştirme kuralı, TCMB' nin finansal istikrarı sağlama gücünün analizi için 2001/05-2011/12 dönemi için aylık olarak GMM yöntemi ile test edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, tahmin edilen faiz oranı serisi kısa vadeli faizin gerçekteki hareketini yüksek oranda yakalamıştır. Ayrıca faiz

düzleştirme katsayısı da yüksek bir değer vermiştir. Bu sonuca göre, 2001 sonrası dönemde TCMB'nin kısa vadeli faiz politikası faiz düzleştirme kuralına uymakta, TCMB bu dönemde kısa vadeli faizleri yüksek oranda düzleştirmektedir. Faiz düzleştirme kuralının geçerli olması, TCMB 2001 sonrası dönemde finansal istikrarı amaçladığını, finansal istikrarı sağlama ve sürdürme gücünün de yüksek olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, 2001 sonrası finansal istikrara yönelik yürütülen esnek ve pro-aktif para politikası, BDDK' nin etkin denetim ve gözetime yönelik uygulamaları ve finansal sağlamlık endeksi ile birlikte değerlendirildiğinde, 2001 sonrası dönemde finansal istikrarın sağlandığını ve sürdürüldüğünü söylemek mümkündür. 2008 Global Finansal Krizi de Türk finansal sisteminin istikrarlı olduğunu ve sistemin unsurlarının istikrarlı yapıyı sürdürecektir güçte olduğunu göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Faiz Düzleştirme Kuralı, Finansal İstikrar, Finansal İstikrarsızlık, Genelleştirilmiş Moment Yöntemi, Kısa Vadeli Faiz Politikası, Para Politikası, Taylor Kuralı, Türkiye Ekonomisi, Varlık Fiyatları

GİRİŞ

Tarihsel süreç içinde para, hesap birimi olma, işlemlere aracılık etme ve tasarruf aracı olma fonksiyonları yanında Merkez Bankalarının amaçlarını gerçekleştirmeye yönelik piyasaya müdahale aracı haline gelmiştir. Artık para politikası araçları ile Merkez Bankaları amaçlarına ulaşmaya ve finansal piyasalardaki istikrarsızlıkları ortadan kaldırmayı çalışmaktadır. Ekonomilerin yüksek oranda entegre olmaları para politikası, finansal sistem, etkin denetim - gözetim fonksiyonu ve ödemeler sisteminde değişikliklere neden olmuştur. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına yönelik para politikaları araçları ve modeller daha karmaşık hale gelmiştir. Bu süreçte Merkez Bankalarının ara amaçlar ile ana amaçlara ulaşma şeklindeki para politikalarından vazgeçmeleri gerekmiştir. Fiyat istikrarı artık Merkez Bankaları tarafından doğrudan hedeflenmeye başlanmıştır. Finansal istikrarı ise bu süreçte ikincil ana amaç haline gelmiştir. Para politikasının etkinliği açısından araç - amaç bağımsızlığının sağlanması ve Merkez Bankalarının para politikası uygulamalarından sorumlu tutulmaya başlanması da zorunlu hale gelmiştir.

Fiyat istikrarı ve ekonomik istikrar açısından finansal istikrar önceliklidir. Finansal istikrarın önceliğine, finansal işlemlerin hacmindeki artışlar, finansal araçların çeşitlerinde ve yapısında yaşanan değişimler, uluslararası finansal sisteme entegrasyon süreci ve tabii ki maliyeti yüksek krizler neden olmaktadır. Finansal sistemi beş ana unsurdan düşünmek mümkündür. Bunlar, para, finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve Merkez Bankalarıdır. Unsurlardan birinin fonksiyonlarını yerine getirememesi, finansal sistemin riske girmesi ve istikrarsızlığın yaşanması için yeterli olmaktadır. Finansal sistem güven unsurunun oluşmasında, belirsizliğin azalmasında ve risklerin fiyatlara dahil edilmesinde etkinlik sağlamaktadır. Bu nedenle kıt kaynakların etkin kullanılması için, finansal araçları kullanma yeteneğine sahip, finansal sistemin olduğu, paranın likiditesi en yüksek araç olduğu bir yapılanma gerekmektedir.

Tarihsel süreç içinde finansal sistem hızla gelişmiştir. Bankaların mevduat kabul etmesi ve kredi vermeye başlaması, para ve sermaye araçlarının çeşitlenmeye başlamıştır. Bunun dışında bankaların dolayısıyla finansal sistemin Merkez Bankalarının piyasaya müdahale etme ve likidite ile ilgili düzenlemelerde temel araç haline gelmesi, bu çalışma açısından ayrıca önemlidir. Bankalar dışında artık finansal sistemde sigorta şirketleri, emeklilik fonları, finansman şirketleri, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, kredi birlikleri vb. finansal kuruluşlar faaliyet göstermektedirler. Piyasa katılımcılarının sayısında ve türündeki artışlar sistemin ve finansal faaliyetlerin karmaşık bir yapı almasına neden olmuştur. Merkez Bankaları da zaman içinde para basan kurum olmanın dışında, para politikası aracılığıyla ekonomilerde ve finansal piyasalarda önemli fonksiyonlar üstlenmeye başlamışlardır. Para ve kredi politikasını yönetmek bu fonksiyonlar içinde en önemlisidir. Likiditenin izlenmesi ve düzenleme yapılması, ödeme ve kredi sisteminin fonksiyonlarının yerine getirilmesine yönelik

uygulamalar, etkin denetim ve gözetim fonksiyonu içinde yer alınması, döviz kuru sistemi ve döviz kuruna yönelik düzenlemeler ve fiyat istikrarına yönelik uygulamalar para ve kredi politikasının önemli unsurlardır. Bunun dışında banka rezervlerini tutmak, takas odası fonksiyonunu sürdürmek, uluslararası rezervleri tutmak ve idare etmek bu fonksiyonlar içinde ilk sıralarda yer almaktadır.

Literatürde finansal istikrarın tanımlanması aşamasında görüş birliği bulunmamaktadır. Finansal istikrarın neleri kapsaması gerektiğine yönelik yaklaşımlar literatürde yoğunluktadır. Finansal istikrara yönelik yapılacak tanım bu anlamda finansal sisteminin tamamını kapsmalı ve tüm özelliklerini içermelidir. Tanım öncelikle sistemin altyapısını yani yasal yapıyı, sistemin işleyiş kanallarını, denetim ve gözetim unsurlarını kapsamalıdır. İkinci olarak tanım kurumları, finansal piyasaları ve hem özel hem de kamusal finansal katılımcıları da kapsamalıdır. Bu noktada finansal istikrar finansal sistemi, parasal sistemi, kuralları, kurumları, süreçleri kapsayan bir kavram halini almaktadır. Tanım içinde olması gereken unsurlardan biri de ekonomik faaliyetlerin düzgün bir şekilde işlenmesini sağlayacak ödemeler sisteminin mevcut olmasıdır. Bunun dışında finansal istikrar tanımı sadece krizlerin olmamasını değil, aynı zamanda finansal sistemi veya ekonomik süreci etkileyecek finansal dengesizliklerinin hızla ortadan kalmasını da içermelidir. Son olarak tanım, finansal istikrarın bölünmemiş, devamlılık arz eden yapısı üzerine oturmalıdır.

Finansal istikrarın tanımlanmasında görüş birliğinin bulunmamasının iki nedeni bulunmaktadır. Birinci neden, oynaklığın (volatility) yokluğu anlamına gelen istikrar kavramının, oynaklığın finansal piyasalar için sorun *olmasını* içeriyor olmasıdır. İkinci neden, finansal istikrar konusunda, makro ekonomik istikrar ve parasal istikrar kavramlarının aksine, teoride ve uygulamada sürekli yeni gelişmeler olmasıdır. Finansal istikrar kavramının tanımlanmasını zorlaştıran faktörlerden ilki ise, finansal istikrar konusundaki gelişmeleri tek bir kapsamlı açıklayıcı gösterge ile ortaya koymanın mümkün olmamasıdır. İkincisi, finansal istikrarın, doğası gereği bu konudaki gelişmelerin tahmin edilmesini güçleştirmesidir. Üçüncüsü, finansal istikrar konusundaki gelişmelerin sadece kısmi olarak kontrol edilebilmesidir. Dördüncüsü, Finansal istikrar konusundaki politika amaçlarının, esneklik ve etkinlik konularında değiş tokuş (trade-off) içermesidir. Sonuncu ve en çarpıcı faktör ise, *finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaların kısa vadede sağlayacağı avantajların uzun vadede istikrarsızlık sebebi olabileceğidir.*

Finansal istikrar tanımını kurumlar açısından ve piyasalar açısından istikrar şeklinde görmek mümkündür. Finansal kurumlar açısından, kurumların yaptıkları sözleşmelere bağlı olarak yürüttükleri faaliyetlerin bir kesintiye uğramadan, dışarıdan bir müdahale olmadan güven içinde sürdürme derecesinin yüksek olması, finansal istikrar olarak tanımlanır. Piyasalar açısından ise, finansal piyasalarda faaliyet yürüten her katılımcının işlemlerini piyasada oluşan fiyatlardan rahatlıkla gerçekleştirmeleri, finansal istikrar olarak tanımlanır. Ancak finansal piyasalarda ve kurumlarda istikrarın bir bütünü oluşturulduğu akılda tutulmalıdır. Bir başka tanıma göre finansal istikrar, ödeme sistemi, riski dağıtma, kaynakların etkin dağılımı gibi ekonomik fonksiyonlarını geçici bir dalgalanma, bir şok veya yapısal değişim dönemlerinde bile etkin bir şekilde yerine getirmesi durumudur. Başka bir tanıma göre finansal istikrar, finansal sisteme karşı sürdürülebilir bir güvenin olması durumunda sağlanmış demektir. Varlık fiyatlarında uzun vadeli oynaklıkların olmaması da finansal istikrar ile birlikte kullanılmaktadır. Son bir tanım göre de finansal istikrar, sınırlı bir grup üzerinde oluşacak ölçülebilir ekonomik zararın ötesinde bir oluşumun olmadığı durumdur.

Finansal istikrar ekonomik istikrar için önemli bir aşamadır. Finansal istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü bir ekonomide, tasarruf sahibi ve yatırımcıların faaliyetlerini yürütmede bir belirsizlik ve isteksizlik olmayacaktır. Finansal istikrarsızlığın olması durumunda ise, reel çıktı açığında hızlı artışlar, finansal varlıkların ve değişkenlerin değerinde aşırı oynaklıklar ve ani düşüşler, sonuçta ise bankacılık, para krizi ve sistematik kriz olma ihtimali artmaktadır. Finansal sisteme ve finansal piyasalara bakıldığında, her

zaman istikrarsızlık yaratma eğilimde olduğu ve piyasa başarısızlıkları sonucu krize girme eğilimi taşıdığı görülmektedir. Finansal istikrar bir kamu malıdır. Bu kamu malının tüketimine katılanların elde ettikleri fayda, diğer tüketicilerin tüketimlerini olumsuz etkilememektedir. Kamusal kesim bu kamu malını yeterli miktarda ekonomik birimlere sunmak zorundadır. Kamusal alan her zaman finansal sistem ve piyasaların istikrarına yönelik sorumluluk taşımaktadır.

Finansal sisteme kamusal müdahale gerekliliğinin ana nedeni, özellikle bankacılık kesiminin kendi içinde istikrarsızlık yaratma eğiliminde olması, bankaların ödemeler sistemi ve bankalar arası para piyasası aracılığıyla birbirine bağlı olmaları nedeniyle, istikrarsızlığın hızlı bir şekilde bulaşma etkisiyle yayılmasıdır. Kamusal müdahale gerekliliğinin altında yatan diğer nedenler arasında ise, mevduat sahipleri ve kredi alan katılımcıların finansal kuruluşların iflasından kaynaklanacak dalgalanmalardan negatif etkilenme olasılığı, oluşan oynaklık ve risklerin bulaşıcılık etkisi ile diğer finansal piyasa katılımcılarına sıçraması, mevduat sahipleri veya problemlili kurumların kurtarılmasına yönelik olarak uygulanacak programların maliyetinin finansal sistemi güçlendirmeye yönelik maliyetlerden çok yüksek olması, finansal sektörden kaynaklanan sorunların makro ekonomik sonuçlarının çok ağır olması ve son olarak ise, finansal araçların istikrarsızlık unsurları yüzünden etkin olarak çalışmaması ile birlikte tasarruf miktarının, kredi hacminin çok düşük ve yatırımların yetersiz düzeyde olması durumları vardır.

1980'lerden sonrasına bakıldığında ekonomilerin parasal istikrar konusunda belirli bir istikrar ve başarı sağladığı görülmektedir. Ancak aynı dönemde finansal istikrar anlaşılması ve sağlanması zor bir olgu haline gelmiştir. Finansal istikrarsızlık süreçlerindeki artış ulusal ve uluslararası kurumların dikkatini finansal istikrar kavramı üzerinde çekmiştir. 1980 sonrasında liberal bir ekonomik yapılanmanın ağırlık kazandığı görülmektedir. Devamında ise uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesi ve işbirliğinin artması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere doğru yüksek miktarda sermaye girişleri, genel olarak teknolojik alanda hızlı gelişmeler ve son olarak ise finansal sistemde yaşanan hızlı gelişmelerin olduğu görülmektedir. Ancak teknolojik alanda yaşanan hızlı gelişmelerin olması ve bu gelişmelere bağlı olarak özeldede bankacılık sisteminin etkin çalışmaya başlaması, Merkez Bankalarının finansal istikrarı gözetmesinden bağımsız olamamıştır. Artık Merkez Bankalarının fiyat istikrarına yönelik olarak izledikleri para politikalarında esneklik sağlamaları ve ortaya çıkacak dalgalanmaları önceleyen (procyclical) ve göz önünde bulunduran politikalar üretmeleri kaçınılmaz olmuştur. Finansal istikrarı sağlayacak ve sürdürecekt kurum olarak Merkez Bankalarına kamusal görev yüklenmesinin altında yatan neden ise, sistem içinde kullanılan para biriminin üzerinde en büyük kontrol gücü olan kurum olması ve fiyat istikrarının Merkez Bankaları için ana hedef olmasıdır. Merkez Bankaları artık finansal istikrar adına gerekli gördüğü anlarda, likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak başta olmak üzere, altyapıya yönelik yasal düzenlemeler, finansal istikrarı sürdürmeye yönelik politikalar yürütmektedir.

Literatürde, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi sürecinde Merkez Bankalarının yapacağı en iyi uygulamanın, hiçbir müdahalede bulunmaması ve hiçbir sorumluluk üstlenmemesi olacağına yönelik görüşler de bulunmaktadır. Ancak doğası gereği istikrarsızlığa girme eğiliminde olan finansal piyasalarda, bulaşıcılık etkisi ile birlikte süreç kendi kendini beslemekte ve piyasa katılımcıların tamamını etkisi altına almaktadır. Bu açıdan süreci kendi seyrine bırakmak, genel ekonomik ve uluslararası etkiler bakımından zincirleme bir sarmal yaratabilmektedir. Bu görüşün tam tersi diğer görüşe göre, Merkez Bankası finansal istikrarsızlığa aşırı duyarlı olmalı, potansiyel istikrarsızlık yaratabilecek durumlara karşı önceden önlemler almalıdır. Bu süreçte istikrarsızlık finansal ve reel ekonomik göstergelerde kendini göstermeden aktif politika (proaktif) yürütülmelidir. Ancak, finansal istikrarın doğası gereği dinamik bir yapıya sahip olması ve finansal değişkenlerde oynaklıkların normal olması, "proaktif" politika uygulamalarının finansal piyasaların normal işleyişini bozmasına ve risklerin oluşmasına neden olacağına da dikkat edilmelidir.

Genel kabul görmüş kural para politikasının, makroekonomik kırılmaları, fiyatlar ve büyümedeki dönemsel dalgalanmaları içerecek şekilde bir kurala dayalı olması, yani ekonomik istikrarı göz önünde bulundurması gerektiği şeklindedir. Taylor kuralına göre ise çıktı ve enflasyonun uzun dönem değerlerinde meydana gelen kısa dönemli sapmalar sonucu, para otoriteleri kısa dönemli faiz oranlarını değiştirerek bu sapmayı ortadan kaldırmalıdır. Ancak Klasik Taylor Kuralı, gerçekte faiz oranlarındaki değişimi ve hareketi açıklamak için sınırları dar ve aşırı basitleştirici bir kuraldır. Faiz Düzleştirme kuralı ise, faizin gerçekteki seyrini yakalamakta daha başarılı bir yaklaşımdır.

Faiz düzleştirme modeli ile ilgili iki ana yaklaşım bulunmaktadır. Birincisi, Merkez Bankaları faiz oranlarını düzleştirerek, gelecekteki faizlerin tahminini kolaylaştıracak bir yol oluşturmalıdır. Kısa vadeli faizlerle ilgili önsel bir düzleştirme oranının belirlenmesi, faizlerin istikrarlı hareket etmesini sağlamayacaktır. İkincisi ise, Merkez Bankaları belirledikleri hedef (arzu edilen) faiz oranına göre, ki bu faiz oranı belirlenmiş makro ekonomik değişkenlere göre hareket eden bir faizdir, kısa vadeli faizleri ayarlama yoluna gitmelidirler. Bunu gerçekleştirirken de oluşturulan faiz düzleştirme modeline bağlı olarak, faizleri düzleştirmeli, yani hedef faizdeki değişimin sadece belirli bir oranını ilgili dönemde, kalan kısmını ise diğer dönemlerde yansıtmalıdır. Faiz düzleştirme kuralının uygulanması ve nispeten yüksek faiz düzleştirme katsayısı, *para politikasının finansal istikrarı amaçladığına, finansal istikrarı sağlama ve sürdürme gücünün yüksek olduğuna işaret eder. Finansal istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü sonucuna ulaşmak için ise, finansal istikrara yönelik diğer para politikası uygulamaları, etkin denetim ve gözetim fonksiyonu da göz önünde bulundurulmalıdır.*

Bu çalışmanın *temelde* dört amacı bulunmaktadır. Birinci amacı, finansal istikrar kavramını ortaya koymaktır. İkinci amacı, para politikası - finansal istikrar arasındaki ilişkinin anlaşılmasını sağlamak ve finansal istikrar sağlayıcı para politikası uygulamalarının neler olduğunu ortaya koyulmaktır. Üçüncü amacı ise, faiz düzleştirme kuralını ayrıntılı olarak açıklamak ve para politikası - finansal istikrar ilişkisi analizindeki yerini göstermektir. Dördüncü ve ana amacı ise, Türkiye ekonomisinde 2001 öncesi para politikası – finansal sistem ilişkisinin anlaşılmasını sağlamak, 2001 sonrası TCMB' nin finansal istikrar sağlayıcı para politikası uygulamalarını tarihsel süreç içinde açıklamak ve finansal istikrarın sağlandığını - sürdürüldüğünü göstermeye çalışmaktır. Bu kapsamda TCMB' nin 2001 sonrası finansal istikrarı doğrudan hedeflediği ve finansal istikrarı sağlama gücünün yüksek olduğu, faiz düzleştirme kuralının Türkiye ekonomisi için tahmin edilmesi ile ortaya koyulacaktır.

Bu amaçlar paralelinde çalışmanın Birinci Bölüm'ünde para politikası ve özellikle finansal istikrar kavramları üzerinde durulacaktır. İkinci Bölüm'de ise para politikası - finansal istikrar ilişkisi ayrıntılı ve tüm yönleriyle ortaya koyulacaktır. Üçüncü Bölüm'de ise çalışma açısından önemli olan faiz düzleştirme kuralı teorik ve uygulamalı yönleriyle açıklanacak, finansal istikrar ile olan ilişkisi ortaya koyulacak ve bu kuralın tahmininde kullanılan GMM tahmin yöntemi konu kapsamında açıklanacaktır. Ulaşılmak istenilen asıl bölüm olan Dördüncü ve son Bölüm'de ise, 2001 öncesi para politikası - finansal sistem ilişkisi açıklanacak ve bu dönemde neden TCMB' nin uzun vadeli olarak finansal istikrar sağlayıcı para politikaları yürütemediği analiz edilecektir. Devamında ise 2001 sonrası para politikası ve finansal istikrar ilişkisi paralelinde, TCMB' nin finansal istikrar sağlayıcı politikaları açıklanmaya çalışılacak, finansal istikrar değerlendirilecektir. Çalışma açısından önemli olan faiz düzleştirme kuralı da bu Bölümde TCMB para politikasının 2001 sonrası analizinde tahmin edilecektir. Bölüm ve çalışmanın sonunda ise 2008 Global Finansal Krizi para politikası ve finansal istikrar açısından değerlendirilecektir.

Birinci Bölüm

1. PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMLARI

Bu bölümde çalışmanın temelini oluşturan iki önemli kavram hakkında, konunun kapsamı dahilinde bilgiler verilmeye çalışılacaktır. Bunun için ilk olarak para politikası kavramı, gelişimi ve son dönemdeki durumu hakkında genel açıklamalara gidilecektir. İkinci olarak ise konunun temel yapı taşını oluşturması bakımından, finansal istikrar kavramı ayrıntılı bir şekilde ortaya koyulmaya çalışılacaktır.

1.1. Para Politikası

Günümüz ekonomilerinde para, geleneksel fonksiyonlarını yerine getirmesi yanında Merkez Bankalarının piyasaya müdahale ve bazı hedefleri gerçekleştirme adına kullanılan bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Para politikası da bu açıdan belirlenen hedeflere ulaşmada Merkez Bankaları tarafından alınan kararları ve yürütülen politikaları içeren bir kavramdır. Günümüz ekonomilerinde Merkez Bankaları para politikası araçları aracılığıyla belirlediği hedefleri gerçekleştirme ve özellikle finansal piyasalardaki bazı dengesizlikleri ortadan kaldırma adına likidite ve faizler üzerinde etkili olmakta ve ekonomik birimlerin kararlarını bu bağlamda değiştirerek, bunlardaki değişim ile birlikte de hedeflerine ulaşmaya çalışacak şekilde hareket etmektedirler.

Bu alt bölümde, para politikası alanında meydana gelen değişimler bağlamında günümüzdeki uygulanan para politikası ve bu paralelde para politikası amacı olarak finansal istikrarın gerekçeleri ve konu içindeki yeri ortaya koyulmaya çalışılarak, bundan sonraki bölümler için temel oluşturacak açıklamalara gidilecektir.

1.1.1. Para Politikasında Meydana Gelen Değişimler ve Finansal İstikrar

Son dönemde ekonomilerin birbirine yüksek oranda entegre olmaları ile birlikte Merkez Bankaları tarafından izlenen para politikalarında da köklü değişiklikler meydana gelmiştir. Finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme (liberalizasyon) ile birlikte, son dönemde genel olarak Merkez Bankalarının para politikaları, finansal sistem, gözetim – denetim ve ödeme sistemleri politikaları daha karmaşık hale gelmiştir. Merkez Bankalarının para politikası araçları ile finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlamak ve enflasyonsuz bir ortam oluşturmak gittikçe güçleşmeye başlamıştır¹. 1980'li yıllardan itibaren yaşanan finansal yenilikler ile birlikte paranın tanımı değişmeye başlamış, para talebi istikrarsız bir hale gelmiş ve ulusal finansal piyasalarda yaşanan globalleşme eğilimi son dönemde önemli bir trend şeklinde gelişmiştir. Yüksek getiri arayan uluslararası fonların girdiği finansal piyasalarda hacim ve fiyat açısından ani hareketler meydana gelmiştir². Yaşanan bu dönem ile birlikte para politikası araçları ile belirlenen amaç arasındaki ilişkiyi tam olarak gerçekleştirecek bir modelin ortaya koyulması zorlaşmaya başlamış süreç daha karmaşık hale gelmiştir.

Bu noktada ilişkilerin artık daha karmaşık olması dolayısıyla, Merkez Bankalarının ara amaçlar aracılığıyla ana amaçlara ulaşma şeklindeki para politikasından vazgeçmeleri gerekmiştir. Ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin daha karmaşık olması, aktarım süreçlerinin değişmeye başlaması ile birlikte ve en önemlisi 1970'lerden itibaren bir çok ülkede yüksek oranlarda enflasyon yaşanması sonucu, son dönemde yoğun olarak enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmıştır³. Artık fiyat istikrarı para politikası

¹ Mehmet Günal, **Para Banka ve Finansal Sistem**, İstanbul: Nobel Basımevi, 1. Baskı, 2006, s.73.

² Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson Addison Wesley, 7. Baskı, 2004, s. 28.

³ Pelin Ataman Erdönmez, “Fiyat İstikrarı Yeterli midir?”, Bankacılar Dergisi, Sayı:59, 2006, s. 116.

tarafından doğrudan hedeflenmeye başlanmıştır. Süreçte uluslararası kuruluşların desteği ile birlikte Merkez Bankalarına araç bağımsızlığı verilmiş ve sonuçlardan Merkez Bankaları direkt olarak sorumlu tutulmuştur⁴.

Küresel ekonomide ve teknolojiye meydana gelen büyük değişimlerle birlikte uluslararası Finansal sistemde meydana gelen değişimler sonucu, finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi, para politikası hedefleri açısından da önemli olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin, artık bankalardan bir ya da bir kaçında meydana gelebilecek bir riskin hızlı bir şekilde sistemin tamamını etkilemesi ile birlikte zincirleme olarak sisteme karşı güven ortadan kalkmaya başlamış ve para politikasının fiyat istikrarını sağlayacak şekilde etkin olarak uygulanması zorlaşmıştır⁵. Bu noktada artık, kamusal sorumluluk ile birlikte, Merkez Bankalarının *fiyat istikrarını sağlaması temel olarak ana hedefi olarak kalmakta ancak bunun yanında finansal sistemin sağlıklı işlemesi ve finansal istikrar da Merkez Bankalarının hedefi olarak ortaya çıkmaktadır*. Merkez Bankalarının finansal istikrar açısından son kredi mercii olması daha önemli hale gelmeye başlamış, para politikası sürecinde kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olmuş ve finansal değişkenlerdeki fiyat hareketleri de önemli hale gelmiştir.

Yakın geçmiş döneme bakıldığında Merkez Bankalarının sadece fiyat istikrarını hedef olarak politika üretmeleri ekonominin geneli açısından tam olarak çözümlenici bir güç olamamıştır. Örneğin 1992 – 2004 döneminde Japon ekonomisinde büyük çıktı açıkları, işsizlikteki artışla birlikte, bankacılık kesiminde mali sıkıntı, iflaslar, kredilerde ve aktif fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmıştır⁶. Böyle bir ortamın oluşması, fiyat istikrarı hedefinde hareket eden Merkez Bankasının varlığın altında gerçekleşmiştir. Bu tür bir istikrarsız ortamın olduğu dönemlerde Merkez Bankasının enflasyon hedefli fiyat istikrarı politikası da kendi içinde başarılı olamayacaktır. Aynı süreç 1990'lı yıllarda Uzak Doğu'da meydana gelen kriz ortamında bu kesimdeki ülkelerde de yaşanmıştır. Burada da süreçte enflasyonda hızlı artışlar değil, büyük çıktı düşüşleri ve işsizlikte artış yaşanmıştır. Bunun ötesinde büyük sermaye çıkışları, finansal kesimde büyük bir istikrarsız süreç, kredi ve aktiflerde ve bunların fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. 2001 yılında tüm dünyada hisse senedi piyasalarında yaşanan büyük çöküşler ile de birlikte finansal sistemin büyük bir dar boğaza girmesi, fiyat istikrarının makro ekonomik olarak sürdürülebilir sağlıklı bir ortamın oluşturulması için gerekli ancak yeterli bir koşul olmadığını göstermektedir. Son olarak 2008 yılının ikinci yarısında ABD ekonomisi ipotekli emlak kredisi piyasalarında başlayan Global Finansal Kriz sürecinde ise Merkez Bankalarının fiyat istikrarını hedeflemesi altında gerçekleşmiştir. Ancak bu krizde gelişmiş ülke Merkez Bankalarının ve finansal piyasaların başarısızlığının olmasının yanında, etkin denetim ve gözetim yapan kurumların da sorumluluğu bulunmaktadır. Bu krize yönelik açıklamalara 4. Bölümde yer verilecektir.

Genel olarak günümüz ekonomilerinde yaşanan konjonktürel gelişmeler çerçevesinde şu şekilde işleyen bir süreçten bahsetmek mümkün olmaktadır. Ekonomilerdeki genişlemeye bağlı olarak kredi hacmindeki artışlar ile birlikte finansal varlıkların fiyatlarında yukarı yönlü hareketlilik meydana gelmektedir. Finansal kesimdeki canlılık ile birlikte, kredi talebinde zaman içinde yaşanan artışlar reel kesimde de çıktı artışını desteklemiş bu da ekonomik birimlerin risk alma potansiyelini arttırmıştır. Ancak zaman içinde risklerde yaşanan artış ile birlikte kredi piyasasında yaşanan sıkışıklıklar ekonomileri sıkıntıya sokmuştur. Süreçte finansal kesimin zayıflaması ve varlık yükümlülük dengesinin bozulması ile birlikte süreç tam tersinde dönmüştür. Özetle kredi hacminde, aktif fiyatlarında artışlar buna paralel olarak da sabit yatırımlarda artışlar ve devamında tersine dönen bir süreç son dönemde görülmektedir⁷. Bu açıklanan süreçte fiyat istikrarının önleyici etkin bir yönü olmamıştır. Tam

⁴ Erdönmez, s.116.

⁵ Günal, s.73.

⁶ Erdönmez, s.120.

⁷ Erdönmez, s.122.

tersine böyle bir konjonktürde fiyat istikrarı hedefi de gerçekleşememiş fiyatlar beklenenden yüksek seviyelere ulaşmıştır. Dolayısıyla, Merkez Bankalarının para politikalarında finansal kesime dair göstergeleri kullanmaları ve bunlara ait değişkenlere de oluşturdukları modellemelerde yer vermeleri yani finansal istikrarı amaçlama zorunluluğu ortaya çıkmıştır.

Yaşanan gelişmelerle birlikte para politikasının yapısındaki değişimler, Finansal sistemin para politikası uygulamalarında öneminin artması ve dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarının yakalanması yanında bir hedef olarak ortaya çıkmaktadır. *Bu noktada, Merkez Bankalarının bağımsız olması, kendi amaçları doğrultusunda bağımsız bir para politikası izleyebilmesi önem arz etmektedir.* Özellikle mali yapının disipline olmadığı ekonomilerde Merkez Bankalarının bağımsızlığının sağlanması fiyat istikrarının sağlanması için önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır⁸. Ancak Finansal sistemdeki değişimler, para tanımı, parasal aktarım süreci ve para talebi fonksiyonundaki değişimlerle birlikte Merkez Bankalarının bağımsızlığı gerekli, ancak yeterli bir koşul olarak görülmemektedir⁹. Merkez Bankalarının para politikası uygulamalarında finansal sistemi dolayısıyla finansal istikrarı da gözetmesi genel olarak makro ekonomik istikrar ve özel olarak fiyat istikrarının sağlanması açısından da önemli gözükmektedir. Merkez Bankalarının bu noktada Finansal istikrarı bozan unsurları net olarak ortaya koymasının yanında, finansal istikrarı izleyecek şekilde göstergeler de oluşturması ve izleyeceği para politikasında bu faktörleri ve göstergeleri göz önünde bulundurması gerekmektedir.

Sonuç olarak artık günümüz ekonomilerinde, Merkez Bankaları yukarıda açıklanmaya çalışılan süreçlere bağlı olarak, çeşitli para politikası araçları ile ana hedef olarak fiyat istikrarını almakta, ancak koşullardaki değişime bağlı olarak artık finansal istikrarı da bir hedef olarak gözetmektedirler¹⁰. Buna göre artık Merkez Bankaları, finansal risklerin arttığı dönemlerde likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak, ödemeler sisteminin yönetimini gerçekleştirerek etkin ve güvenli bir sistem yaratmak, ticari banka ve finansal sistemin denetimini ve gözetimini yapmak, finansal sistem istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik para politikası yürütmek gibi temel fonksiyonları üstlenmektedirler.

1.2. Finansal İstikrar

Son dönemde yaşanan birçok gelişme finansal istikrar konusunun önemini ortaya koymuştur. Finansal istikrar sadece belli başlı otoritelerce değil aynı zamanda para ve maliye politikası yapıcılarının açısından da önemli bir konu haline gelmiştir. Finansal istikrarın önemli bir konu haline gelmesinde rol oynayan faktörler arasında finansal işlemlerin hacminde yaşanan hızlı artışlar, finansal araçların çeşitlerinde, yapısında yaşanan değişimler ve en önemlisi olarak finansal sistemlerden kaynaklanan maliyeti yüksek olan krizler yer almaktadır. Yaşanan bu krizlerin yanında, krizlerin ortaya çıkışına sadece birkaç kurumun başarısızlığının neden olması, konuyu daha hassas bir hale getirmektedir.

Finansal işlemlerin hacminde meydana gelen artışlar ve sermaye piyasalarının hızlı entegrasyonu, finansal sistemde rol alan kurumların birbirine yüksek oranda bağımlı olmaları sonucunu doğurmaktadır. Bu durum ise sistematik riskin meydana gelme olasılığını arttırmaktadır. Günümüzde uluslararası sermaye hareketleri, ulusal ekonomilerde tasarruf ve yatırım kaynakları açısından etkinliği sağlasa da, ekonomi politikaları ve finansal sistem istikrarı için risk unsuru taşımaktadır.

Yeni finansal araçların hızla değişen yapıları firmaların piyasa ve bu araçlarla ilgili risk algılamalarını güçleştirmektedir. Aynı zamanda yeni finansal araçların riskleri ve

⁸ Stanley Fischer, “Central Banking: Challenges Ahead: Maintaining Price Stability”, Finance and Development, Aralık 1996, s.35.

⁹ Otmar Issing, “Central Bank Independence and Monetary Stability”, The Institute of Economic Affairs, Occasional Paper No: 89, 1993. s.36.

¹⁰ İlker Parasız, **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitapevi, Temmuz 2007. s.221.

fiyatlamalarıyla ilgili ortaya koyulan modeller de yeterli olamamaktadır. Bu durum, ilgili modellerin matematiksel temellerinin finansal piyasaların işleyişiyle kurması gereken bağı kuramamasından yani gerçeği yansıtmamasından kaynaklanmaktadır. Bu durum, risklerin tahminini ve gelişmeler karşısında ortaya koyulacak tavrı zorlaştırmakta, finansal sektörün istikrarı için risk unsuru oluşturmaktadır.

Finansal sistemde meydana gelen krizler ise finansal istikrar ve reel ekonomi açısından büyük risk taşımakta bu iki unsur üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Meydana gelen krizler, piyasaların birbiriyle bağımlılığı yüksek olduğundan dolayı diğer ülke piyasalarını da etkisi altına alabilmektedir. Meydana gelen bu tür krizler sonucu ayrıca birçok firma da kamu denetimi altına alınmaktadır. Bunun nedeni ise finansal istikrarsızlık sonucu meydana gelen bir krizin boyutlarının artarak reel sektörü de etkileyerek sistematik bir kriz haline gelmesini önlemeye çalışmaktır.

1.2.1. Finansal Sistem

Finansal istikrar kavramının tanımlanmasından önce, finansal sistemin güçlü ve zayıf yönlerinden bahsetmek, finansal sistemi ortaya koymak, finansal istikrar için yapılacak tanımlamaların daha net olarak ortaya konulması açısından yararlı olacaktır.

Finansal sistem genel olarak değerlendirildiğinde beş ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar para, finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve son olarak Merkez Bankasıdır¹¹. Tüm bu kilit unsurlar bir araya geldiğinde finansal sistemi oluşturmaktadırlar. Bunların herhangi birinin fonksiyonlarını yerine getirmede yaşayacakları aksaklıklar sistemin bir bütün olarak riske girmesine neden olabilmektedir.

Finansal sistemin beş unsuru zaman içinde değişime uğramış ve gelişmiş, daha karmaşık yapılar haline gelmiştir. Finansal sistemin yapısının karmaşık hale gelmesi ve piyasa yapıcı ve oyuncuların oluşan bu karmaşık yapıyı tam olarak çözümleyemeden faaliyetlerine devam etmekte olmaları, finansal kırılganlık riskini arttırmaktadır. Bu açıdan bakıldığında bu unsurlar hakkında genel bir değerlendirme yapmak yararlı olacaktır.

Ekonominin işleyişi açısından bakıldığında takas ekonomileri kıt kaynakların etkin dağılımını sağlamada başarısız olmakta ve ekonomik etkinliği gerçekleştirememektedir. Ancak gelecekteki alacak hakkını ya da varlığı güvence altına alan finansal araçları kullanma yeteneğine sahip ekonomilerde, kaynak etkinliği takas ekonomilerine göre sağlanabilmekte ve ekonomik etkinliğe ulaşılabilir¹². Buna ek olarak, finansal sistem ve istikrar kavramından bahsetmek için bu tür yapılanmış bir ekonomik işleyişin olmasının yanında, ekonominin işleyişinde para işlemlere aracılık etme ve hesap birimi olarak likiditesi en yüksek araç olarak da kullanılıyor olmalıdır. Kaynakların etkin kullanılması – ekonomik etkinliğin sağlanması, paranın kullanıldığı, fiyat sisteminin olduğu ve etkin işlediği ekonomilerde mümkün olmaktadır.

Ancak paranın hesap birimi olma ve işlemlere aracılık etme özelliği ile birlikte para, *fiyat para* (Fiat Money – itibari para) olarak kullanılmakta, fakat değer saklama aracı olarak tercih edilmemektedir. Bunun en büyük nedeni olarak, paranın değerinde zaman içinde gerçekleşebilen dalgalanmalar gösterilebilir. Para değer saklama aracı olarak kısa vadeli olarak ya da finansal sistemin işlemediği dönemlerde tercih edilmektedir. Ekonomik birimler tarihi süreç içinde, likiditesi daha düşük ancak paranın değerindeki dalgalanmalardan etkilenmeyecek finansal varlıkları oluşturmaya ve kullanmaya başlamışlardır. Bu şekilde paranın değer saklama özelliğini finansal araçlar ikame etmeye başlamıştır. Ek olarak likiditesi paraya daha yakın olan finansal araçlar paranın işlemlere aracılık etme özelliğini de

¹¹ A.g.e., s.1.

¹² Garrj J. Schinasi, “**Defining Financial Stability**”, IMF Working Paper, No.04/187, 2004, s.4.

ikame etmişlerdir. Bu şekilde gerçekleşen ikame süreci gelecekte yükümlülüklerin para ile ödeneceğini garanti etmeyi içermekte ve kaynakların etkin dağılımına da yardımcı olmaktadır¹³.

Para ve finansal araçlara dolayısıyla finansal sisteme bir bütün olarak bakıldığında ise, bunların hem bireysel hem de ülkeler bazında kullanılabilir hizmetler sunduğu görülmektedir. Para ve finansal araçlar bu anlamda hem özel hem de kamusal mal özelliği taşımaktadır. Bu araçlar bireysel olarak yapılan işlemlerde her iki tarafa yararlar sağlamakta hem de aynı zamanda çok taraflı ticari işlemlere kolaylık sağlamakta ve ticarete etkinliği sağlayacak özellikler içermektedirler.

Ancak finansal araçlar ve kavram olarak *finans*, kamusal mal olarak *fiyat para*'dan daha fazla yarar sağlamaktadır. Finansal araçlarının kamusal mal özelliği fiyat para'ya göre gelişmiş ve toplumun daha geniş kesimlerine yayılmıştır¹⁴. Finansal araçlar kavram olarak ise finans toplumunun, yapılan ekonomik işlemlerden daha fazla yarar sağlamasına yardımcı olmaktadır. Elde edilebilecek yararlar, ticaret, büyüme vb. noktalarda yoğunlaşmaktadır. Bir bütün olarak bakıldığında ise fiyat para ile birlikte etkin işleyen finansal sistem ve bu sisteme bağlı finansal araçlar, toplumun tüm üyelerinin yarar sağlayacağı ekonomik bir çevre meydana getirmektedirler¹⁵.

Fiyat para yerine finansal araçların işlemlerde kullanılması durumunun getireceği önemli bir faydayı ise şu şekilde açıklamak mümkündür; fiyat paranın ticari işlemlerde ve değişim aracı olarak kullanılmasında ekonomik birimlerin bu varlığa *güveni* önemli rol oynamaktadır. Finansal araçlar ve dolayısıyla finansal sistem ise belli bir miktarın gelecekte ödeneceğini taahhüt eden işlemler üzerinde işlemektedir. Bir bütün olarak finansal sistem, fiyat paranın doğası gereği var olması gereken güven unsurunu netleştirmekte, somutlaştırmakta ve bu noktadaki belirsizliği ortadan kaldırmaktadır¹⁶.

Günümüz ekonomilerinde, modern finansal sistem ise bu noktada ekonominin işleyişinde görünen riskleri fiyatlara dahil etmekte ve risk unsurunu en aza indirme görevini yerine getirmeye çalışmaktadır. Bunun için ise gerekli olan kurumsal ve piyasa bazlı düzenlemeler gerçekleştirilmektedir. Geline nokta modern finansal sistem ekonomik ve finansal belirsizlikleri ve riskleri fiyatlara dahil ederek ekonomik etkinliğe katkı yapmaktadır. Zaman içinde ise hızla gelişen yapısı sayesinde güncel ekonomik değişimlere uyum sağlayarak da fiyat paranın fonksiyonlarını yerine getirmenin ötesinde geçmektedir.

Yukarıda genel olarak para, finansal araçlar ve finansal piyasaların geçirdiği değişim ve fonksiyonlar incelenmeye çalışılmıştır. Ancak süreç içinde finansal sistemin diğer iki unsuru olan finansal kurumlar ve Merkez Bankaları da gelişmiş ve faaliyet alanları değişmiştir.

Bankalar zaman içinde gelişmiş mevduat kabul etmeye başlamış, kredi veren birer kurum haline gelmiş ve sundukları hizmetleri - ürünlerini çeşitlendirmeye başlamışlardır. Bankalar hazine bonoları, finansman bonoları, repo sözleşmeleri, eurodolar mevduatı gibi para piyasası işlemlerinin yanın da hisse senetleri, ipotek senetleri, devlet tahvili ve ticari kredi gibi sermaye piyasası işlemlerine de aracılık etmeye başlamışlar ve faaliyetleri çok yönlü olmuştur. *Daha da önemli olarak, süreç içinde piyasa yapıcı kurumlar ve Merkez Bankalarının piyasaya müdahale etme ve likidite ile ilgili düzenleme yapma konusunda, kullandıkları temel aracı kuruluşlar olmuşlardır.*

¹³Schinasi, “**Defining Financial Stability**”, s.5.

¹⁴ A.g.e., s.5.

¹⁵ A.g.e., s.5.

¹⁶ A.g.e., s.5.

Banka haricinde finansal sistem içinde faaliyet gösteren yeni yapılanmalar da ortaya çıkmaya başlamıştır. Sigorta şirketleri, emeklilik fonları, finansman şirketleri, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, kredi birlikleri, uluslararası fon yöneten kuruluşlar, hisse senedi ve tahvil piyasasında faaliyet gösteren aracı kuruluşlar gibi kurumlar kurulmuş ve finansal piyasada faaliyette bulunmaya başlamışlardır. Bu piyasa katılımcılarının sayı ve türündeki artışlar da finansal piyasaların daha kompleks yapılar haline gelmesine neden olmuştur.

Merkez Bankaları da zaman içinde sadece para basan kurumlar olmaktan çıkmış, ekonomilerdeki ve finansal piyasalardaki gelişmelerle birlikte, pekçok fonksiyon üstlenmeye başlamışlardır. Bu fonksiyonlar arasında para ve kredi politikalarını ekonominin ihtiyaçlarına ve ekonomi politikasının gereklerine göre yönetmek, bankaların nakit rezervlerini tutmak, takas odası olarak faaliyet sürdürmek, uluslararası rezervlerin tutulması ve idare edilmesi, ülkenin döviz gelir – gider hesabının tutulması, uluslararası ödemelerde aracı olması sayılabilir¹⁷. *Para ve kredi politikalarını ekonominin ihtiyaçlarına ve ekonomi politikasının gereklerine göre yönetmek fonksiyonu* içinde önemli olanlar ise, piyasadaki likiditenin izlenmesi ve gerektiği anlarda açık piyasa işlemleri ile likidite ve faiz ayarlamaları yapılması, ödemeler ve kredi sisteminin işlemlerini sağlayacak önlemlerin alınması, istikrarsızlık unsuru olabilecek faktörleri ortadan kaldırmak için etkin gözetim ve denetim fonksiyonunun üstlenilmesi, birçok faktörü etkileyen döviz kurundaki gelişmelere göre para politikası geliştirilmesi ve en önemlisi olarak, fiyat istikrarını sağlayıcı önlemler alması sayılabilir.

Ekonomilerin entegrasyonunun gerçekleştiği küreselleşme ile birlikte Merkez Bankalarının da faaliyetlerini sürdürmeleri ve amaçlarına ulaşmaları gittikçe zorlaşmaya başlamıştır. Süreç içinde Merkez Bankalarının para, finansal sistemi düzenleme, gözetleme - denetim ve ödemeler sistemi politikaları daha kompleks bir hal almıştır¹⁸. Günümüzde Merkez Bankalarının *finansal sistemin işleyişini zorlaştıracak riskleri ortadan kaldırması, sistem içinde son kredi mercii olması*, ana hedefi olan fiyat istikrarını sağlaması kadar önemli hale gelmiştir.

Sonuç olarak finansal sistem ve onun parçası olan finansal araçlar üretim, tüketim, değişim için likidite sağlamanın yanında ekonomik sürecin iyi işlemlerini ve bu sürecin etkinliğinin gelişmesini sağlamaktadır. Fiyat paranın güven unsuru üzerine kurulu yapısındaki belirsizliğin ortadan kalkması ve finansal araçlar ile somut hale gelip fiyatlamaların içinde yer alması, finansal sistemin en önemli fonksiyonu olmaktadır.

Ancak finansal sistem de kendi içinde riskler barındırmaktadır. Fiyat para içinde olan güven ve güvensizlik unsuru finansal sistemdeki *gelişmelerle* birlikte piyasaya ve finansal *risklere*, finansal *kırılganlıklara* bağlı hale gelmiş, bu kavramlar da finansal istikrar ve istikrarsızlık için önem arz etmeye başlamıştır. Ekonomiden ya da finansal sistemden kaynaklanan problemler ve oluşan riskler istikrarsızlık unsuru olabilmektedir. Bunun da ötesinde, oluşan riskler ve yanlış fiyatlamalar sonucu, kaynakların etkin dağılımı bozulabilmekte ve ekonomi bu kanaldan zarar görebilmektedir.

Finansal sistemde meydana gelen istikrarsızlıkların sistem içinde kalması, kontrol edilebilir olması, etkilerinin geniş olmaması dışındaki durumlar, ekonominin geneli için ciddi sorunlar yaratabilmektedir. Çünkü finansal sistem reel ekonomik süreci etkilemekte ve desteklemektedir. *Finansal istikrarsızlığın etkileri, reel ekonomi kanalında daha fazla hissedilebilir sonuçlar yaratabilir*¹⁹.

¹⁷ Mehmet Günal, **Para Banka ve Finansal Sistem**, İstanbul: Nobel Basımevi, 1. Baskı, 2006, s.73.

¹⁸ Günal, s.73.

¹⁹ Schinasi, “**Defining Financial Stability**”, s.4.

1.2.2. Finansal İstikrarın Unsurları

Finansal istikrar kavramının tanımlanmasında tam bir görüş birliği olmadığı için öncelikle finansal istikrar kavramının kapsamı gereken faktörlerin neler olduğunun ortaya koyulması, finansal istikrar kavramının netleşmesini sağlayacaktır. Bu nedenle yapılacak tanımın öncelikle, finansal sistemin tamamını kapsamı ve finansal sistemin tüm özelliklerini içermesi gerekmektedir. Tanım sistemin altyapısını kapsamalıdır. Altyapı içinde yasal yapı, sistemin işleyiş kanalları, düzenleme ve gözetleme unsurları bulunmalıdır. Yapılacak tanım ayrıca kurumları, finansal piyasaları ve finansal katılımcıları da kapsamalıdır. Bu genel açıklama kapsamında finansal istikrar kavramının unsurlarına bakıldığında şunlar ön plana çıkmaktadır.

Finansal istikrar kavramı içinde yer alması gereken katılımcılara bakıldığında, bunların hem resmi hem de özel kişiliğe sahip oldukları görülmektedir. Resmi katılımcılar (Merkez Bankası, BDDK, SPK, IMKB, Hazine, Maliye vb.) piyasadan borçlanmak, likidite ihtiyaçlarını karşılamak, reel sektöre kaynak aktarmak ve bunların yanında parasal ve finansal istikrarı sürdürmek için bulunmaktadır. Bu açıdan finansal sistem, parasal sistemi, kuralları, kurumları, süreçleri birlikte kapsayan bir kavram halini almaktadır. Aynı zamanda finansal sistem, özel katılımcıları da yukarıda sıralanan unsurlarıyla birlikte kapsamaktadır²⁰. Finansal sistemde faaliyetlerini sürdüren kurumların, işleyiş kanallarının, düzenlemelerin, süreçlerin tam olarak belirlenmesi finansal istikrarın sağlanması açısından önemli olmaktadır. Sistem içinde meydana gelecek aksama sonucu finansal istikrarsızlığın nereden kaynaklandığını bilmek, finansal istikrarın sürdürülebilmesi için önemlidir. Finansal istikrar tanımının tüm bu unsurları kapsamı, bu açıdan da gerekli görülmektedir.

Finansal istikrarın unsuru olarak ve finansal istikrar tanımında yer alması gereken bir diğer bir faktör, ekonomik faaliyetlerin düzgün bir şekilde işlenmesini sağlayacak bir ödeme sisteminin mevcut olmasıdır. Finansal istikrarın bu unsurunu, kaynakları ve riskleri dağıtması ve tasarrufun zaman içinde transferini sağlamasını, büyümeye yapacağı katkılara ek olarak düşünmek gerekmektedir. Ödeme sistemi içinde, Merkez Bankası parası yanında, likiditesi daha düşük olan finansal araçlar ve bunların türevleri, hesap birimi, ödeme aracı ve değer saklama aracı olarak kullanılarak sistemin etkinliği artırılmalıdır²¹.

Finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmamasını değil aynı zamanda finansal sistemi veya ekonomik süreci etkileyecek finansal sistem dengesizliklerinin hızla ortadan kalkmasını da içermektedir²². İstikrarlı bir piyasada ortaya çıkacak bir dalgalanma riskinin büyümeden, piyasa tarafından önlenilebileceği mekanizmaların var olması ya da kurulmuş olması gerekmektedir. Bu noktada önemli olan faktör ise, bu tür bir riskin önlenmesi piyasanın kendi dinamiklerine mi bırakılacak yoksa kamu otoritesinin müdahalesine mi başvurulacak, bu kararı vermektir. Bu da ilgili ülkenin ekonomi politikasına ve yaşanan sürece göre değişecektir.

Finansal istikrar ile ilgili bir diğer unsur ise, *reel ekonomik* süreci etkileyecek bir dalgalanmanın ya da istikrarsızlığın olmaması durumunda, finansal sistemin istikrarsız olduğunu söylemenin yanlış olacağıdır. Finansal piyasalardan herhangi birinde veya bir kurumda meydana gelen bir problem tüm ekonomik süreci etkileyecek bir durumu ortaya çıkarmıyorsa bu durumu finansal istikrarın bozulduğu şeklinde yorumlamak yanlış olabilir. Finansal kurumların herhangi birinin iflası, varlık fiyatlarındaki hızlı hareketler, finansal piyasalarda bir dalgalanmanın meydana gelmesi rekabet güçleri sonucu ortaya çıkmış olabilir²³. *Böyle bir durumu finansal istikrarın güçlenmesi şeklinde yorumlamak da*

²⁰ A.g.e., s.6.

²¹ A.g.e., s.6.

²² A.g.e., s.6.

²³ A.g.e., s.7.

mümkündür. Çünkü piyasada meydana gelen bir değişime yada başarısız olan bir kuruma sistem tepki vermekte ve yeni denge oluşmaktadır. *Bulaşıcı ve sistemik* bir risk meydana getirmeyen bir oluşumu finansal istikrar için yararlı olarak düşünmek mümkündür.

Son olarak üzerinde durulacak diğer bir unsur, finansal istikrarın bölünmemiş, devamlılık arz eden bir olgu olmasıdır. Sistem zaman içinde bazı riskler altında kalabilir ve kırılmalar yaşayabilir. Ancak burada önemli olan finansal sistemin uzun dönemde istikrarlı bir yapı sergilemesidir. Finansal istikrarın içinde yer alması gereken faktörlerden bazılarında riskler ortaya çıkabilir ve bazen fonksiyonlarını yerine getiremeyebilirler. *Ancak önemli olan böyle bir durumun sistemin tamamına yansımamasıdır*²⁴. Finansal istikrarın sürdürülmesi demek, finansal sistemin tüm parçalarının tek tek en etkin seviyede olması demek değildir. Dönem dönem finansal sistemin bazı unsurlarında aksamalar olabilir²⁵. Bütün olarak sistemin devamlılık göstermesi finansal istikrar için yeterlidir. Ancak finansal istikrar ve finansal sistemin unsurları çok çeşitli ve sürekli gelişen bir yapıdadır. Altyapı, kurumlar, piyasalar ve piyasa katılımcılarını kapsadığı için hangilerinin ne derece istikrarlı bir yapı sergilemelerinin kabul edilebilir bir seviye olacağı ise ayrı bir tartışma konusudur. *Finansal istikrarın siyasi ve sosyal çevreden de etkileniyor olması, konunun kapsamını da genişletmektedir.*

1.2.3. Finansal İstikrarın Tanım Sorunu ve Finansal İstikrarın Tanımlanmasında Karşılaşılan Güçlükler

Finansal istikrar ve parasal istikrar arasında uzunca bir süre tam bir ayırım yapılmamıştır. Son dönemdeki finans piyasalarındaki hızlı gelişmeler ve bu piyasalar bağlı olarak ortaya çıkan krizler ile birlikte dikkatlerin bu alana yönelmesiyle birlikte, yapılan araştırma ve çalışmalarda finansal ve parasal istikrar arasında ayırım yapılmaya başlanmıştır.

Parasal istikrar açısından önemli olan konu fiyatların istikrarlı bir seyir izlemesidir. Finansal istikrar açısından önemli olan iki temel durum ise anahtar kurumların ve finansal sistemi oluşturan piyasaların istikrarlı bir yapıda olmasıdır.

Parasal istikrarın tanımlanmasında tam bir görüş birliği bulunmasına rağmen finansal istikrar açısından durum tam tersidir. Kimse fiyatların istikrara kavuşturulmasının yanlış bir şey olacağını ya da öncelikli bir konu olmadığı yönünde bir fikir beyan etmez, ya da para politikasının fiyat istikrarına yönelik politikalar geliştirmesini eleştirmez²⁶. Parasal istikrar konusunda tanımlama ve gerekliliği konusunda bir uzlaşma sağlanmasıyla beraber bu konudaki tartışmalar daha teknik konularda yoğunlaşmaktadır. Bunlar arasında, enflasyon oranlarının hesaplanması ile ilgili tartışmalar, optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği, enflasyon oranının mı yoksa fiyat seviyesinin mi olguyu objektif olarak ortaya koyduğu ve fiyatın istenilen düzeye düşürülmesinden sonra istikrarın ne kadarlık bir sürede sağlanacağına yönelik tartışmalar bulunmaktadır.

Finansal istikrarın tanımı açısından ise parasal istikrar gibi tam bir görüş birliği bulunmamaktadır²⁷. Birçok yazar kendi inceleme alanlarına uygun olarak bir tanımlama yapmışlardır. Ayrıca tanımlamalar sadece yapılan çalışmaya bağlı olarak, kavramın sadece

²⁴ A.g.e., s.7.

²⁵ Alan Greenspan, “**Do Efficient Markets Mitigate Financial Crises?**”, Financial Markets Conference, The Federal Reserve Bank of Atlanta, 1999, s.17.

²⁶ Andrew Crockett, “**Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?**”, in Maintaining Financial Stability in a Global Economy, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, s.13.

²⁷ Otmar, Issing, “**Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off?**”, Conference on Monetary Stability, Financial Stability and Business Cycle, Bank for International Settlements, Basle, Mart 28-29, 2003, s1.

bir yönünü ele almaktadır. Daha çok finansal istikrarsızlık konusunda uzlaşması olmasından dolayı da bu kavram finansal istikrar yerine yoğun olarak kullanılmaktadır²⁸.

Finansal istikrarın tanımlanmasında bir görüş birliğinin bulunmamasının en önemli nedeni, oynaklığın (volatility) yokluğu anlamına gelen istikrar kavramının, *oynaklığın finansal piyasalar için sorun olmasını kapsıyor olmasıdır*²⁹. İstikrar gösteren bir finansal piyasa da bile varlık fiyatları yüksek oynaklığa sahip olabilirler³⁰. Varlık fiyatlarındaki oynaklık bazı finansal kurumların risk unsuru altına girmeleri ya da iflası ile sonuçlanabilir. Ancak bu durum bile piyasanın düzgün işlediğine dair bir sinyal olarak algılanabileceğinden, risk unsuru altında olup zayıf finansal yapıya sahip olan firmaların elenmesine vesile olacağından, süreç istikrar unsuru ya da sistemin güçlü olması olarak görülebilir. Bu noktada önemli olan oynaklığın *sistemik risk yaratmaması ve reel ekonomiye etkisinin olmamasıdır*³¹.

Finansal istikrarın tanımlanmasında tam bir görüş birliğinin olmamasının diğer bir nedeni ise, finansal istikrar konusunda, makro ekonomik istikrar ve parasal istikrar kavramlarının aksine, teoride ve uygulamada sürekli yeni gelişmeler olmasıdır. Ayrıca finansal istikrar sadece bir veya iki adet değişkenin istenen değerlere ulaşmasını içermemekte ya da bir iki değişkenin istikrar kazanması yetmemektedir. Ancak parasal istikrar için bu durumlar geçerli olmaktadır³².

Finansal istikrar kavramının geniş bir alanı kapsıyor olması ve ekonomilerdeki gelişmelere paralel olarak sürekli gelişen bir yapısı olması nedeniyle, yapılan tanımlamaların bu kavramın çeşitli yönlerini ele almakta olduğu ya da çok kapsamlı olduğu vurgulanmıştır. Bunun yanında yapılan tanımlarda karşılaşılan bazı güçlükler ve eksiklikler olabilmektedir. Bu nedenle, finansal istikrar kavramının tanımlanması ile ilgili zorluklardan ve finansal istikrarın özelliklerinden ayrıntılı olarak bahsedilmesi, finansal istikrar kavramının daha net olarak ortaya koyulmasını sağlayacaktır.

*Finansal istikrar konusundaki gelişmeleri tek bir kapsamlı açıklayıcı gösterge ile ortaya koymak mümkün değildir*³³. Parasal istikrar konusunun aksine, anlamı tam olarak açık, finansal istikrarın tüm unsurlarını kapsayan, finansal istikrarı ölçecek tek bir ölçüt bulunmamaktadır³⁴. Bu durum kavramın finansal kurumları, piyasaları, katılımcıları, ödeme sistemi ağını, varlık fiyatlarını kapsamasından yani çok geniş bir alanı kapsamasından kaynaklanmaktadır. Bunun da ötesinde, finansal istikrarın ve istikrarsızlığın reel ekonomi üzerindeki önemli potansiyel etkilerinin varlığı da, tanımın kapsamını genişletmektedir.

*Finansal istikrar, doğası gereği bu konudaki gelişmelerin tahmin edilmesini güçleştirmektedir*³⁵. Finansal istikrar, kavram gereği geniş bir alanı kapsadığından ve devamlılık arz ettiğinden, sadece şu anda oluşabilecek riskler ve oynaklıkların değil; aynı zamanda ileri de oluşabilecek riskler ve oynaklıkların da dikkate alınmasını gerekli kılmaktadır. Bu şekildeki bir yaklaşım, izlenecek ekonomi politikasının ortaya çıkabilecek riskleri de içerecek şekilde oluşturulmasını gerektirmektedir. Bunun yanında politika

²⁸ John Driffill, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, “**Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?**”, Journal of Financial Stability, Vol.2, 2006, ss. 100.

²⁹ Alicia Garcia Herrero ve Pedro Del Rio, “**Financial Stability and The Design of Monetary Policy**”, Working Paper, The American University of Paris, No.17, 2003, s.8.

³⁰ Garrj J., Schinasi, “**Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets**”, IMF Working Paper, No. 03/121, 2003, s.11.

³¹ Issing, “**Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off**”, s.3.

³² Schinasi, “**Defining Financial Stability**”, s.7.

³³ A.g.e., s.11.

³⁴ Andrew G. Haldane, Glenn Hoggarth and Victoria Saporta, “**Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at The Bank of England**”, Published in Marrying the MacroPrudential Dimensions of Financial Stability, BIS Papers, No.1, 2001, s.23.

³⁵ Schinasi, “**Defining Financial Stability**”, s.11.

sonuçlarının nihai hedefi etkileme sürecinin de önceden belirlenmesi gerekmektedir. Finansal istikrarsızlık sonucu olan finansal krizlerin önceden tahmin edilememesi yukarıda belirtilen sürecin tam olarak gerçekleştirilmesini güçleştirmektedir. Önceden tahminin çok zor ve belirsizliğin yüksek olmasına neden olan faktör ise, göz önünde bulundurulmaların dışında birçok faktörün krize neden olabilmesidir. Örnek olarak bulaşıcılık etkisinin çok geniş bir alana yayılması ve finansal kurumlar arasındaki etkileşimin ve ilişkinin sürekli değişiyor ve gelişiyor oluşu gösterilebilir. Finansal istikrarı tehdit edecek risklerin belirlenmesine yönelik oluşturulacak modeller, tüm faktörleri ortaya koymakta başarılı olamamaktadır. Finansal istikrarı tehdit edecek risklerin çok çeşitli olması ve yayılma mekanizmasının karmaşık ve değişen bir yapıda olması, oluşturulacak makroekonomik modellerin güçlü yanlarını azaltmaktadır.

Bu noktada şunu söylemek mümkündür; Parasal ve makro ekonomik istikrara yönelik yapılan tahminler, finansal istikrar konusunda yapılan tahminlere göre daha güvenilir ve sağlıklıdır. Bu durumun temelinde, parasal ve makro ekonomik istikrar konusunda netliğin sağlanmış olması, oluşturulan modellerin ve kullanılan veri setlerinin daha sağlıklı ve kabul edilebilir olması gösterilebilir. Finansal istikrar açısından ise birçok gösterge Merkez Bankaları ve diğer kurumlar tarafından kullanılmakta, ancak kullanılan tüm bu göstergeler ile finansal istikrar arasında yeterince güçlü ve sağlıklı bir ilişki olmamasından dolayı, yapılan tahmin ve öngörüler yetersiz kalabilmektedir³⁶.

Finansal istikrar konusundaki gelişmeler sadece kısmi olarak kontrol edilebilir³⁷. Asıl amaçları aslında farklı olan politika araçları finansal istikrarı sürdürmek için kullanılmaktadırlar. Bunlar arasında fiyat istikrarını sürdürmeye yönelik politikalar, ödeme sisteminin gelişmesini sağlayacak uygulamalar, mevduat sahiplerinin haklarını korumaya yönelik politikalar gösterilebilir. Bu bağlamda finansal istikrarı sağlamaya yönelik bu politikalar dolaylı ve gecikmeli olarak finansal istikrarı etkileyecektir. Bu nedenle finansal istikrar konusunda yapılacak düzenlemeler ve istikrarın sağlanması dolaylı bir süreç izleyeceğinden, bu konudaki gelişmeler de kısmi olarak kontrol edilebilir olmaktadır. *Böyle bir sonucun oluşmasına dışsal bir şok sonucu finansal istikrarın kolaylıkla bozulması da katkıda bulunabilmektedir.* Oluşabilecek bir şok kontrol edilebilirliği daha da güçleştirmektedir.

Finansal istikrar konusundaki politika amaçları esneklik ve etkinlik konusunda değiş tokuş (trade-off) içermektedir³⁸. Finansal istikrarı sağlamaya yönelik izlenecek politikalar, finansal kaynakların etkin dağılımı ve finansal oynaklıkların ortadan kaldırılması ya da bu oynaklıklara karşı dayanıklılık gösterilmesi konusunda bir değiş tokuş içermektedir. Bu duruma örnek olarak uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili düzenlemeler verilebilir. Uluslararası kısa vadeli sermayenin ülkeye giriş - çıkışları ile yaşanabilecek oynaklıklara karşı çeşitli düzenlemeler yapmak ve vergiler koymak oynaklığın azaltılması açısından sağlıklı sonuçlar meydana getirecektir. Ancak böyle bir uygulama ülkeye uluslararası sermaye girişlerini kısıtlayabileceğinden dolayı, ilgili ülke sermaye piyasalarının derinliği azaltabilecektir. Bu şekildeki bir sonuç ise finansal sistemin etkin çalışmasını ve dolayısıyla kaynak dağılımında etkinliği olumsuz yönde etkileyecektir.

Finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaların kısa vadede sağlayacağı avantajlar uzun vadede istikrarsızlık sebebi olabilir³⁹. Kamu otoritesi, ekonominin koşullarına göre finansal istikrarın sağlanması için çeşitli önlemler almaktadır. Ancak izlenen politikalar kısa vadede olumlu sonuçlar verse bile uzun vadede istikrarsızlığın nedeni haline gelebilmektedir. Bu tür bir sonuca neden olabilecek uygulamalara örnek olarak, son kredi merciinin kredi işlemlerine çeşitli sıkı kurallar getirmesi ve mevduat garanti sistemi gösterilebilir. Bu tür

³⁶ A.g.e., s.12.

³⁷ A.g.e., s.12.

³⁸ A.g.e., s.12.

³⁹ A.g.e., s.12.

uygulamalar kısa vadeli olarak piyasalara bir disiplin getirmekte ve istikrar unsuru olabilmektedirler. Ancak yapılan bu tür düzenlemeler zaman içinde ahlaki risk ve tersine seçim sorununa sebep olabilmektedir*. Mevduat hesaplarına kamunun getireceği garantiler bankaların yürüttükleri faaliyetlerde risk unsurunu geri plana atmalarına sebep olabilmekte ve ahlaki risk (moral hazard) sorunu oluşabilmektedir. Aynı şekilde son kredi merciinin kredi işlemlerine getireceği sıkı kurallar, ödememe riski olan ancak tüm şartları kabul eden piyasa katılımcılarının krediye ulaşmasına ve krediyi ödememe riski *olmayan* ancak şartların ağırlığını kabul *edemeyen* birimlerin ise krediyi alamamasına sebep olabilmektedir. Bu duruma tersine seçim (adverse selection) şeklinde diğer bir piyasa başarısızlığı neden olmakta ve istikrarsızlığın kaynağını oluşturmaktadır.

1.2.4. Finansal İstikrarın Tanımları

En temel şekilde, finansal istikrarı *kurumlar açısından ve piyasalar açısından* istikrar şeklinde ayrı ayrı tanımlamak mümkündür. Finansal kurumlar açısından, yaptıkları sözleşmelere bağlı olarak yürüttükleri faaliyetlerin bir kesintiye uğramadan, dışarıdan bir müdahale olmadan güven içinde sürdürme derecesinin yüksek olması, finansal istikrar olarak tanımlanır. Piyasalar açısından ise, finansal piyasalarda faaliyet yürüten her katılımcının işlemlerini piyasada oluşan fiyatlardan rahatlıkla gerçekleştirmeleri, finansal istikrar olarak tanımlanır⁴⁰. Piyasada oluşan bu fiyatların ise, fiyatın oluşmasını ve hareketini sağlayan ekonomik *temel değişkenlerin* fonksiyonu olması ve kısa dönemde kendisini dolaylı olarak etkileyen değişkenlere karşı aşırı tepki vermemesi, finansal istikrarın varlığı açısından kritik rol oynamaktadır.

Finansal istikrar kavramının tanımlanması açısından üzerinde durulan bu iki durumun daha ayrıntılı olarak açıklanması gerekmektedir. *Finansal kurumların* istikrarına yönelik üzerinde durulması gereken asıl konu, ortaya çıkacak risk veya oynaklığın etkilerinin ekonominin genelinde hissedilmemesi, sadece sınırlı bir grup üzerinde, yani risk veya oynaklığın meydana geldiği alandaki katılımcılar üzerinde etkisinin olmasıdır⁴¹. Zaten bu finansal sistemin fonksiyonlarından biridir. Yani istikrarsızlığın olduğu alandaki kurumlar ve katılımcılar aldıkları risk düzeyinde sonuçlara katlanmalı ve bu durum genele yayılmamalıdır. Bu aynı zamanda, piyasada rol alan katılımcıların risk alma ve faaliyetlerini sürdürme konusunda daha etkin karar almalarını sağlayan bir fonksiyon olmaktadır.

Finansal kurumların istikrarlı bir yapı sergilemelerinin gerekmesi yanında, bankaların durumu asıl önemli olan kısmı oluşturmaktadır. Bankaların finans sektörü içinde özel yerlerinin bulunması ve güvence sağlayan anlaşmalara bağlı olarak yaptıkları işlemler finansal istikrar açısından önemlidir. Bankaların finansal sistem içinde özel bir yerinin olmasına neden olan faktörler şu şekilde açıklamak mümkündür. İlk olarak, *bu kurumlar talep olması durumunda geri ödeme yükümlülükleri taşımaktadırlar*. Böyle bir yükümlülük taşımaları, bankaların sundukları yatırım araçlarının nispi olarak likiditesinin düştüğü zamanlarda daha büyük önem arz etmektedir. Böyle bir durum finansal sistemde ya da reel ekonomi de risklerin artması ya da oynaklık yaşanması durumunda gerçekleşebilmektedir. Böyle bir durumda bankaların sundukları varlıkların likiditesi piyasada düşebilmektedir. Geri ödeme yükümlülüğünün *gerçekleşmesi*, finansal istikrara olumlu katkı yapmakta ve bankaların güvenilir kurumlar olarak görülmesini sağlamaktadır.

İkinci olarak ise, bankalar, finansal kurumlar arasında ödeme sisteminin çalışmasında büyük rol üstlenmektedirler. Bu nedenle de finansal istikrar açısından kilit rol üstlenmektedirler. Bankalar arasındaki herhangi bir bankanın ödeme sıkıntısı içine düşmesi, (diğer banka, kurum ya da katılımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getirmede zorluklar

* Bu kavramlar ile ilgili açıklamalara, ilerleyen altbölümlerde yer verilecektir.

⁴⁰ Crockett, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", s. 13.

⁴¹ A.g.e., s. 13.

yaşaması hali), tüm finansal sistemi olumsuz etkilemektedir. Bunun sonucunda ise uç nokta olarak ödeme sistemi çalışmaz hale gelebilmektedir. *Böyle bir durumun oluşması için yükümlülüklerini yerine getirme konusunda sıkıntıya düşmüş olan bankanın büyük yada küçük olması, risk düzeyinin ve oynaklıkların yüksek olduğu dönemlerde önemsiz olmaktadır.* Bu iki kritik fonksiyonu nedeniyle bankacılık sektörü finansal istikrarın sağlanması açısından çok önemli bir kurumsal yapı oluşturmaktadır.

Finansal sistem içindeki bu iki özelliğine bağlı olarak bankaların varlıkları içinde likiditesi düşük krediler bulundurması ise sistem açısından büyük problemler meydana getirebilmektedir. Yani bankaların portföylerinde geri dönüş riski yüksek kredilerin hacmindeki artışlar, bankaların sundukları finansal araçlara olan talebi azaltmaktadır. Bu durumda da finansal sistem içindeki katılımcılar varlıklarını, piyasada likiditesi yüksek olan diğer araçlara yönlendirmektedir. Sonuç olarak, ilgili bankalar yükümlülüklerini yerine getirme konusunda likidite sıkıntısına düşebilmektedirler. Bankaların bu durumda verdikleri kredilerin likiditesini arttıracak önlemler almaları ise finansal sistemin sağlıklı işlemesi açısından önemli olmaktadır. Sistem içinde bir tek bankanın bile yükümlülüklerini yerine getirememesi ile sonuçlanacak bu yöndeki bir gelişme, ödeme sistemi açısından potansiyel bir tehlike yaratmaktadır. Ödeme sisteminde meydana gelecek bir problem ise ekonominin tümü için risk unsuru olmaktadır.

Günümüz ekonomilerinde banka ve banka dışı finansal kurumlar arasında sıkı bir ilişki olması ve banka dışı finansal kurumların sayısındaki hızlı artışlar da finansal sistemin istikrarı açısından yeni bir risk unsuru oluşturmaktadır. Banka dışı finansal kurumların yükümlülükleri açısından da risk unsurunun oluşması, ödeme sistemi ve finansal istikrar açısından sorun yaratabilmektedir. Aynı şekilde bankalardan kaynaklanacak likidite sıkıntısı halinde, banka dışı finansal kurumlar ile olan yakın ilişki nedeniyle istikrarsızlığın boyutları hızla artabilecektir. Sonuç olarak bankalar finansal istikrar açısından özel yerlerini korumakta ve her zaman tüm ekonomiyi etkileyecek istikrarsızlık kapasitelerini bünyelerinde barındırmaktadırlar⁴². Ayrıca bankalar ve banka dışı kurumların zaman içinde aynı fonksiyonları yerine getirmeye başlamaları da istikrarsızlık kapasitesinde artışa neden olmaktadır.

Birçok açıdan finansal kurumların büyüklükleri önemli olsa da, finansal düzenleyici kurumlar, finansal sistem içinde faaliyet gösteren yapıların büyüklükleri ile başarısızlıkları arasında bir ilişkiyi kabul etmemektedirler⁴³. Ancak bununla birlikte ekonomik yapı içinde bazı kurumlar kilit rol oynamakta ve bunlar finansal sistem için merkezi bir rol üstlenmektedir. Bu kurumların birçok finansal katılımcıya karşı yükümlülükleri olması, bu kurumlarda oluşacak bir riskin tüm finansal sistemi ve reel sektörü büyük ölçüde etkileme gücü olmasına neden olmaktadır.

Finansal kurumlarda istikrarın ayrıntılı olarak açıklanmasından sonra, *Finansal piyasalarda* istikrar üzerinde de ayrıntılı durulması gerekmektedir. Buna göre, finansal piyasalardaki fiyatlarda ortaya çıkan oynaklıklar, ekonominin genelinde büyük çaplı oynaklıklara, büyük çıktı düşüşlerine neden olmamalıdır⁴⁴. Ayrıca bu fiyatlardaki hareketler, ekonomideki temel değişkenlerdeki değişiklikleri yansıtmalı ve değişimler bu değişkenlerin gelecekteki değerlerini yansıtacak şekilde meydana gelmelidir. *Eğer varlık fiyatları yukarıda açıklanan şekilde hareket etmezler, finansal ve makro ekonomik temel değişkenlere bağlı olan hareketler dışında büyük çaplı değişimler gösterirlerse, bu hareketler ekonominin genelinde önemli sorunlar yaratabilecektir.* Finansal piyasalardaki fiyat hareketlerinin finansal ve makro ekonomik temel değişkenlerdeki hareketleri yansıtmayacak şekilde hareket etmesi durumunda oluşacak en büyük problem, kaynak dağılımında etkinliğin bozulmasıdır. Bununla

⁴² A.g.e., s. 14.

⁴³ A.g.e., s. 14.

⁴⁴ A.g.e., s. 15.

beraber fiyatlardaki oynaklıklar ve istikrarsızlıklar şeklindeki hareketlerin devam etmesi, ekonomik birimlerin uzun vadeli sözleşmeler düzenlemesini ve tasarrufların finansal sisteme girmesini de engelleyebilecektir. Oluşabilecek diğer önemli problem ise, fiyatlardaki ani ve keskin oynaklıklar nedeniyle, finansal kurumların yükümlülüklerindeki artışlara bağlı olarak, büyük bir kredi riski tehlikesiyle karşı karşıya kalmaları durumudur⁴⁵.

Finansal varlıkların fiyatlarında yaşanan oynaklıkların analizinde özellikle finansal piyasalar üzerine yoğunlaşmak gerekmektedir. Çünkü bu piyasaların tasarruf ve yatırım kararları üzerinde etkileri bulunduğu gibi, *makro ekonomik değişkenler* üzerinde mal ve hizmet piyasalarından daha çok etkiye sahiptirler. Makro ekonomik değişkenler üzerindeki bu etkiler finansal varlıkların fiyatlarındaki değişiklikler aracılığıyla oluşan servet etkisi ile yatırım ve tasarrufların beklenen getirisindeki değişiklikler ile olmaktadır. Bunun ötesinde finansal piyasaların birinde meydana gelen bir istikrarsızlığın diğer finansal piyasalara sıçrama olasılığının yüksek olması da, finansal varlık fiyatlarındaki istikrarı önemli hale getirmektedir⁴⁶. Bu tür durumlar yaşanan pek çok krizde kendini göstermiştir. 2008'in ikinci yarısında yaşanmaya başlanan Global Finansal Kriz süreci bu duruma en yeni örnektir.

Finansal kurumlarda ve finansal piyasalarda istikrar konusunda son olarak şunu söylemek mümkündür; Finansal piyasalarda ve kurumlarda istikrar, asıl olarak bir bütünü oluşturmaktadır. Finansal kurumlar ve finansal piyasalardan birisini etkileyen bir faktör aynı şekilde diğerini de etkilemektedir. Aynı şekilde finansal kurumlardan birinde ya da finansal piyasalardaki varlıkların birinde meydana gelen bir istikrarsızlık diğer kurumlara ve piyasalara da yansımakta ve bu durum zincirleme bir etki yaratmaktadır.

Finansal kurumlar ve piyasalara yönelik ayrıntılı açıklamalara dayalı finansal istikrar tanımının ardından, yapılan diğer tanımlara da değinmek konunun kapsamını görmek açısından yararlı olacaktır. Buna göre başka bir açıdan finansal istikrar, ödeme sisteminin, riski dağıtma, kaynakların etkin dağılımı gibi ekonomik fonksiyonlarını geçici bir dalgalanma, bir şok veya yapısal değişim dönemlerinde bile etkin bir şekilde yerine getirmesi durumudur⁴⁷. Bu tanımlamaya yakın diğer finansal istikrar tanımı da finansal sistemi oluşturan anahtar araç, piyasa ve kurumların düzgün bir şekilde çalışması şeklindedir⁴⁸.

Large⁴⁹'ın yaptığı tanımlamaya göre ise finansal istikrar, finansal sisteme karşı sürdürülebilir bir güvenin olması durumunda sağlanmış demektir. İstikrarsızlık durumu ise, ekonominin çeşitli kanallarından gelecek şoklar sonucu ve bu şokların bulaşıcılık etkisi ile birlikte tüm finansal sistemi etkilemesi sonucunda olacaktır. Bu etkiler ise sistemin likidite sağlama özelliğini kaybetmesi ve yapılan sözleşmelerin yerine getirilmesinde yaşanan zorluklar şeklinde görülebilir. Bu tanımlamayı tamamlayacak diğer bir tanım ise Padoa-Schioppa⁵⁰ tarafından yapılmıştır. Buna göre; finansal istikrar yaşanacak bir şok karşısında, tasarrufların yatırım fırsatlarına dağıtımında bir sorun yaşanmaması ve ekonomideki ödeme sisteminin işlerliğinin bozulmaması durumunda söz konusu olabilir.

Bunların dışında, tam bir finansal istikrar tanımının yapılması, finansal sisteme dair tüm faktörlerin içerilmesiyle mümkün olacaktır. Bu anlamda finansal araçlar, organize ve organize olmayan piyasalar, ödeme ve sistemin işleyiş düzeni, sistemi destekleyen teknolojik

⁴⁵ Issing, “**Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off**”, s.2.

⁴⁶ Crockett, “**Why is Financial Stability a Goal of Public Policy**”, s. 14.

⁴⁷ Deutsche Bundesbank, “**Report on The Stability of The German Financial System**”, Monthly Report, Frankfurt, Aralık 2003, s. 2.

⁴⁸ Wim F. Duisenberg, “**The Contribution of The Euro to Financial Stability**”, Globalization of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe. 2001, s.39.

⁴⁹ Sir Andrew Large, “**Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World**”, Financial Stability Review, London: Bank of England, Aralık 2003, s. 171.

⁵⁰ Tomasso Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between**”, The Transformation of The European Financial System, Frankfurt: Avrupa Merkez Bankası, 2003, s 270.

altyapı, yasal ve düzenleyici kanunlar ve düzenleyici kurumların hepsi istikrar unsuru içinde göz önünde bulundurulmalıdır⁵¹. Tanımın bu yönlü düşünülmesi, tasarrufların yatırım alternatifleri arasındaki dağılımının, sistem içinde bilginin yayılış şeklinin, riskin ekonomik birimler arasındaki dağılımının ve ödeme sisteminin ekonomiyi yönlendiriş şeklinin anlaşılmasını mümkün kılacaktır.

Haldane, Hoggarth ve Saporta⁵²'nin kullandıkları tanımlamada ise çok genel bir ayırım yapılmış, durum sadece tasarruf-yatırım eşitliği açısından değerlendirilmiştir. Bu tanıma göre, finansal sistemde yaşanan bir şok nedeniyle meydana gelen bir dalgalanmanın tasarruf-yatırım dengesini bozması finansal istikrarsızlık olarak tanımlanır. Başka bir tanım finansal istikrarı, varlık fiyatlarında uzun vadeli oynaklıkların olmaması şeklinde tasarlanmaktadır. Varlık fiyatları oynaklığı ise, fiyatların kendi temel seviyelerinin uzağında yer almaları ve fiyatlarda ani bir kırılma yaşanması şeklinde tanımlanmaktadır⁵³. Daha genel bir tanımlama ise Crockett⁵⁴ tarafından yapılmıştır. Buna göre finansal istikrar, sınırlı bir grup üzerinde oluşacak ölçülebilir ekonomik zararın ötesinde bir oluşumun olmadığı durumdur.

Finansal istikrarın tanımlanmasında farklı yaklaşımlar olmasından ve yapılan çalışmalara uygun tanımlamalar kullanılmasından dolayı finansal istikrarsızlık tanımları ve sistemik risk ile ilgili açıklamalar daha yaygın olarak kullanılmış ve kabul görmüştür^{55,56}. Bununla ilgili gerekli açıklamalara daha önce değinilmişti. Bu nedenle, Finansal istikrar ile ilgili diğer tanımların yanında, bu noktadan itibaren finansal istikrarsızlık tanımlamalarının bazılarında da yer verilecektir.

Bazı kaynaklar ve yazarlar finansal istikrarın tanımı konusunda bir birliklilik olmamasından dolayı finansal istikrarsızlığın ne olduğunun ortaya konulmasının daha anlamlı olacağını düşünmektedirler. Bu paralelde, bir finansal istikrarsızlık tanımına göre, finansal istikrarsızlığın karakteristik üç temel özelliği bulunmaktadır. Bunlar piyasada ağırlığı bulunan finansal varlıkların fiyatlarının temel değerlerinden keskin bir şekilde sapmaları yani trendde sert bir kırılmanın olması, piyasanın fonksiyonelliği ve krediye ulaşabilme imkanlarında ulusal ya da uluslararası açıdan bozulmaların meydana gelmesi, toplam harcamalarda ekonominin üretebilme yeteneğini olumsuz yönde etkileyecek artış ya da azalış şeklinde sapmaların yaşanmasıdır⁵⁷.

Finansal istikrarsızlığın ekonomik performansı olumsuz yönde etkilemesi, finansal sistemde meydana gelen aksaklıklar kanalıyla gerçekleşmektedir⁵⁸. Finansal sistemde meydana gelebilecek aksaklıklar ise ekonomiyi çok çeşitli şekillerde etkileyecektir. Ancak asıl etki finansal sistem katılımcıları olan tasarruf sahipleri, girişimciler ve kamu üzerinde olacaktır. Aynı şekilde finansal sistemde istikrarsızlık yaratacak sürekli bir dengesizlik, sistemin parçaları olan finansal kurum ve piyasaların, ekonominin işleyişi içindeki fonksiyonlarını yerini getirmesini engelleyecektir. İstikrarsızlık sebebi olacak faktörler ise meydana getireceği etkiler gibi çok çeşitlidir. Bunlar kamunun piyasadaki aşırı borçlanması,

⁵¹ Tomasso Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between**”, The Transformation of The European Financial System, Frankfurt: Avrupa Merkez Bankası, 2003, s. 271.

⁵² Andrew G., Haldane, Glenn Hoggarth and Victoria Saporta, “**Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at The Bank of England**”, Published in Marrying the MacroPrudential Dimensions of Financial Stability, BIS Papers, No.1, 2001.

⁵³ Andrew Crockett, “**In Search of Anchors for Financial and Monetary Stability**”, SUERF Colloquim, Vienna, Nisan 2000. s. 4.

⁵⁴ Crockett, “**Why is Financial Stability a Goal of Public Policy**”, s.9.

⁵⁵ Schinasi, “**Defining Financial Stability**”, s.8.

⁵⁶ Driffill, vd., “**Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market**”, s.100.

⁵⁷ Roger W Ferguson, “**Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?**” Conference at The IMF in Washington D.C., Eylül 2002, s.20.

⁵⁸ John Chand, Alexandra Lai, Mark Illing ve Fred Danial, “**Financial Stability As a Policy Goal in Essays on Financial Stability**”, Bank of Canada Technical Report, No. 95, Eylül 2003, s. 3.

dış piyasalardan kaynaklanan risklerin ulusal piyasalarda oynaklık meydana getirmesi, bir büyük bankanın veya finansal kurumun ödeme sıkıntısı içine girmesi vb. şeklinde olabilmektedir.

Finansal istikrarsızlığın tanımlanmasında, istikrarsızlığın göstergelerini içeren tanımlamalar da mevcuttur. İstikrarsızlık durumu genel olarak varlık fiyatlarındaki aşırı dalgalanma, finansal kurumların risk altına girmesi ve çıktı performansındaki düşüşler şeklinde kendini göstermektedir⁵⁹. Buna göre Crockett⁶⁰ finansal istikrarsızlığı, finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmanın ekonomik performansı tehdit etmesi veya bu dalgalanmaların finansal katılımcıların sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini arttırması şeklinde açıklamıştır. Bernanke ve Gertler⁶¹ ise varlık fiyatlarındaki ani ve şiddetli aşağı yönlü kırılmadan önceki uçuculuğu (oynaklık - volatility) finansal istikrarsızlık tanımı olarak kullanmışlardır. Son olarak ise kapsamlı bir tanım olan Ferguson⁶²'e göre finansal istikrarsızlık, varlık fiyatlarının temel değerlerinden ani olarak sapması, finansal piyasaların fonksiyonlarının ve kredi sisteminin işlememesi ve toplam harcama miktarının ekonomideki çıktı miktarına oranla aşağı ya da yukarı yönlü sapması şeklindeki durumlardan birinin meydana gelmesi olarak tanımlanmaktadır.

Diğer bir grup ise finansal istikrarsızlığın meydana getireceği sonuçlara değinmiş ve krizler üzerine yoğunlaşmıştır. Mishkin⁶³ bu bağlamda finansal krizi, finansal piyasa başarısızlıklarının artması ve tersine seçim – ahlaki risk sorununun artışı olarak ifade etmiş ve bu durumda kaynakların, piyasa tarafından en verimli yatırım fırsatlarına iletemeyeceğini vurgulamıştır. Bernanke ve Gertler⁶⁴'e göre ise potansiyel olarak borçlanıcı birimlerin oluşturdukları projeksiyona göre kötü bir varlık dengesi içinde olmaları, finansal kırılma olarak açıklanmıştır. Konuya finansal kriz açısından yaklaşan diğer bir tanımda Bordo vd.⁶⁵ tarafından yapılmıştır. Bu tanımda ise finansal kriz durumu, kurumların gerekli olan likiditeyi sağlayamaması, likiditede keskin bir düşüş olarak tanımlanmıştır.

Uygulamalı çalışmalarda yer alan tanımlamalarda, finansal istikrarsızlığın son aşaması olan finansal krizin yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir. Bunun nedeni finansal istikrarsızlığın ortaya koyulmasına yönelik olarak, finansal krizin açıklanmasının daha kolay olmasıdır. Ancak bu yönlü bir yaklaşımın dezavantajı, krize neden olmayacak şekilde yaşanan bir istikrarsızlığın yapılan bu uygulamalı çalışmaları kapsamıyor olmasıdır⁶⁶.

1.2.5. Finansal İstikrarı Bozan Nedenler: Finansal İstikrarsızlık

Finansal istikrar kavramı ile ilgili yukarıda yapılan açıklamalara ile birlikte bu kavramın ekonominin tümü açısından önemi vurgulanmaya çalışılmıştır. Bu alt bölümde ise, finansal istikrarı tehdit eden riskler ve finansal istikrarsızlığın nedenlerine yönelik açıklamalar yapılacaktır. Finansal istikrarı bozan nedenler ise altı grupta toplanacak ve bu kapsamda açıklanmaya çalışılacaktır. Bu açıklamalara geçmeden önce, Tablo 1.1'de finansal istikrarı

⁵⁹ Driffill, vd., “**Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market**”, s.101.

⁶⁰ Crockett, “**Why is Financial Stability a Goal of Public Policy**”, s.15.

⁶¹ Ben Bernanke ve Mark Gertler, “**Monetary Policy and Asset Market Volatility**”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 84, 1999, s. 19.

⁶² Roger W Ferguson, “**Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?**” Conference at The IMF in Washington D.C., Eylül 2002, s.20.

⁶³ Frederic S., Mishkin, “**Understanding Financial Crises: A Developing Country's Perspective**”, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, No. 5600, Cambridge, Mass, 1996.

⁶⁴ Ben Bernanke ve Gertler Mark, “**Financial Fragility and Economic Performance**”, NBER Working paper No.2318, 1987.

⁶⁵ Michael Bordo, Bruce Mizrach, ve Anna Schwartz, “**Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons From History**”, NBER Working Paper No. 5371, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, 1995.

⁶⁶ Herrero ve Rio , s.9.

tehdit eden risk unsurlarının kaynakları, konunun kapsamının gösterilmesi açısından kısaca verilmiştir.

Tablo 1.1: Finansal İstikrarı Tehdit Edebilecek Risk Unsurları*

Kurumsal Bazlı Riskler a- Finansal Riskler: Kredi Piyasa Likidite Faiz Döviz b- Operasyonel Riskler c- Bilgi Teknolojileri Zayıflıkları d- Yasal Yapıdan Kaynaklanan Riskler e- Yolsuzluk f- Stratejilerin Yanlış Belirlenmesi g- Sermaye Yetersizliği Dışsal Faktörler a- Makro Ekonomik Görünümün Bozulması b- Ekonomi Politikaları Etkinsizliği c- Doğal Afet d- Politik Sorunlar	Piyasa Bazlı Riskler a- Diğer Kurumların Risk Altında Olması b- Varlık Fiyatlarındaki Oynaklıklar c- Kredi ve Likiditede Yaşanan Sıkışıklıklar d- Bulaşıcılık Etkisi Altyapıdan Kaynaklanan Riskler a- Takas işlemleri ve Ödeme Sistemlerinden Kaynaklanan Riskler b- Yapısal Eksiklikler Yasal Düzenlemelerin Yetersiz Olması Denetim ve Gözetimin Yetersiz Olması Muhasebe Standartları Etkinsizliği c- Domino Etkisi
---	--

Aerdts Houben, Jan Kakes ve Garry Schinası, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", IMF Working Paper, 04/101, 2004. s.19.

1.2.5.1. Sürdürülemez Makro Ekonomik Politikalar

Sürdürülemez makro ekonomik süreçte kamunun izlediği para ve maliye politikaları ön plana çıkmaktadır. Genişleyici para ve maliye politikaları ekonomilerin istikrarını bozan ve enflasyona neden olan en önemli sebeplerin başında gelmektedir. Kamunun açık vermesi ile birlikte ortaya çıkan genişleyici maliye politikaları makro ekonomik istikrarı tehdit etmektedir. Kamunun verdiği bu açıkları iç piyasadan borçlanma ile finanse etmesi ise bankaların varlık-yükümlülük dengesi üzerinde yük oluşturabilmektedir. Kamu açıkları bankaları kamuya mahkum hale getirmekte bankacılık ve dolayısıyla finansal sistemi risk altına sokabilmektedir⁶⁷. İzlenen bu tür makro ekonomik politikaların sürdürülmesinin zorluğuna bağlı olarak meydana çıkaracağı diğer ekonomik sorun da bankacılık krizleri şeklindeki istikrarsızlık ihtimallerinin artmasıdır. Dengesizliğin kriz şeklinde kendini göstermesi sürecinde ise bulaşıcılık etkisi^δ ve uluslararası rezervlerin yetersiz olması tetikleyici olabilmektedir⁶⁸. Türkiye ekonomisinde Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizler sürdürülemez makro ekonomik politikalarla iyi birer örnektir*.

Sürdürülemez makro ekonomik politikaların ortaya çıkmasında merkez bankalarının bağımsız olmaması, amaçlarında tam bir açıklık sağlanamaması, hükümetlerin açık bütçe politikaları izlemelerine zemin hazırlayan yasal boşlukların ve uygulamaların bulunması, hükümetlerin siyasi güçlerini kötüye kullanması ve mali istikrarı göz önünde bulundurmaması yatmaktadır. Bu tür uygulamalar makro ekonomik istikrar açısından sorun yaratmakta ve bu durum finansal istikrarın sağlanmasını güçleştirmektedir.

⁶⁷ Luis Serven ve Guillermo Perry "Argentina's Macroeconomic Collapse: Cause and Lessons", Unpublished Manuscript, The World Bank, Eylül 2003. s.6.

^δ Bankalar ya da diğer kurumlarda yaşanan bir dengesizliğin diğer kurum ve piyasaları etkilemesi

⁶⁸ Barry Eichengreen, "Financial Stability", International Task Force on Global Public Goods, Ocak 2004, s.13.

* Bu krizler ve Türkiye ekonomisi açısından para politikası – finansal istikrar ilişkisi ayrıntılı olarak son bölümde verilecektir.

1.2.5.2. Kırılgan Finansal Sistem

Sürdürülemez Makro ekonomik politikalara bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik dengesizliklerin dışında finansal sistemdeki zayıflıklar da finansal istikrarsızlık unsuru olarak rol oynamaktadır. Örnek olarak, Uzak Doğu krizinde göze çarpıcı etken olarak makro ekonomik istikrarsızlık değil finansal kırılganlığın önemli olduğu görülmektedir⁶⁹. Uzak Doğu ülkelerinde bu dönemde makro ekonomik anlamda dengesizlikler olmasıyla birlikte, finansal yapıdaki faktörler krizi tetikleyen unsur olmuştur. Aynı şekilde 2008 Global Finansal kriz de finansal sistemde meydana gelen kırılganlıkların sonucu olarak ortaya çıktığından bu kapsamda değerlendirilebilir.

Banka ve banka dışı kurumların borçlarının vade yapısının kısa olması ve varlık-yükümlülük dengelerini kuramamış olmaları finansal kırılganlık açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Finansal sistemin kırılgan olmasında en önemli etken varlık-yükümlülük dengesinde *ulusal-yabancı para dengesinin* kurulamamasıdır. Varlıkların ulusal paraya bağlı kaynaklardan oluşturulması, yükümlülüklerin ise yabancı para ve bu paralara bağlı araçlardan oluşması özellikle gelişmekte olan ülkelerde kırılganlığın en önemli nedenidir⁷⁰.

Uzakdoğu Asya krizinde de bu süreç yaşanmış ve döviz kurundaki yukarı yönlü hareketler (ulusal paranın değer kaybı) varlık-yükümlülük dengesini daha da bozmuştur. Finansal sistemin kırılgan bir yapıya sahip olması sonucu, panik ya da kırılganlığı tetikleyecek herhangi bir durumun oluşmasıyla beraber, yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen finansal kurumlar ulusal paraya bağlı varlıklarını, yabancı paraya bağlı yükümlülüklerini yerine getirmek için yabancı para birimine dönüştürdükçe, kurların yukarı gitmesine paralel olarak zarar edeceklerdir. Sürdürülemez bu durum banka ve banka dışı kurumların iflasına neden olacağından finansal istikrar açısından önemli bir risk oluşturmaktadır.

Aynı şekilde güven eksikliğinin ortaya çıkması durumunda, Uzak doğu Asya krizinde olduğu gibi, *borç vadelerinin kısa olması* nedeniyle banka ve banka dışı kurumlar büyük sorun ile karşı karşıya kalacaklardır. Aynı etki ülkeden hızlı bir kaynak çıkışının yaşanması durumunda da meydana gelebilmektedir. Finansal sistemdeki risk ve oynaklıkların artmasıyla birlikte, finansal kurumlardan herhangi birinin yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu, bulaşıcılık etkisiyle, diğer kurumlara da sıçrayacak ve finansal sistem çalışamaz hale gelebilecektir. Bu nedenle finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumların mali yapılarının güçlü olması finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülebilmesi açısından kilit rol oynamaktadır.

1.2.5.3. Kurumsal Zayıflık

Finansal istikrarsızlık unsuru olarak belirtilebilecek diğer bir faktör de kurumsal zayıflıklardır. Finansal sistem doğası gereği dalgalanma göstermektedir. Ancak burada önemli olan dalgalanmaların krize dönüşmemesi, ortadan kaldırılmasıdır. Bunun için finansal piyasada rol alan kamu ve özel kurumların dalgalanmaları iyi yönetmesi, önceden önlemler alması gerekmektedir. Banka ve diğer kurum yöneticilerinin yaşanan dalgalanmalar sonucu meydana gelen etkileri hisse sahiplerine çok iyi anlatamaması ve yaşanan dalgalanmayı iyi bir şekilde yönetememesi sonucu, kırılgan bir yapı oluşmakta ve finansal istikrar bu kanaldan da tehdit altına girmektedir. Kamunun da aynı şekilde sistem içinde rol alan banka ve diğer kurumlarla gerekli iletişimi kurmada yaşadığı problemler, daha çok kısa vadeli düzenlemelere gitmesi ve sistem içindeki düzenleyici kurumların yeterince etkin çalışmaması ya da bu tür

⁶⁹ Eichengreen, “Financial Stability”, s.18.

⁷⁰ Morris Golstein ve Philip Turner, “Controlling Currency Mismatches in Emerging Market Economies: An Alternative to the Original Sin Hypothesis”, Unpublished Manuscript, Institute of International Economics, Ağustos 2003, s.27.

kurumların oluşturulmamış olması da yaşanacak dalgalanmaların krizler ile sonuçlanmasına neden olabilmektedir.

Kurumsal zayıflığın ortadan kaldırılması için yukarıda anlatılan olumsuz durumların düzelmesi ile birlikte, sisteme kredi sağlayanların haklarının koruma altına alınması, banka ve diğer kurumlardaki hisse sahiplerine karşı şeffaflığın sağlanması, kamusal alanda düzenleyici kurumların oluşturulması ve bu kurumların etkin çalışmaları gerekmektedir.

1.2.5.4. Uluslararası Finansal Piyasalardan Kaynaklanan Dalgalanmalar

Dünyadaki liberalizasyon sürecinin hızlanması ve birçok ülkenin hem reel hem de finansal açıdan dışa açık hale gelmesi sonucu, ülkelerin makro ekonomik koşulları sadece ülke içi değişkenlere bağlı olmaktan çıkmıştır. Artık uluslararası finansal piyasalarda yaşanan bir dalgalanma ya da uluslararası yatırımcıların asimetrik bilgiye sahip olmaları sonucu yatırım yaptıkları ülkeden ani ve hızlı çıkış yapmaları, finansal piyasalarda dalgalanma meydana getirmekte ve finansal sistemin zayıf olduğu ekonomilerde finansal istikrarsızlığı yol açabilmektedir. *Yaşanan bu sürecin meydana gelişi ekonomilerin genel koşullarından bağımsız olmaktadır*⁷¹.

Ancak, uluslararası finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucu finansal istikrarsızlık yaşanması sürecinde, ilgili ülkenin finansal sisteminin zayıf yada güçlü olması belirleyici etken olmaktadır. Buna paralelde, gelişmekte olan ülkelerin kendi paralarına bağlı borçlanma senetleri uluslararası yatırımcılar tarafından tutulmak istenmemektedir⁷². Bu davranışın arkasında ilgili ülkelerin para ve maliye politikalarının zayıf olması ve finansal anlamda kurumsal yapının oluşturulmaması yatmaktadır⁷³. Bu durum ilgili ülkelerin finansal sistemini zayıflatmakta ya da sistemi daha zayıf hale getirmektedir. Sonuç olarak ise, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası alanda borçlanmaya yabancı para birimleri üzerinden gitmesi, ülkelerin yükümlülüklerini yabancı para birimi, varlıklarını yerli para birimi şekline getirmekte ve kur riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Kur riski ise varlık-yükümlülük dengesi bozulan gelişmekte olan ülkeleri uluslararası finansal piyasalardan kaynaklanan riskler altında kırılğan hale getirmektedir.

Gelişmekte olan ülkeleri finansal yapı açısından güçlü hale getirmek için, uluslararası yatırımcıların, ilgili ülkelerin borçlanmalarında, o ülkelerin paralarına bağlı borçlanmalarına katılmaları gerekmektedir. Diğer bir alternatif olarak ise, ilgili ülkelerin varlık-yükümlülük dengelerini risk oluşturmayacak şekilde kurmaları gerekmektedir⁷⁴. Ancak bu şekilde, oluşacak bir riskin ya da dalgalanmanın krize yol açması önlenecektir. Finansal istikrarsızlığın oluşmasının önlenmesi ise bu ülkelere güveni arttırabilecektir.

1.2.5.5. Merkez Bankası Bağımsızlığının Sağlanmamış Olması

Merkez Bankası bağımsızlığı amaç ve araç bağımsızlığı olarak ikiye ayrılmaktadır. Amaç bağımsızlığı, Merkez Bankasının tek başına amaçlarını belirlemesi ve bunu ilan etmesi ile mümkün olmaktadır. Araç bağımsızlığı ise, bir sınırlama olmadan, Merkez Bankasının para politikasını, belirlediği amaçlara yönelik olarak kullanılabilmesi sürecidir. Araç bağımsızlığı ile birlikte Merkez Bankası para politikası üzerinde tam bir hakimiyete sahip olacaktır. Bağımsızlık kavramına politik ve ekonomik bağımsızlık açısından bakmak da mümkündür. Politik bağımsızlık kavramının içinde, hükümetten bağımsız olarak amaçların belirlenmesi, para politikası sürecinde hükümetin önerilerinin dikkate alınıp alınmaması,

⁷¹ Andrea Devenow, ve Ivo Welch, “**Rational Herding in Financial Economics**”, European Economic Review, Vol. 40, 1996, s.611.

⁷² Barry Eichengreen, ve Ricardo Hausmann, “**Exchange Rates and Financial Fragility**”, New Challenges for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, s. 334.

⁷³ Eichengreen, “**Financial Stability**”, s.6.

⁷⁴ Eichengreen, ve Hausmann, “**Exchange Rates and Financial Fragility**”, s. 356.

Merkez Bankası başkanı ve yönetim kurulunun atanma süreci ve fiyat istikrarının Merkez Bankası yasasında ana amaç olup olmadığı yer almaktadır. Ekonomik bağımsızlık ise, Merkez Bankasının sınırlama olmaksızın para politikası araçlarını kullanma gücüne ve Merkez Bankasının kamu açıklarını ne oranda finanse edip etmediğine bağlıdır.

Merkez Bankaları, bağımsızlığını garantileyen topluma ve toplumun temsilcisi parlamentoya karşı bir sorumluluk taşımaktadır. Merkez bankaları fiyat istikrarına ulaşmada ve finansal istikrarı gözetmede kendi kararlarını alabilen bağımsız bir otorite olmaları, hesap verebilir olmalarını gerekli kılmaktadır. Ekonomik birimlere hedeflerini ve uygulamaları en açık bir şekilde anlatmak, kısaca şeffaflık Merkez Bankalarının hedeflerine ulaşmalarında önemli bir aşamadır. Merkez Bankalarının toplumla iletişimi ve şeffaflığı, toplumun belirlenen hedeflere yönelik algısını şekillendirmesi nedeniyle, enflasyonla mücadelede ve finansal istikrarın gözetilmesi sürecinde, önemli bir araçtır. Merkez Bankalarının bağımsızlığını etkileyen diğer faktörler ise, Merkez Bankası başkan ve yöneticilerinin görev süresi, yöneticilerin kişiliği ve tabi ki bütçe açıklarıdır.

Merkez Bankasının bağımsız *olmaması* finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi sürecinde önemli bir engeldir. Bağımsızlığın varlığı, etkin para politikası yürütülmesi bakımından gereklidir. Ancak bağımsız bir Merkez Bankası ana hedefleri olan fiyat ve finansal istikrarı doğrudan hedefleyebilir ve bu yönde politika üretebilir. Merkez Bankası bağımsızlığının olmaması finansal istikrarsızlık sürecinde önemli bir etkidir. Bununla birlikte bağımsızlığın sağlanmış olması finansal istikrar için gerekli ancak yeterli bir koşul değildir*. Bağımsızlığın varlığı altında önemli olan, Merkez Bankalarının finansal istikrarsızlıkları ortadan kaldıracak etkin para politikaları *yürütmeleridir*.

1.2.5.6. Finansal Deregüleyenlerin Yapılmaması veya Yetersiz olması

Finansal deregülasyon kavramını genel anlamda piyasa bazlı kamusal düzenlemeler olarak görmek mümkündür. Deregüleyenlerin en önemli özelliği, kamusal kontrollerin (müdahaleler şeklindeki *regülasyonlar*) ortadan kaldırılması ve finansal piyasaların liberalleşmesinin sağlanmaya çalışılmasıdır. Deregüleyene yönelik düzenlemeler daha çok finansal kurumları güçlendirmeye, rekabetçi ortamda faaliyet göstermelerini sağlamaya, taşıdıkları riskleri minimuma indirmeye yönelik olmaktadır. Ancak deregülasyona yönelik politikadaki artış ile birlikte finansal sistemde yüksek oranda liberalizasyon yaşanması ve *piyasa başarısızlıkları* sistemi tehdit edebilmektedir. Bu nedenle finansal piyasaları *düzenlemeye* yönelik *regülasyonlar* hareketleri de yaşanmaktadır. Ancak yapılan *bu tür regülasyonları*, *etkin denetim ve gözetim fonksiyonu* içinde, dolayısıyla finansal kurumların ve finansal piyasaların etkin faaliyet göstermesine yönelik düzenlemeler olarak görmek gerekmektedir.

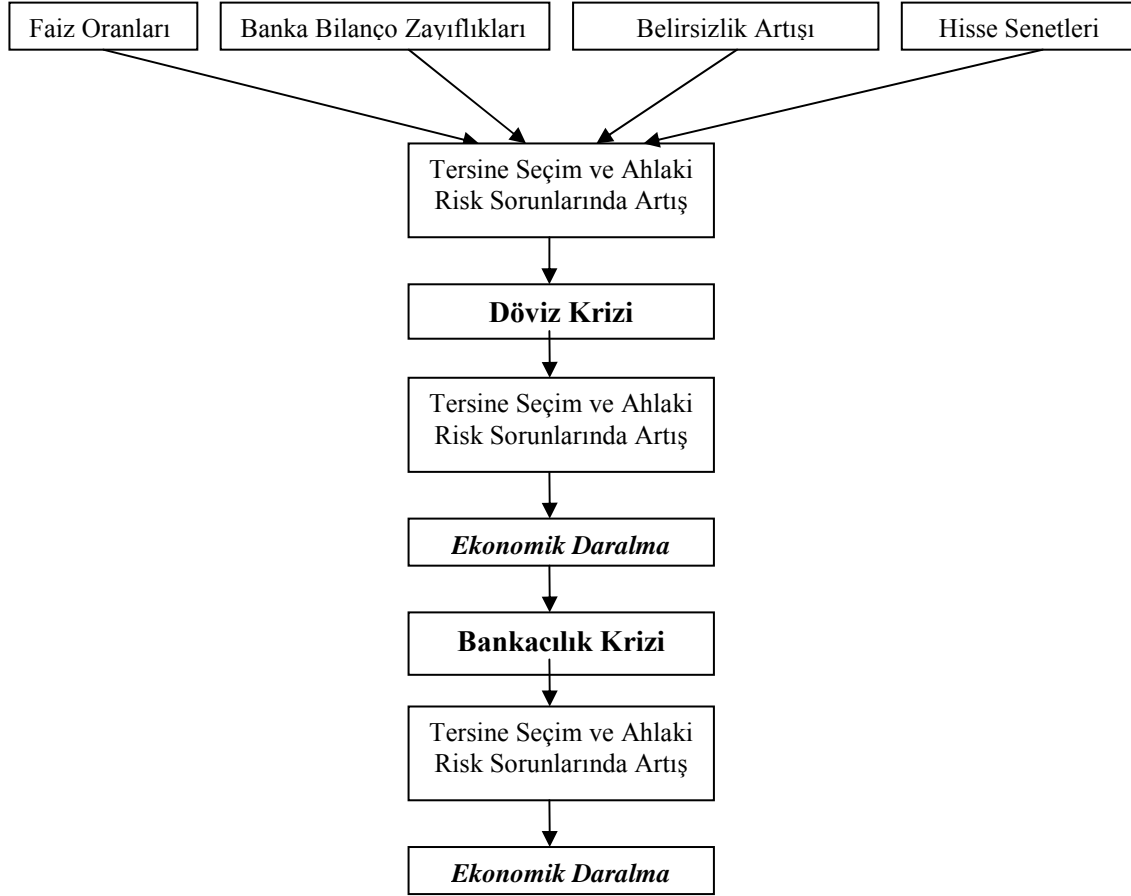
Finansal sistemin istikrarsızlık yaratma eğiliminde ve bu istikrarsızlığı yayma özelliği nedeniyle kamunun finansal sisteme yönelik etkinliği artırıcı deregüleyenler yani piyasa tabanlı düzenlemeler yapması gerekmektedir. Bu tür düzenlemelerin olmaması veya yetersiz düzeyde kalması, finansal sistemin istikrarsızlığa grime eğiliminin artmasına neden olmaktadır. Ancak aşırı düzeyde liberal bir finansal sistem meydana getirecek deregüleyenler piyasa başarısızlıklarının ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Bu nedenle etkin denetim ve gözetim fonksiyonu güçlendirecek şekilde regülasyonların da kamu kesimi tarafından yürütülmesi gerekmektedir.

*4. Bölümde faiz düzeltme kuralının TCMB için tahmin edilmesi sürecinde de 2001 sonrası dönemin alınma nedeni bu Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası TCMB bağımsızlığının sağlanmış olmasıdır. Kısa vadeli faiz aracının etkin olarak kullanılması ancak bağımsız bir Merkez Bankası varlığı altında geçerli olmaktadır.

1.2.6. Finansal İstikrarsızlığın Yaratabileceği Sonuçlar: Krizler

1970 ve 1980'li yıllarda yaşanan petrol krizleri, stagflasyon ve borç krizlerinden farklı olarak, 1990'lardan itibaren finansal piyasalardan kaynaklanan büyük ve önceki dönemlerden birçok yönden farklı *finansal krizler* meydana gelmiştir. Bu krizlerin genel olarak en önemli özelliği, etkilerinin sadece meydana geldiği ülkede ve meydana geldiği piyasalarda kalmaması, diğer ülke ve piyasalara da yayılması ve öngörülmesinin zor olmasıdır. Bu özelliğin temelinde ise, ekonomilerin çok yüksek oranda birbirine ve uluslararası piyasalara entegre olması ile finansal sistemdeki çok hızlı gelişme ve değişimler gösterilebilir. Bu tür krizler arasında 1992 yılında Avrupa Para Sisteminde meydana gelen para krizi, 1994-1995 yıllarında Latin Amerika krizi, 1997 yılında meydana gelen Uzakdoğu Asya krizi ve 2000-2001 döneminde Türkiye'de yaşanan krizler ve son olarak 2008 Global Finansal Krizi sayılabilir.

Şekil 1.1: Finansal İstikrarsızlık ve Kriz Sürecinin Reel Ekonomiye Etkileme Süreci*



*Melih İpeker, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü", TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, 22 Mart 2002, Ankara. s. 20.

Çeşitli risklere bağlı olarak oluşan bu krizler sonucu dikkatler finansal sistem üzerinde yoğunlaşmaya başlamıştır. Özellikle meydana gelen krizlerin hem reel sektöre hem de diğer ülkelere bulaşması konuyu daha da önemli hale getirmiştir. Buna paralel olarak özellikle 1997 yılında Japonya'nın da içinde bulunduğu Uzakdoğu Asya ülkelerinde meydana gelen dalgalanma ve yaşanan büyük finansal kriz, finansal istikrar olgusunu tüm ülke ekonomileri için gündeme getirmiştir. Bu dönemden sonra hem uygulamalı hem de teorik çalışmalar finansal krizlerin nasıl meydana geldiği ve neden etkilerinin büyüyerek devam ettiği, bu krizlerin öncü göstergeleri ve nasıl önleneceği, kırılmalılığı azaltacak önlemlerin

neler olduğu gibi konulara yoğunlaşmaya başlamış ve finansal istikrar ekonomiler için öncelikli bir konu haline almıştır. Konunun öneminin ortaya koyulması ve ekonomide yarattığı etkilerin gösterilmesi açısından verilen Şekil 1.1 anlamlı gözükmemektedir.

Şekil 1.1'e bakıldığında finansal piyasalardan kaynaklanan riskler 4 ana grupta toplanmıştır. Bunlar faiz oranları, banka bilançosu, belirsizlik ve hisse senetleri kaynaklı olarak ortaya çıkan risklerdir. Bu dört faktörde meydana gelen riskler, finansal piyasa başarısızlığı asimetrik bilginin sonuçları olan tersine seçim ve ahlaki risk olgusunun daha belirgin olarak yaşanmasına neden olmaktadır. Finansal istikrarsızlık sonucu ekonomik faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi durumu, belirtilen bu dört faktörün birlikte kötüleşmesi ile meydana gelebileceği gibi yalnızca bir yada birkaçında sorun yaşanması durumunda da görülebilmektedir. Örnek olarak faiz oranlarında ani artışlar ile oynaklık ve belirsizliğin oluşması sonucu tersine seçim sorunu daha yoğun yaşanacaktır. Bu durumda ise bankaların verdiği kredilerin geri döndürülememesi riski ortaya çıkabilecek bu da bankaların likiditeye bağlı olarak sorunlar yaşamasına neden olabilecektir. Sonuç olarak ise likidite ve faiz riskine bağlı olarak kredilerde yaşanan daralma ile birlikte ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması kendini gösterecektir.

Ancak Şekil 1.1'i geliştirmekte olan ülkeler için bir bütün olarak değerlendirmek daha anlamlı olacaktır. Finansal piyasalardan kaynaklanan risklerin artması ile birlikte faiz oranlarında ani artışlar meydana gelmesi, banka bilançolarının zayıflaması, hisse senetleri piyasasında yaşanan dalgalanmalar ve beklentilerin belirsizleşmesi durumunda genel olarak ulusal para birimleri önemli ölçüde değer kaybetmektedir (döviz krizi). İlerleyen aşamada ulusal paranın değer kaybı, zayıflamış olan banka bilançolarını daha da kötüleştirmektedir. Aynı zamanda faizlerin yükselmesi de bu durumu beslemektedir. Süreç içinde, döviz krizine bağlı ekonomik faaliyetlerde yavaşlama, yüksek faiz ve kur etkisi ile bankaların risklerinin daha da artması ile birlikte bankacılık krizleri yaşanmaktadır. Bu da yavaşlamakta olan ekonomik faaliyetlerin daha da kötüleşmesi sonucunu doğurmaktadır. Sonuç olarak, finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte meydana gelen dört faktörün yarattığı etki, döviz ve bankacılık krizleri, ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması ve büyümede yaşanan düşüşler şeklinde kendini göstermektedir. Süreç bir sarmal şeklinde kendini beslemekte ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması, sorunların daha da derinleşmesine neden olmaktadır.

1.2.6.1. Finansal Krizlerin Diğer Krizlerden Farkları

Daha ağırlıklı olarak finansal piyasa merkezli meydana gelen 1990'lı yılların krizleri daha önceki dönemlerde meydana gelen diğer krizlerden farklılıklar taşımaktadır. Bu farkları beş kategori de incelemek mümkündür;

İlk olarak, bu dönemde meydana gelen krizler özellikle 1930'lu yıllarda meydana gelen global nitelikli tüm ekonomileri derinden etkileyen krizlerden ayrılmaktadır. 1980'li yıllarla beraber, ağırlıklı olarak da 1990'lı yılların krizleri diğer ekonomileri etkilemekle beraber, daha ağırlıklı olarak bölgesel nitelikli olmuştur. Ancak 2008 Global Finansal Krizini bu durumun dışında değerlendirmek mümkündür.

İkinci olarak, 1990'lar öncesi meydana gelen krizlerde de finansal araçlar belirleyici olmuş ancak 1990'lar itibarıyla bu etkinin gücünde artış meydana gelmiş, 2008 global finansal krizde de bu etkinin gücü net olarak görülmüştür. Finansal araçların ve finansal piyasaların meydana gelen krizlerde rollerinin artmasını kolaylaştıran faktörler arasında, hayat sigortası ve emeklilik fonları gibi fonların artışıyla beraber uluslararası portföy

yatırımlarındaki artışlar, yaşanan hızlı liberalizasyon süreci, gelişmiş ülkelerde faiz oranlarındaki düşüşlerin fonları geliştirmekte olan piyasalara yönelmesi sayılabilir⁷⁵.

Üçüncü olarak, 1990'lar öncesi meydana gelen krizlerde Merkez Bankaları çok etkin rol oynayamamışlardır. Bu duruma neden olan en önemli etken ise Merkez Bankalarının etkinlik ve piyasa öngörüsü noktasındaki yetersizlikleri gösterilebilir. Ancak 1990'lı ve 2000'li yıllara gelindiğinde ise meydana gelen finansal krizlerde piyasa denetleyici kurum ve Merkez Bankalarının daha yoğun faaliyet gösterdikleri, anında ve etkin müdahalelerde buldukları görülmektedir. Ancak 2008 global finansal krizinde Merkez Bankaları ve etkin denetim – gözetim yapan kurumlar çeşitli noktalarda zayıflıklar göstermişler, süreci yönetmede zayıf kalmışlardır. Bunun yanında, 1990'lar sonrası, uluslararası kuruluşlar ve IMF de meydana gelen krizlere yönelik önlemler almışlardır⁷⁶.

Dördüncü olarak ise, 1990 öncesi dönemlerde krizden sonra geliştirmekte olan ülkeler dış sermaye bağımlılığını azaltmak amacıyla, piyasalarını dışa kapalı hale getirmeye ve ithal ikameci politikalar uygulamaya başlamıştır. Amaçları ise dış sermayeye bağımlılığı azaltmaktır. Ancak 1980'li yıllara gelindiğinde meydana gelen krizlere bağlı olarak ithal ikamecilik ya da piyasaları dışa kapatma politikasından ülkeler vazgeçmiştir. Bu dönemden sonra daha çok daraltıcı para ve maliye politikalarıyla birlikte düzenleyici finansal önlemler uygulanmaya başlamış, riskleri ortadan kaldırmak için daha liberal politikalar izlenmiştir.

1990'lı yıllara gelindiğinde geliştirmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişleri hız kazanmıştır. 1990'lı yıllardan sonra, meydana gelen krizlerin etkilerini ortadan kaldırmak için hükümetlerin yabancı kaynak kullanım oranlarının azalmasıyla birlikte, daha çok daraltıcı para politikaları uygulamaları yaygınlaşmıştır⁷⁷. 1990'lar ve sonrasında monetarist iktisadın etkisiyle de para politikası uygulamaları yoğunlaşmış ve açık piyasa işlemleri piyasalarda ortaya çıkan riskleri ortadan kaldırmaya ya da meydana gelen krizlerin etkilerini gidermeye yönelik yoğun olarak kullanılmıştır. Para politikasının etkin olarak kullanılmasıyla birlikte, bu dönemden itibaren Merkez Bankalarının önemi ve görevleri artmış, Merkez Bankaları piyasa düzenleyici kurumlar haline gelmiştir. 1990'lardan sonra sermaye akımlarındaki hızlı artışlar, piyasalardaki liberalizasyon sürecinin hız kazanması sonucu döviz ve bankacılık krizleri birlikte görülmeye başlamıştır. Krizlerin karmaşık hale gelmesiyle birlikte de çözüm yolları bulmak ve meydana çıkan riskleri minimize etmek Merkez Bankaları için zorlaşmıştır⁷⁸. Bu duruma, finansal araçların çeşidindeki hızlı artışlar ve finansal piyasaların yapısının giderek daha karmaşık hale gelmesinin piyasa oyuncuları tarafından net olarak algılanamamasının da etkisi olmuştur. 2008 Global Finansal Kriz süreci düşünüldüğünde, krizin karmaşık yapısının çözüm üretmeyi zorlaştırdığı, net olarak görülmektedir.

1990'lı yıllar ve sonrasında çıkan krizlerin daha önce meydana gelen krizlerden son bir farkı ise, krizlerin etkilerinin ortadan kaldırılması ile ilgilidir⁷⁹. 1990'lardan önce meydana gelen krizlerin yapılarının çok karmaşık olmaması bunlar için üretilen çözüm yollarını standart hale getirmiştir. Bu dönemlerde meydana gelen ödemeler dengesi krizlerinde yapılan uygulama devalüasyon ile birlikte iç piyasayı daraltmak için sıkı para ve maliye politikası uygulamaktır. Ancak 1990'lardan itibaren yukarıda sıralanan nedenlerle birlikte ikiz krizlerin meydana gelmesi ve oluşan krizlerin yapılarının karmaşıklaşmaya başlaması çözüm yolları konusunda çatışmalara neden olmuş, Merkez Bankaları açısından farklı uygulamaların yapılmasını zorunlu kılmıştır. Ancak 1990 sonrası dönemde iç ve dış borç hacmi, enflasyon, çıktı açığı, finansal varlık fiyatları, finansal göstergeler özellikle uygulanacak para politikaları

⁷⁵ Gülsün Gürkan Yay, “1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Analizi”, Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayı No.2, 2001, s.1236.

⁷⁶ Yay, s.1236.

⁷⁷ A.g.e., s.1236.

⁷⁸ Anne Krueger, “Conflicting Demands on The International Monetary Fund”, American Economic Review, Vol.90, No.2, 2000, s.39.

⁷⁹ Yay, s.1237.

için belirleyici olmuştur. İç borç stoku nispi olarak yüksek olan ülkeler, yüksek devalüasyon ile birlikte daha ılımlı bir para politikası uygulamışlardır. Dış borç miktarı yüksek olan ve yüksek enflasyona sahip ülkelere ise meydana gelen krizlerde sıkı para politikalarına daha ağırlık vermişlerdir⁸⁰. Ayrıca para politikasının etkinliğinin artış ile birlikte, kısa dönemli faiz aracının istikrara yönelik yoğun kullanımını da, 1990'lı yıllar ve sonrasında çok önemli bir özelliğidir.

Yukarıda yapılan kısa açıklamanın paralelinde bir sonraki alt bölümde, finansal istikrarsızlığın bir sonucu olarak ortaya çıkması muhtemel krizlerin türleri, krize neden olan faktörler ve öncü göstergeleri hakkında genel bilgiler verilecektir. Burada finansal krizler hakkında bilgi verilmesi, çalışmanın asıl konusu olan finansal istikrarın neyi içermesi gerektiğinin anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

1.2.6.2. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

Finansal krizlerin meydana gelmesine yol açan belli başlı faktörler vardır. Bu faktörlerin genel özelliği piyasaları istikrarsız hale getirerek kırılgan bir yapının oluşmasına neden olmasıdır. Bunlar (1) makro ekonomik istikrarsızlıklar, (2) ekonomideki ve finansal sistemdeki yapısal zayıflıklar, (3) riskli banka faaliyetleri, (4) Finansal sistem içinde ahlaki risk unsurunun artması ve riskli bir yapının oluşması, (5) etkin olmayan piyasa düzenlemeleri, (6) piyasa izleyici kamusal kurumların etkin olmayan gözetleme faaliyetleri, (7) bankaları etkin çalışmaya yöneltmek için piyasa disiplininin olmaması, (8) bankalar ve borçlanıcı birimler için yapısal olarak etkin olmayan kamusal kurumların varlığı sayılabilir⁸¹. Bunlara ek olarak uluslararası piyasaların durumu ve politik istikrarsızlık da finansal kırılganlığa ve dolayısıyla finansal bir krize neden olabilecek faktörlerdir.

Kırılganlığı ve dolayısıyla istikrarsızlığı arttırarak finansal krize neden olabilecek yukarıda sayılan faktörler arasında en önemlilerinden biri, sürdürülemez makro ekonomik politikalarlardır. Para ve maliye politikalarının genişletici olduğu dönemlerde ya da uluslararası piyasalardaki likidite bolluğu aracılığıyla iç piyasanın canlanmasıyla birlikte, ekonomi büyüme sürecine girmektedir. Böyle bir durum siyasal istikrarın sağlandığı dönemlerde ekonomi de yaşanan yukarı yönlü ivme ile de sağlanabilir. Genişleyici politikaların uygulandığı böyle dönemlerde kredi hacmindeki yaşanacak artışlar gayrimenkul fiyatlarında ve hisse senetleri piyasalarında büyük artışlara neden olabilir. Ancak bu tür politikalar sonucu meydana gelme potansiyeli yüksek olan enflasyonu ve dış açığını ortadan kaldırmaya yönelik daraltıcı politikalar ise yukarıda açıklanan süreci tersine çevirebilecek ve alınan kredilerin ödenmesini zorlaştıracaktır⁸². Bu durumda gayrimenkul ve hisse senetleri piyasalarında durum tersine dönebilir. Oluşan kırılgan piyasa koşulları finansal varlık sahibi ekonomik birimlerin beklentilerini olumsuzla çevirebilmekte ve finansal piyasalarda da dalgalanmalara ve krizlere neden olabilmektedir⁸³. Makro ekonomik koşulların finansal piyasalarda krize neden olma ihtimali ve finansal piyasaların makro ekonomik koşullara duyarlılığı özellikle 1990' lı yıllarda Türkiye ve Latin Amerika gibi gelişmekte olan ülkelerde artmıştır⁸⁴. ABD ve AB kaynaklı, 2008 Global Finansal Krizin meydana gelmesinde de sürdürülemez makro ekonomik politikalar ve koşullar etkili olmuştur.

⁸⁰ Krueger, s.40.

⁸¹ David T., Llewellyn, "An Analysis of the Causes of Recent Banking Crises", The European Journal of Finance, Volume 8, Number 2, Haziran 2002, s. 153.

⁸² Yılmaz, Rasim, "Bankacılık Krizleri, Makroekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike", İşletme Finans Dergisi, Mart 2001, s.60.

⁸³ Mustafa Özer, **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları: No:1096, 1999, s.45.

⁸⁴ Graciela L. Kaminsky ve Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", International Finance Discussion Papers, Board of Governors of The Federal Reserve System, No.544, 1996. s. 15.

Krize neden olan faktörlerden uluslararası finansal piyasaların durumu da açıklanması gereken önemli bir faktördür. Özellikle ticaret hadlerinin ve likiditenin yüksek düzeyde olduğu ülkelerdeki faiz oranlarının seyri krize neden olabilecek dış etkenler içinde önemlidir. İhraç fiyatlarındaki ani düşüşler ilgili ülkedeki ihracatçıların borç ödeme imkanlarının daralmasına neden olabilmekte bu durumda bankaların kredi geri dönüşlerinin azalmasına neden olarak zincirleme bir etki yaratabilmektedir. Aynı şekilde belli başlı gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarındaki nispi düşüşler bu ülkelerdeki fonların gelişmekte olan ülkelere yönelmesine tersi bir durumda ise geldikleri ülkelere geri dönmesine neden olabilmektedir. Bu tür bir dalgalanma fonların geldiği ülkelerdeki bankaların kaynak maliyetini ve varlık yükümlülük dengesini olumsuz etkileyerek, tersine seçim ve ahlaki risk sorununa sebep olarak finansal kırılganlığın meydana gelmesine neden olabilmektedir⁸⁵. Bunun dışında uluslararası finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak yabancı yatırımcıların ulusal piyasalardan hızlı çıkışları da son dönemlerde yaşanan krizlerde önemli bir etken olmuştur.

1.2.6.3. Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri

Finansal piyasalarda krizler yaşanmadan önce bazı önemli değişkenlerde riskler ortaya çıkmakta, aşırı oynaklıklar (volatility) görülmektedir. Finansal krizlerin meydana geldiği ülkeye göre öncü göstergeler farklılıklar göstermekte, ancak ulusal ekonomilerin liberalizasyonuna ve uluslararası piyasalara entegre olmasına bağlı olarak, öncü göstergelerde benzer hale gelmektedir. Ortak öncü gösterge niteliğinde olan değişkenler Tablo 1.2'de verilmiştir.

Tablo 1.2'de verilmeye çalışılan finansal kriz öncü göstergelerinin sayısını arttırmak mümkündür. Ancak genel olarak üzerinde durulan ve önemli görülenler Tablo 1.2'de aktarılmaya çalışılmıştır. Bu noktada şunu da vurgulamak gerekmektedir. Kullanılacak öncü göstergelerin her biri her finansal krizde bir gösterge niteliği taşımayabilir. Meydana gelebilecek krizlerde kullanılan göstergelerin bazıları önceden sinyal üretebilir. Ancak her göstergenin önceden sinyal üretmesi beklenmemelidir. Bazı göstergeler gecikmeli olarak tepki verirken bazı göstergelerin de çok az değişiklik göstermesi mümkündür.

Tablo 1.2: Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri*

Finansal Öncü Göstergeler	Makro Ekonomik Öncü Göstergeler
Hisse Senetleri Fiyatları Artış Oranı	Enflasyon
M2/Uluslararası Rezervler	Kamu Açıkları/GSMH
M2/GSMH	Reel GSMH
Para Çarpanındaki Değişmeler	Bütçe Açığı/GSMH
Reel Döviz Kuru	Kamu Sektörüne Açılan Krediler/GSMH
Ülkenin Kredi Notu Seyri	Yatırım/GSMH
Uluslararası Rezervler/İthalat	Yurtiçi Yurtdışı Faiz Oranı Farklılığı
Ödemeler Bilançosu Öncü Göstergeleri	İç Kredi Hacmi/GSMH
Kısa Dönem Sermaye Girişi/GSMH	Özel Sektöre Açılan Kredi Top./GSMH
Cari İşlemler Açığı/GSMH	Mikro Ekonomik Öncü Göstergeler
Cari İşlemler Açığı/Yatırım	Tahsil Edilemeyen Borçlar/Toplam Borç
Dış Ticaret Dengesi	Bankalara Olan Toplam Borç/Aktifler Top.
Kısa Vadeli Dış Borç/Toplam Dış Borç	Banka Mevduatları/Toplam Krediler
Kısa Vadeli Dış Borç/Uluslararası Rezerv	Banka Sermayesi/Aktifler
Toplam Dış Borç/İhracat	Faiz Gelirleri/Aktifler
Faiz Ödemeleri/İhracat	Banka Karları/Aktifler Toplamı

* Özer, s.51.'den derlenmiştir.

⁸⁵ Özer, s.46.

1.2.6.4. Finansal Kriz Türleri

Ekonomiler dönem dönem finansal krizler ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Ancak yukarıda açıklanmaya çalışılan nedenlerden dolayı 1990'lı yıllar ve sonrasında yaşanan finansal krizlerin farklı özellikler taşıması ve 1990'lar ve sonrası finansal krizlerin sayısındaki artış, ekonomistlerin ilgi alanının da finansal piyasalara kaymasına neden olmuştur. Hemen hemen tüm 1990'lı yıllardan önce kurulan ekonomik modeller de finansal sistem göz ardı edilmiş, finansal piyasaların önemsiz olduğu ve bir sorun çıkmadıkça da ekonominin işleyişine göre hareket edeceği düşünülümüştür⁸⁶. Ancak yaşanan krizlerin hem ulusal hem de uluslararası meydana getirdiği etkiler, yaşanan çıktı kayıpları, finansal sistemin önemini ve göz ardı edilmemesi gerektiğini göstermiştir. Özellikle yaşanan krizlerin bulaşıcılık etkisiyle yayılması ve uluslararası finansal kuruluşların maliyetleri ortadan kaldırmaya yönelik çabaları da konunun önemli hale geldiğini göstermektedir. Bu altbölümde finansal istikrarsızlıklar ve oynaklıklardaki artış sonucu ortaya çıkma ihtimali yüksek olan finansal krizlerin türleri hakkında genel bilgiler verilmeye çalışılacaktır.

1.2.6.4.1. Para Krizi

Para krizleri genellikle sabit, yarı sabit döviz kuru sistemleri veya para kurulu uygulayan ülkelerde hızlı bir şekilde kısa vadeli yabancı sermaye çıkışı ile birlikte görülmektedir⁸⁷. En basit anlamıyla para krizi ülke parasının aşırı şekilde değer yitirmesidir. Ancak bunun yanında uluslararası rezervlerinde aşırı azalma ve faiz oranlarındaki ani artışlar da durumun para krizi olup olmadığının tespitinde önemlidir. Bu tür krizlerde spekülasyon saldırıları sonucunda ilgili ülke parası devalüe edilmek zorunda kalınmakta ya da kur aşırı değer kaybetmekte, ülke Merkez Bankası kurdaki oynaklığı ortadan kaldırmak için rezervlerini çok yoğun şekilde kullanmakta ve faiz oranlarını hızla yükseltmektedir⁸⁸.

Para krizleri, spekülasyon saldırılardan, piyasa katılımcıların beklentilerindeki değişimlerden ve ulular arası piyasalardaki dalgalanmaların etkisinden ziyade, ekonominin reel kesiminden kaynaklanan riskler sonucu ulusal paranın devalüasyonu yada aşırı değer kaybı sürecinde de yaşanabilir. Merkez Bankasının böyle bir durumda kuru istikrara kavuşturamaması ve gerekli likiditeyi sağlayamamasıyla birlikte para krizi meydana gelebilir.

1.2.6.4.2. Bankacılık Krizi

Bankaların varlık yükümlülük dengesini kuramayıp yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanması ile birlikte borç erteleme, banka başarısızlığı veya iflası şekline başlayan krizlerdir. Durumun kriz haline gelmesi için, mevduat sahiplerinin panik yaşayarak bankalara yönelmesi, devletin bankalara el koyması ya da kamulaştırması ile birlikte olması gerekmektedir. Bu tür bir krizin meydana gelmesiyle birlikte tüm *finansal sistem risk altına girebileceğinden durum bir finansal istikrarsızlık sorunu yaratacaktır*. Meydana gelen finansal krizler arasında en net olarak ayrımı yapılan kriz de Bankacılık krizidir⁸⁹. Bunun nedeni ise, bankacılık krizinin meydana geldiği kesimin ve meydana geliş şeklinin belirgin olmasıdır.

Bankacılık krizlerin meydana gelmesine neden olabilecek makro ekonomik faktörler arasında düşük büyüme ya da resesyon bulunmaktadır. Bunun dışında faizlerdeki hızlı artış, özellikle gelişmekte olan ülkelere özgü olarak sıcak para çıkışlarında ani artışlar ve enflasyonda yaşanan hızlı yükselişler gösterilebilir⁹⁰. Bunların dışında bankaların verdiği kredi hacminde aşırı bir artış yaşanması, likiditede yaşanan sıkışıklıklar, varlık-yükümlülük

⁸⁶ Gerard Caprio, "Banking Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises", The World Bank, Policy Research Working Paper, No:1979, 1998. s.1.

⁸⁷ Caprio, s.6.

⁸⁸ Özer, s.32.

⁸⁹ Yay, s.5.

⁹⁰ Herrero ve Rio, s.11.

dengeinin sağlanamaması diğer nedenler arasında gösterilmektedir. 2008 Global Finansal Kriz sürecini de bu kapsamda değerlendirmek gerekmektedir. Özellikle ABD ve AB ekonomilerinde pek çok bankanın iflasının veya devlet tarafından desteklenmesinin altında bu durum yatmaktadır.

Tablo 1.3: Literatürde Yer Alan Bankacılık Krizlerine Neden Olabilecek Faktörler*

Makro Ekonomik Büyüklük
Reel GSYİH Büyüme Hızındaki Düşüş
Uluslararası Faiz Oranlarındaki Artış
Yurtiçi Faiz Oranlarındaki Artış
Ülkeden Büyük Sermaye Çıkışları
Enflasyon
Sabit Döviz Kuru Rejimi
Ulusal Paranın Değer Kaybı
Kamu Açığı/GSYİH
Finansal Değişkenler
M2/Döviz rezervleri
kredi hacmi büyümesi/GSYİH
bankalara ait likit varlıklar/banka varlıkları
özel sektör kredileri/GSYİH
Özel Sektöre Verilen Kredilerde Büyük Artışlar
Bankacılık Kesimi Likiditesinde Yaşanan Düşüşler
Bankacılık Faaliyetlerinde Varlık – Yükümlülük Dengesinin Sağlanamaması
Kurumsal Düzenlemeler
Bankacılık Kanunlarının Sistemin Etkinliğini Sağlayamaması
Mevduat Sigortası Uygulamasının Amacına Ulaşamaması
Finansal Serbestleşme

Herrero ve Rio, s.13. - Caprio, s.5.'ten derlenmiştir.

Finansal sistem içinde önemli bir rol üstlenen bankalar pek çok açıdan risk altında bulunmakta ve bankacılık sektörüne ait oluşan krizlere ait pek çok neden bulunmaktadır. Tablo 1.3'te literatürde kabul görmüş bankacılık krizlerinin göstergeleri verilmeye çalışılmıştır. Bankacılık krizi ortamında tüm bu göstergelerde bozulma olabileceği gibi sadece bazılarında önemli değişiklikler de olabilmektedir.

1.2.6.4.3. Dış Borç Krizi

Bu tür bir krizin başlangıcı genellikle, ülkenin ister özel kesim olsun ister kamu kesimi dış borçlarını ödeyemez duruma gelmesi ile olmaktadır. Ülke ekonomisinin bu duruma düşmesi kredi riskini attırarak faizlerin çok hızlı yükselmesine, kredi piyasasının çökmesine, varlık fiyatlarına ani aşağı yönlü kırılmalara neden olmaktadır. Süreç içinde ise önemli çıktı kayıplarının oluşması muhtemeldir.

1.2.6.4.4. Sistemik Kriz

Sistemik (Sistemik) kriz finansal sistemde ödeme sistemini bozan, kaynak tahsisini engelleyen ya da kesintiye uğratan büyük bir şoktur⁹¹. Yaşanan böyle bir şok reel ekonomide yıkıcı sonuçlar da yaratmakta ve büyük çıktı kayıplarına neden olabilmektedir. Sistemik krize neden olan faktörlerin temelinde likidite sorunlarının yatmasıyla birlikte, ülke borcundaki hızlı artışlar, mevduat sigorta sisteminin yaratacağı ahlaki risk, Merkez Bankalarının likidite sağlamadaki zayıflıkları, öngörülemez şoklar vb. neden olabilir⁹². Ayrıca bu tür bir kriz para

⁹¹ Özer, s.34.

⁹² A.g.e., s.34.

ve bankacılık krizini içinde barındıran bir süreç olarak da ortaya çıkabilir. Ancak boyutları ve etkileri büyük olan bu tür bir krizin ayrıştırılarak analizi zor olmaktadır.

Meydana gelecek bir krizin sistemik kriz olarak nitelendirilmesi için, finansal piyasalardan kaynaklanan bir likidite sıkıntısının meydana gelmesi ve ödeme sisteminin sekteye uğraması gerekmektedir. Aynı zamanda krizin bulaşıcılık etkisiyle birlikte görülmesi gerekmekte yani finans sistemi içindeki bir piyasa veya kurumda meydana gelen riskin büyüyerek diğer piyasa ve kurumları da etkilemesi gerekmektedir. Ayrıca yaşanan sürecin bir kriz haline gelmesi için piyasa oyuncularının sisteme olan güveninin ortadan kalkması da önemli bir etkidir. Böyle bir durum piyasadaki likidite sıkıntısını daha da arttıracaktır. Yukarıda da belirtildiği gibi yaşanacak kriz reel ekonomik etkiler de yaratmalıdır. Durumun sistemik risk olarak nitelendirilmesi için son olarak ise *kamunun böyle bir sürece yoğun müdahalesinin görülmesi gerekmektedir*. Sayılan özellikler düşünüldüğünde, Türkiye ekonomisinde Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile özellikle 2008 Global Finansal Krizi bu kapsamda değerlendirmek mümkündür.

İkinci Bölüm

2. PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRAR İLİŞKİSİ

Finansal istikrarın ekonomiler için gerekli ve yararlı bir koşul olduğuna dair herhangi bir şüphe bulunmamaktadır. Finansal istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü bir ekonomide, piyasa katılımcıları olan tasarruf sahibi ve yatırımcılarının faaliyetlerini yürütmeye bir isteksizlik olmayacaktır. Aynı şekilde istikrarlı bir finansal sistemde, finansal kurumların kaynakları etkin dağıtma ve finansal etkinliği sağlama şansları artacaktır. Aynı zamanda finansal istikrarın sağlandığı bir ekonomik yapılanmada makro ekonomik politikaların yürütülmesinde de etkinliğin sağlanma şansı yüksek olacaktır⁹³. Finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte ise, genel bir bakış açısıyla, reel gelirden hızlı düşüşler, finansal varlık ve değişkenlerin değerinde aşırı oynaklıklar ve ani düşüşler, sonuç olarak ise bankacılık ve para krizi olma ihtimali bulunmaktadır.

Finansal istikrarı bir kamu malı olarak düşünmek mümkündür. Bu kamu malının tüketimine katılanların elde ettikleri fayda diğer tüketicilerin tüketimlerini olumsuz etkilememektedir. Kamusal alan bu kamu malını yeterli miktarda tüketicilere sunmak zorundadır. İlgili kurum veya kurumlar istikrarı sağlamaya yönelik olarak finansal sistem ve piyasalara kendi görev tanımları dahilinde politika geliştirmekte, müdahale etmekte ve düzenlemeler getirmektedir. Finansal piyasalara bakıldığında ise, her zaman istikrarsızlık yaratma eğiliminde oldukları ve piyasa başarısızlıkları sonucu krize girme eğilimi taşıdıkları söylenebilir. Bu nedenle kamusal alan her zaman finansal sistemin ve piyasaların istikrarına yönelik sorumluluk taşımaktadır.

Teorik ve uygulamalı çalışmalarda finansal istikrarın sağlanması için kamusal bir müdahale ve politikanın gerekliliği konusunda güçlü kanıtlar bulunmaktadır. Müdahale gerekliliğinin altında, özellikle bankacılık kesiminin kendi içinde istikrarsızlık yaratma eğiliminde olması, bankaların ödemeler sistemi ve interbank piyasası aracılığıyla birbirine bağlı olmaları nedeniyle, istikrarsızlığın hızlı bir şekilde bulaşma etkisiyle yayılması yatmaktadır. Finansal istikrarı sağlayacak ve sürdürecektir kurum olarak Merkez Bankalarına kamusal bir görev yüklenmesinin altında yatan neden ise, sistem içinde kullanılan para biriminin üzerinde en büyük kontrol gücü olan kurumlar olmaları ve fiyat istikrarının Merkez Bankaları için ana hedef olmasıdır. Merkez Bankaları finansal istikrar adına gerekli gördüğü anlarda, likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak başta olmak üzere, altyapıya yönelik düzenlemeler ile yasal düzenlemeler, finansal istikrarı sürdürmeye yönelik politikalar yürütmektedirler⁹⁴. Finansal sistemin işleyişine dair etkin gözetim ve denetim fonksiyonu ise ilgili ekonominin özelliğine bağlı olarak, bağımsız başka bir kuruma devredilebilmekte ve Merkez Bankası ile eşgüdümlü olarak yürütülebilmektedir. *Bu açıdan, finansal istikrarın sağlanması bakımından Merkez Bankasının, etkin denetim ve gözetim yapan kurumun, rekabete yönelik düzenlemeler yapan kurumun ve ilgili bakanlığın ortak bir sorumluluğu bulunduğunu söylemek mümkündür*⁹⁵.

Bu genel açıklamalardan sonra çalışmanın bu bölümünde, finansal istikrarın sağlanmasında kamusal müdahalenin neden gerekli olduğuna ve bu yönde atılacak adımlar hakkında açıklamaların ışığında, finansal istikrarın sağlanmasında Merkez Bankasına ve dolayısıyla para politikasına düşen rol üzerinde durulmaya çalışılacaktır. Bu açıdan para politikası – finansal istikrar ilişkisi, para politikasının finansal istikrarı sağlama sorumluluğu,

⁹³ Crockett, “Why is Financial Stability a Goal of Public Policy”, s.9.

⁹⁴ Jeffrey Miron, “Financial Panics, The Seasonality of The Nominal Interest Rate, and The Foundign of The Fed”, American Economic Review, Vol. 76, No.1, ss. 125-40.

⁹⁵ Lucas Papademos, “Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy”, Vice President of The ECB at The Third Conference of The Monetary Stability Foundation on “Challenges to The Financial System – Ageing and Low Growth”, Frankfurt, 7 Haziran 2006. s.3.

istikrarlı bir finansal sistem için para politikasının yetkin olup olmadığı ve *fiyat istikrarı* ile finansal istikrar arasındaki ilişki bağlamında, konu netleştirilmeye çalışılacaktır.

2.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Kamusal Müdahale Gerekliliği

Finansal sistemi finansal kurumlar ve piyasalar şeklinde iki kısımdan düşünmek ve finansal istikrarsızlık unsurlarının neden kamusal müdahale gerektirdiğine yönelik genel olarak şu açıklamaları yapmak mümkündür;

Finansal kurumlardan kaynaklanan önemli bazı istikrarsızlık unsurları bulunmaktadır⁹⁶. Bunlar; Mevduat sahipleri ve kredi alan finansal piyasa katılımcılarının finansal kuruluşların iflasından kaynaklanacak dalgalanmalardan olumsuz etkilenme ihtimali, oluşan zarar ve risklerin bulaşıcılık etkisi ile diğer finansal piyasa katılımcılarına da sıçraması, mevduat sahipleri veya problemlili kurumların kurtarılmasına yönelik olarak uygulanacak programların maliyetinin finansal sistemi güçlendirmeye yönelik maliyetlerden çok yüksek olması, finansal sektörden kaynaklanan sorunların makro ekonomik sonuçlarının çok ağır olması ve son olarak ise, finansal araçların istikrarsızlık unsurları yüzünden etkin olarak çalışmaması ile birlikte tasarruf miktarı ve kredi hacminin çok düşük ve yatırımların yetersiz düzeyde kalması durumlarıdır.

Finansal piyasalardan kaynaklanan istikrarsızlıkların kamusal müdahale gerektirdiğine yönelik olarak yapılacak açıklamalardan önce şunu belirtmek gerekmektedir. Finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte kamusal müdahale gerekliği konusunda literatürde genel kabul görmüş bir durum olmasının yanında finansal piyasaların doğasında olan oynaklıklara müdahale edilmemesi de gerekmektedir. Doğası gereği istikrarsızlığa girme -bulaşıcılık ile istikrarsızlığı yayma (*instability bias*) ve tüm ekonomiyi etkileme (spillover) eğilimde olan finansal piyasalarda kısa dönemli dalgalanmalar ve oynaklıklar olması muhtemeldir. Bu tür dalgalanmalar ve oynaklıklarda kamusal müdahaleler ile etkinliği sağlamak mümkün olmamaktadır *Böyle durumlarda denge fiyatlarının oluşması ve etkinliğin sağlanmasında piyasa sistemi daha etkin olmaktadır.*

Bu açıklamaların ışığında *finansal piyasalardan kaynaklanan* istikrarsızlık unsurlarını ise şu şekilde açıklamak mümkündür⁹⁷; İlgili finansal varlık fiyatında meydana gelen oynaklığın ilgili finansal piyasayı risk altına sokması ve oynaklığın bulaşıcılık etkisi ile diğer finansal piyasaları etkilemesi durumunda, finansal sistem istikrarsızlığa girme eğiliminde olacaktır. Bu durum kamusal müdahalenin gerekliğine işaret etmektedir. İstikrarsızlık yaratacak şekilde ortaya çıkan finansal varlık fiyatlarındaki oynaklıkların kamusal müdahale gerektirmesinin nedenleri arasında; Böyle durumlarda, kamu otoritelerinin makro ekonomik politika oluşturmakta ve izlemekte sorunlar yaşaması, para politikasının geleneksel olarak reel ekonomiyi etkileme sürecinde (faiz ve döviz kuru politikaları) beklenmeyen değişikliklerin meydana gelmesi ve piyasa katılımcılarının piyasalara - izlenen politikalara güveninin olumsuz etkilenmesi sayılabilir.

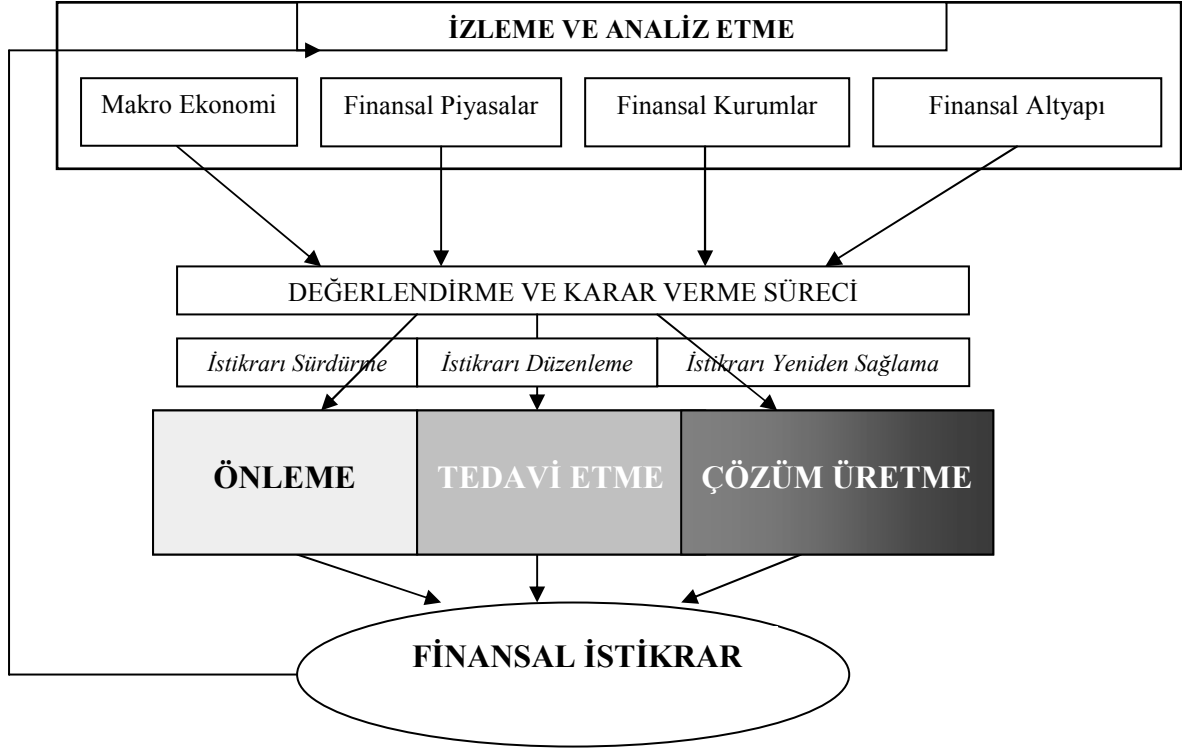
Bunun dışında, finansal varlık fiyatlarındaki oynaklıkların bulaşıcılık etkisi ile tetikleyeceği, *kurumlardan* kaynaklanan ve kamusal müdahale gerektiren riskler arasında; İlgili kurumların belli başlı finansal varlıklarda büyük pozisyon açmış olması, döviz pozisyonlarında varlık-yükümlülük dengesini sağlayamamaları ve açık pozisyonda kalmaları, faize bağlı varlıklarda vade uyumsuzluğu içinde olmaları gibi durumlar sayılabilir. Finansal varlık fiyatlarındaki oynaklıkların direkt olarak makro ekonomik riskler yaratması ve bu oynaklıklara kamusal müdahale gerekliği durumuna örnek olarak ise; Döviz kurlarında büyük oynaklıkların meydana geldiği ülkelerde yüksek faiz politikası ile kurlardaki oynaklığın önüne geçilmeye çalışılması ve sonuç olarak reel ekonominin yüksek faizden olumsuz etkilenmesi gösterilebilir.

⁹⁶ Crockett, “Why is Financial Stability a Goal of Public Policy”, s.9.

⁹⁷ A.g.e., s.15.

Aşağıda verilen Şekil 2.1 ise genel olarak finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak kamusal alanda izlenen süreci ve yolu göstermesi açısından yararlı olacaktır;

Şekil 2.1: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Açısından İzlenen Süreç*



*Aerd, Kakes ve Schinasi, s17.

Şekil 2.1’de, kamusal alanda faaliyet gösteren kurumların finansal istikrarı sağlamasına yönelik yürütmekte olduğu faaliyetler dizini gösterilmeye çalışılmıştır. Sürece bakıldığında ilk olarak yapılması gereken durum, makro ekonomik ve finansal durumun etkin şekilde izlenmesi, meydana çıkan risk ve oynaklıkların iyi analiz edilmesidir. Bunun devamında, bulgular ışığında finansal istikrarın o anki durumu hakkında değerlendirilme yapılması ve eylem olarak nasıl bir yol izlenmesi gerektiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu noktadan sonra yapılan analiz ışığında meydana gelen riskleri “önleme” ye yönelik politikaların kullanılması, süreç eğer istikrarsızlık unsuru şeklinde sisteme yayılmaya başladı ise durumu “tedavi etme” ye yönelik politikaların kullanılması gerekmektedir. Risk unsurlarının bir kriz şeklinde kendini göstermesi durumunda ise, finansal istikrarın yeniden sağlanmasına yönelik politikaların yürütülmesi gerekmektedir. *Politika aşamalarının git gide koyu renk ile gösterilme nedeni, finansal istikrarın ortadan kalkma ihtimalinin artması ile birlikte izlenecek politikalar konusunda belirsizliğin artması ve sürecin git gide zorlaştığını ortaya koymaktır.*

2.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Kamusal Politika Türleri

Finansal istikrarsızlığın yarattığı riskler ve sonuçları dolayısıyla kamusal müdahale gerekliliğine yönelik olarak yukarıda yapılan açıklamaların ardından bu alt bölümde ise finansal istikrarsızlığın meydana getirdiği dışsallıkların ve yayılma mekanizmalarının önüne geçilmesine yönelik olarak kamusal alan tarafından yapılabilecek düzenlemelere değinilecektir. Ele alınacak müdahale türleri finansal piyasalarda kamusal alan hakkında genel bir çerçeve çizmek adına anlamlıdır. Ayrıca bu alt bölüm, Merkez Bankalarının uygulama türleri ve çeşitliğini sınıflamak adına yararlı olabilecektir. Bu bağlamda ele alınacak

uygulamalar finansal kurumlara yönelik ve önemli finansal varlık fiyatlarında istikrarsızlık yaratabilecek oynaklıkların ortadan kaldırılmasına yönelik olarak gruplandırılmaktadır.

Kamusal politika ve müdahale türlerinden ilki, *piyasa güçlerine tam olarak güven duyulup duyulmaması* ile ilgilidir⁹⁸. Finansal istikrarın sağlanabilmesi için sürecin tamamen piyasa güçlerine bırakıldığı bir ülke örneği bulunmamaktadır. Buna gerekçe olarak ise piyasa güçlerinin etkinliği ve istikrarı sağlamada yeterli bir fonksiyon üstlenememesidir. Özellikle istikrarsızlığın bulaşıcılık etkisi ile yayılma eğiliminde olması ve piyasa katılımcılarının risk unsurlarının arttığı dönemlerde kendi çıkarlarını maksimize etmeye daha istekli olması, süreci daha zor hale getirmektedir. Ancak bir an istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına piyasa güçlerine güvenildiği düşünüldüğünde, olması gereken durum, tüm piyasa katılımcılarının kendi başlarına olduklarını bilmesi ve rasyonel davranmalarıdır!. Bu durumda katılımcılar giriştikleri işlemlerde daha tedbirli davranacak, finansal kurumların yürüttükleri faaliyetlerde sağlamlığa ve etkinliğe daha fazla önem vermesi mümkün olacak ve kurumların finansal anlamda başarısız olma ihtimali azalacaktır. Sonuçta da bulaşıcılık etkisi ile sistemik risk mümkün olmayacak, kamusal sorumluluk olmadığından ahlaki risk gerçekleşmeyecektir. Fakat yaşanan süreç ve krizler durumun tam da böyle olmadığını göstermiştir. Sistem dışından meydana gelen bir ekonomik şok, doğal afet, savaşlar, politik bazı risklerin oluşması gibi durumlar ile birlikte piyasa güçlerine güvenilmesi, sistemin istikrar unsuru taşıyamayacağını göstermiştir. Bu nedenle belli bir noktada kamusal müdahale gerekli görülmektedir. Ancak daha önce de belirtildiği gibi her tür oynaklığın istikrarsızlık unsuru olarak görülmemesi, bazı durumların finansal piyasaların normal işleyişi içinde değerlendirilmesi de gerekmektedir. Müdahalenin boyutu, zamanı ve süresi bu noktada önemlidir.

Kamusal müdahale kapsamında değerlendirilecek ikinci durum finansal katılımcılara faaliyetlerini sürdürme adına bazı *güvencelerin (safety net) sağlanmasıdır*⁹⁹. Bu kapsamda değerlendirilecek iki temel uygulama bulunmaktadır. Bunlar mevduat sigortası uygulaması ve Merkez Bankalarının son kredi mercii olarak finansal piyasalarda rol üstlenmesidir. Özellikle mevduat sigortası uygulaması ahlaki tehlike yaratmakta, varlıklarının güvence altında olduğunu bilen piyasa katılımcıları ilgili kurumları izlemekten ve denetlemekten vazgeçmektedirler. Sonuç olarak ise ilgili kurumlar faaliyetlerinde riski yüksek işlemlere yönelebilmekte ve sermaye yeterliliği, varlık-yükümlülük dengesi gibi durumları göz ardı edebilmektedir¹⁰⁰. Bu durumda yapılacak şey mevduat sigortası uygulamasına kısıtlar getirmektir. Bu kapsamda belli kuruluşlara yönelik, risk hesabına dayalı ve belli bir oranda sigorta uygulaması yapılabilir. Ancak sigorta kapsamı dışı kuruluşlardaki mevduat sahiplerinin dışlanması durumu, risk hesaplamalarında belirsizlik olması ve ilgili mevduat sigorta oranının ne olması gerektiğine yönelik problemler de bulunmaktadır. Mevduat sigortası uygulaması, kapsamı ve uygulamanın tek başına yeterli olup olmadığına dair ayrıntılı açıklamalar ilerleyen alt bölümlerde yapılacaktır.

Güvence kapsamındaki uygulamalardan diğeri ise Merkez Bankalarının son kredi mercii olarak faaliyet göstermesidir. Risklerin ve başarısızlıkların arttığı dönemlerde Merkez Bankalarının finansal kurumlardaki likiditesi düşük bazı varlıkları satın alması ve doğrudan kredi imkanı sağlaması ile piyasadaki likidite sıkışıklığını önlemesi, sistemin işlemesi ve piyasa katılımcılarının faaliyetlerine devam etmesi açısından önemli bir sigorta görevi görmektedir. Ancak bu noktada ilgili kurumların likiditesinin düşük olup olmadığı ve borç ödeme yeterliliği olup olmadığı ayrımının da yapılması gerekmektedir. Bu ayrım ve son kredi mercii olarak faaliyet göstermenin tek başına finansal istikrarı açısından yeterli olup olmadığına yönelik ayrıntılı açıklamalar alt bölümlerde yapılacaktır. Ek olarak şunu da

⁹⁸ A.g.e., s.17.

⁹⁹ A.g.e., s.17.

¹⁰⁰ Frederic Mishkin, “**Financial Stability and Globalization: Getting It Right**”, Central Banks in The 21st. Century, International Conference, Banco de Espana, 8-9 Haziran 2006, s.223.

söylemek gerekmektedir. Merkez Bankaları finansal sistem içinde hacim olarak büyük ve sistemin işleyişi açısından önemli rolü olan kurumların, likidite açısından riskten kurtarılmalarına daha acil çözüm üretme eğilimindedir. Fakat, Merkez Bankalarının son kredi mercii olmasının finansal istikrar açısından gerekli, ancak kurumların başarısızlık ile karşılaşmalarını için yeterli bir koşul olmadığını da göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Kamusal müdahaleler kapsamında olan son uygulama türü ise çeşitli *düzenlemelerdir*¹⁰¹. Mevduat sigortası, son kredi mercii ve bu paraleldeki uygulamalar, özelde uygulandığı alanda ilk etkisini göstermekte ve ahlaki risk gibi piyasa başarısızlıklarına neden olmaktadır. Ancak *düzenlemelerin* etkisi tüm sisteme olmakta ve ahlaki risk unsuru taşımamaktadır. Düzenlemeler arasında gösterilecek ilk uygulama finansal kurumların sahip oldukları *imtiyazlı değerlerin (franchise values) korunması* ile ilgilidir. Pek çok ülke kurumların finansal sisteme dahil olması ve faaliyetlerini yürütme aşamasında bazı kısıtlamalar getirmekteydi. Bu da ilgili piyasalardaki kurumların pek çok açıdan rekabet ile karşı karşıya gelmemesini sağlamakta ve bu kurumları çeşitli avantajlar elde etmesini sağlamaktaydı. Bununla birlikte ilgili kurumların arkasında önemli bazı ekonomik birimlerin olması, ilgili kurumların yaşadıkları başarısızlıklardan kolayca kurtulmasını sağlamaktaydı¹⁰². Ancak özellikle 1970'li yıllardan itibaren liberalleşme ve finansal alanda yaşanan kamusal kısıtlamaların azalması ile birlikte ilgili finansal kurumlar büyük rekabet ile karşı karşıya kalmışlar, karlılık ve imtiyaz değerlerinde azalmalar meydana gelmiştir. Sonuç, ilgili kurumların dış şoklara karşı aşırı kırılğan haline gelmesi ve sistemi istikrarsızlığa sürükleyebilmesi şeklinde olmuştur. Yani kamunun sisteme istikrar kazandırmaya yönelik olarak oluşturduğu kısıtlamalar ve engeller tarihsel süreç içinde başarıya ulaşmamıştır. Bu sonucun ortadan kaldırılmasına yönelik olarak artık piyasa bazlı kamusal düzenlemeler (deregulation) gerekmektedir.

Diğer bir *düzenleme türü* ise *risk bazlı kapital yeterliliği (risk-based capital adequacy)* ile ilgilidir. Bu bağlamda finansal kurumların taşıdıkları varlıklar etkin denetim ve gözetim yapan kurum tarafından risk derecelerine göre sınıflandırılmalı ve bunlara karşılık sermaye gerekliliği ortaya koyulmalıdır. Risk bazlı sermaye yeterliliği düzenlemesinin sağladığı avantajlar arasında şunları saymak mümkündür; Finansal kurumların faaliyetlerine sınırlamaya oranla daha piyasa tabanlı işlemesi ve bu açıdan daha etkin olması, finansal kurumların ve dolayısıyla bankaların risk düzeylerine göre sermaye hacimlerini genişletmesi, risklerin arttığı dönemlerde sistemin güçlü durmasını kolaylaştırması, Merkez Bankaları açısından son kredi mercii olma fonksiyonunun getireceği yükü ve riski azaltması¹⁰³.

Risk bazlı kapital yeterliliği düzenlemesini destekleyecek diğer bir uygulama ise *piyasa güçlerini destekleyecek düzenlemeler* yapmaktır¹⁰⁴. Tam olarak piyasa güçlerine bırakılmış ya da istikrarsızlık unsuru olarak görülen tüm risklere yönelik politika geliştiren bir kamu düzenlemesinin finansal istikrarın sağlanması adına sınırlı bir yaklaşım getirdiği gerçeği altında, bu iki yaklaşımı bir arada tutan bu düzenleme iyi bir alternatiftir¹⁰⁵. Bu yaklaşıma göre finansal katılımcıların varlık ve yükümlülük dengesini sağlayacak, faaliyetlerini etkin bir şekilde yönetmelerini kolaylaştıracak teşvik ve düzenlemeler yapmak finansal istikrarın oluşturulması ve sürdürülmesi adına piyasa tabanlı bir uygulama olmaktadır. Bu kapsamda değerlendirilecek bir düzenleme ise *finansal kurumların risk aşımalarını izlemektir*. Bu uygulama risk bazlı sermaye yeterliliği ile birlikte düşünüldüğünde, faaliyetlerin gerçekleştirildiği dönemlerde risk aşımalarının belirlenmesi ve anında etkin denetim ve gözetim yapan kurum tarafından müdahale edilmesi açısından anlamlıdır. Bu

¹⁰¹ Crockett, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", s.18.

¹⁰² Mishkin, "Financial Stability and Globalization: Getting It Right", s.224.

¹⁰³ A.g.e., s.225.

¹⁰⁴ Crockett, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", s.19.

¹⁰⁵ Alan Greenspan, "Remarks to 32nd Annual Conference on Bank Structure and Competition", Federal Reserve Bank of Chicago, Mayıs, No:58, 1996. s.5.

şekilde, oluşan risklere karşı anında gerekli tedbirler alınacak ve sistemin bir bütün olarak bu riskten etkilenmesinin önüne geçilebilecektir.

Çalışmanın özellikle bundan sonraki alt bölümleri açısından şunu da akılda tutmak yararlı olacaktır. Teorik ve uygulamalı çalışmalar finansal sistem, finansal kurumlar ve finansal varlıkların istikrarına ilişkin olarak çok çeşitli ve tartışmalı çözümler ortaya atmaktadır. Bu duruma finansal piyasaların ve istikrar kavramının koşullara ve zamana göre çok hızlı bir şekilde değişim göstermeleri ve dinamik yapıya sahip olmaları neden olmaktadır. Bu duruma örnek olarak, finansal varlık fiyatlarında meydana gelen köpükler gösterilebilir. Bunların açıklanması, önlenmesi ve ortadan kaldırılmasına yönelik olarak pek çok görüş bulunmaktadır. *Çalışmanın bundan sonraki alt bölümlerinde genel kabul görmüş politika, uygulama ve olası sonuçlara değinilmeye çalışılacaktır. Ancak bu noktada finansal istikrarın sağlanması kadar sürdürülmesinin de önemli olduğu unutulmamalıdır. Çünkü finansal varlık fiyatlarında yukarı ve aşağı yönlü kırılmalar çok hızlı olmakta ancak belli bir trende oturmaları beklendiğinden uzun sürmektedir.*

2.3. Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesinde Merkez Bankasının Sorumluluğu

Para arzının altına bağlı olduğu, para politikasının düşük fiyat ve yüksek istihdamı hedef aldığı dönemlerde Merkez Bankalarının üzerinde finans piyasalarının gözetim ve denetim fonksiyonu (supervision) için zemin yoktu*. Aynı dönemde pek çok Merkez Bankasının bağımsızlığı bulunmamaktaydı ve politika araçları kamu otoritesi kontrolü altındaydı. Aynı dönemlerde finans piyasalarından kaynaklanan krizler, mevduat sigortası vb. uygulamalara bağlı ahlaki risk gibi sorunlar da bulunmamaktaydı¹⁰⁶.

Aşağı yukarı son 30 yıllık periyoda bakıldığında, ekonomilerin parasal istikrar konusunda belirli bir istikrar ve başarı sağladığı görülmektedir. Ancak aynı dönemde finansal istikrar anlaşılması ve sağlanması zor bir olgu olarak ortada kalmıştır. Özellikle 1980'lerden sonra finansal istikrarsızlık süreçlerindeki artış, ulusal ve uluslararası kurumların dikkatini finansal istikrar kavramı üzerinde çekmiştir¹⁰⁷. Bu noktada artık fiyat ve parasal istikrarın sağlanmasının finansal istikrar için gerekli ancak yeterli bir faktör olmadığı da fark edilmeye başlanmıştır. Son dönem ekonomik gelişmelere bakıldığında liberal bir ekonomik yapılanmanın ağırlık kazandığı görülmektedir. Devamında ise uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesi ve işbirliğinin artması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere doğru yüksek miktarda sermaye girişleri, genel olarak teknolojik alanda hızlı gelişmeler ve son olarak ise finansal sistemde yaşanan hızlı değişimlerin olduğu görülmektedir. Ancak teknolojik alanda hızlı gelişmelerin olması ve bu gelişmelere bağlı olarak özelde bankacılık sisteminin etkin çalışmaya başlaması, *Merkez Bankalarının finansal istikrarı gözetmesinden bağımsız olamamıştır*¹⁰⁸. Bu duruma neden olan faktör, para yaratma ve parasal aktarım sürecinde bankalar ve nispi olarak finansal kurumların da önemli ölçüde etkilerinin olmasıdır. Merkez Bankası bu noktada para biriminin hesap birimi ve değişim aracı olarak etkin kullanılmasını sağlama adına finansal istikrarı gözetmek durumunda kalmaktadır¹⁰⁹.

* Merkez Bankalarına gözetim ve denetim (Supervision) görevi, ilgili ülkenin kendi koşullarına göre direk olarak verilmekte ya da sistem içinde faaliyet gösterecek başka bir kuruma devredilmektedir. Ancak, Merkez Bankalarının direkt olarak böyle bir görevi olmadığı ülkelerde, Merkez Bankası dolaylı olarak diğer kurum ile eşgüdümlü olarak finansal istikrarı sağlayacak şekilde faaliyet göstermektedir.

¹⁰⁶ Tommaso Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, Second ECB Central Banking Conference, “The Transformation of The European Financial System”, 24-25 Ekim 2002. ss. 269-310.

¹⁰⁷ Borio, Borio, “Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?”, s.84.

¹⁰⁸ Mervyn King, “Challenges for Monetary Policy: New and Old”, New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu, Federal Reserve Bank of Kansas City, 27 Ağustos 1999. s. 5.

¹⁰⁹ Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, s.274.

Son dönem finansal gelişmelere bakıldığında ise, gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülkede finansal sistemde istikrarsızlıkların ve krizlerin yaşandığı görülmektedir. Finansal ve parasal rejimlerdeki değişim ekonomilerin işleyiş şekillerini değiştirmiştir. Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte kredi piyasalarında hızlı yükseliş ve düşüşler, özellikle finansal varlık fiyatlarında ani hareketlerle birlikte ekonomik dalgalanmalar artmaya başlamıştır¹¹⁰. Kredi ve varlık fiyatlarındaki ani hareketlerin olduğu dönemde Merkez Bankalarının fiyat istikrarına yönelik politika yürütmeye çalışmaları da güvenilirlik açısından sorun yaratmaya başlamıştır. Artık bu noktada finansal piyasalardan kaynaklanan kırılabilirlikler (fragility) ekonomik açıdan makro boyutlu bir sorun ve enflasyon açısından da göz önünde bulundurulması gereken önemli bir durum olarak ortaya çıkmıştır¹¹¹. Artık Merkez Bankalarının fiyat istikrarına yönelik olarak izledikleri para politikalarında esneklik! sağlamaları ve ortaya çıkacak dalgalanmaları önceleyen (procyclical) ve göz önünde bulunduran politikalar üretmeleri kaçınılmaz olmuştur¹¹². Bu noktada eklenmesi gereken özel bir durum bulunmaktadır; finansal piyasaların globalleşmesi, finansal liberalizasyon ve ekonomilerde yaşanan dönüşüm ile birlikte finansal sistemde oynaklıkların artması ve istikrarsızlık unsurlarının ortaya çıkmasıyla birlikte, sistemin daha etkin çalışmaya başladığı da bir gerçektir. Bu görüşe destek olarak, finansal değişkenlerin ekonomide meydana gelme ihtimali yüksek, gelişmeleri öncelemesi gösterilebilir¹¹³ (procyclicality)*. Bu durum ise Merkez Bankaları için iki sonuç üretmektedir; Bunlardan ilki finansal değişkenlerin ekonomideki değişimi öncelemesinin ekonomik değişkenlerde oynaklık yaratması ya da var olan oynaklığı arttırması ihtimalidir. İkincisi ise öncelemenin Merkez Bankasına makro ekonomik anlamda bazı sorunların ortaya çıkacağına dair önceden sinyal üretmesidir¹¹⁴. Finansal istikrar açısından ilgili bu iki durum, Merkez Bankalarının izlemekte olduğu para politikasının etkinliği açısından göz önünde bulundurulmalıdır. 2008 Global Finansal Krizi çıkmadan önce 2007 yılı içinde ipotekli konut kredileri piyasalarında kredi geri dönüşlerinde aksaklıkların ortaya çıkması bu duruma iyi bir örnektir.

Finansal piyasalarda yaşanan dönüşüm ve krizler ile birlikte ekonomi literatüründe *Bedavacılık* sorunu ve de *Asimetrik bilgiye* bağlı olarak ortaya çıkan, finansal piyasa başarısızlıkları olan *Tersine Seçim* ve *Ahlaki Risk* olguları, yaşanan istikrarsızlıkların ve krizlerin açıklanmasına yönelik olarak son dönemde yoğun olarak kullanılmaktadır.

Bedavacılık (free rider) sorunu, finansal piyasaların işleyişinde etkinliği bozan önemli bir sorundur. Kısaca bedavacılık sorunu, ekonomik birimlerin bilginin toplanması maliyetine katlanmadan; toplanan bilgilerin kullanımına katılması durumunda ortaya çıkar¹¹⁵. Bedavacılık ile bağlantılı olarak, diğer bir piyasa başarısızlığından, içerden bilgilenden (insider information) de bahsetmek gerekmektedir. Bedavacılık sorunu ile ilişkili olarak, bazı ekonomik birimler, piyasada meydana gelecek değişimler hakkında önceden haberdar olmakta ve buna göre pozisyonlarını ayarlamaktadırlar. Sonuç itibariyle, finansal sistemin etkinliğini bozan bu iki durumun, finansal oynaklık ve istikrarsızlık durumlarında da rol aldığını söylemek mümkündür.

Finansal sistemin etkinliğini bozan ve dolayısıyla finansal istikrarın oluşmasına engel teşkil eden tersine seçim ve ahlaki risk olgusunun temelinde ise *asimetrik bilgi kavramı*

¹¹⁰ Mishkin, “**Financial Stability and Globalization: Getting It Right**”, s.219.

¹¹¹ Borio, “**Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?**”, s.84.

¹¹² Claudio Borio, “**The Search for The Elusive Twin Goals of Monetary and Financial Stability**”, Conference on Central Banking and Financial System, National Bank of Poland, 7-8 Ekim 2004.

¹¹³ Borio, “**The Search for The Elusive Twin Goals of Monetary and Financial Stability**”, s.2.

* Finansal değişkenlerin ekonomik gelişmelerden önce hareket etmesi yani bunlardaki hareketi öncelemesi durumuna örnek olarak ekonomik genişlemenin daha tersine dönmeye başlamadan kredi genişlemesinin durması, büyüme rakamlarının yüksek seyrettiği dönemlerde risklerdeki artışın ilk olarak hisse senetleri piyasasında satılması gibi durumlar gösterilebilir.

¹¹⁴ Borio, “**Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?**”, s.85.

¹¹⁵ Özer, s.154.

yatmaktadır. Finansal sistemin etkin bir şekilde çalışmasını bozan asimetrik bilgi, sistem içinde faaliyette bulunan birimler arasında bir tarafın diğer tarafa oranla daha az bilgiye sahip olması durumudur¹¹⁶. Bu durum taraflardan birinin diğer tarafa oranla avantajlı olmasına ve dolayısıyla yapılacak olan faaliyetin risk ve getirisi açısından daha doğru bilgiye sahip olması anlamına gelmektedir. Asimetrik bilginin meydana getirdiği iki önemli sorun ise tersine seçim (adverse selection) ve ahlaki risk (moral hazard)'tir.

Tersine seçim sorununa göre, girişilecek olan finansal işlemlerde taraflardan birinin, sözleşmenin tüm koşullarını yerine getirmeyeceğini bilmesine bağlı olarak, sözleşmenin tüm koşullarını kabul etmekte istekli olması ve tüm riskleri üstlenmesidir. Bu durumda, gerçekte bu finansal işlemi yapacak olan birim piyasadan dışlanmış olacaktır. Örnek olarak, kredi alacak kişinin, krediyi ödemeyeceği için kredi alma konusunda daha istekli olması ve yüksek faize razı gelmesi gösterilebilir. Sonuçta borç veren birim, piyasada güvenilir olan kişileri eleyecek ya da bu kişilere kredi verme konusunda isteksiz olabilecektir¹¹⁷. Bu da piyasanın etkinliğini ve işleyişini bozan bir durum meydana getirecektir. Özellikle likiditede yaşanan sıkıntıyla krediyi geri çağırılmaların arttığı dönemlerde, bu durum finansal istikrar açısından riski daha da artacaktır.

Ahlaki risk sorunu ise, finansal işlemin başlamasıyla birlikte ortaya çıkmaktadır. Finansal faaliyette bulunan ve fon veren ile fon kullanan arasındaki işlemde ortaya çıkan ahlaki risk olgusuna göre; fon kullanan birim, fonu, geri ödemeyeceği ya da sözleşmenin şartlarını yerine getirmede sorun çıkaracağı için, kendisi için getirisi maksimum, kendisi için riski en düşük alanlara yönlendirecektir. Fon kullananın bu şekilde hareket etmesi, eğer faaliyet başarılı olmazsa, bütün riskleri fon verene yüklemektedir. Diğer bir açıdan ahlaki risk olgusu, kredi işleminde borçlunun, başarılı olması durumunda, maksimum getiri sağlayacağı, başarısız olması durumunda ise tüm riskleri kredi verenin üstleneceği şekilde hareket etmesi durumunda ortaya çıkmaktadır¹¹⁸. Fon işlemlerinde ahlaki riske bağlı olarak bu tür bir durumun yaşanması işlemlerin sekteye uğramasına ve finansal piyasaların etkinliğinin azalmasına neden olabilmektedir. Kredi hacmi ve piyasası açısından düşünülürse bu durum, yatırım hacminin olması gereken seviyenin altında kalması ile sonuçlanmasına neden olabilmektedir¹¹⁹.

İlgili finansal sistemde piyasa başarısızlıklarının ve özellikle asimetrik bilgiye bağlı olarak ahlaki riskin geniş bir şekilde yaşanması ve anlamlı bir hal alması ile birlikte, finansal sistemde panik, banka iflasları, varlık fiyatlarında köpük oluşumu (bubble), varlık-yükümlülük dengesinin bozulması ve yetersiz risk yönetimi gibi unsurların ortaya çıkması ile finansal istikrarsızlık yaşanmaktadır¹²⁰. Özellikle bu dönemlerde, bankaların riskten kaçınmaya çalışmaları ve ekonomik birimlerin türev para araçlarına değil de Merkez Bankası parasına güven duymalarına bağlı olarak likiditede sıkışıklık yaşanmaktadır. Bu noktada sistem içinde tek para birimi kullanıldığı ve bu para biriminin etkin kullanımı Merkez Bankalarının sorumluluğu altında olduğu için finansal istikrarı gözetecek şekilde Merkez Bankalarının müdahalesi gerekmektedir¹²¹.

¹¹⁶ A.g.e, s.150.

¹¹⁷ A.g.e, s.152.

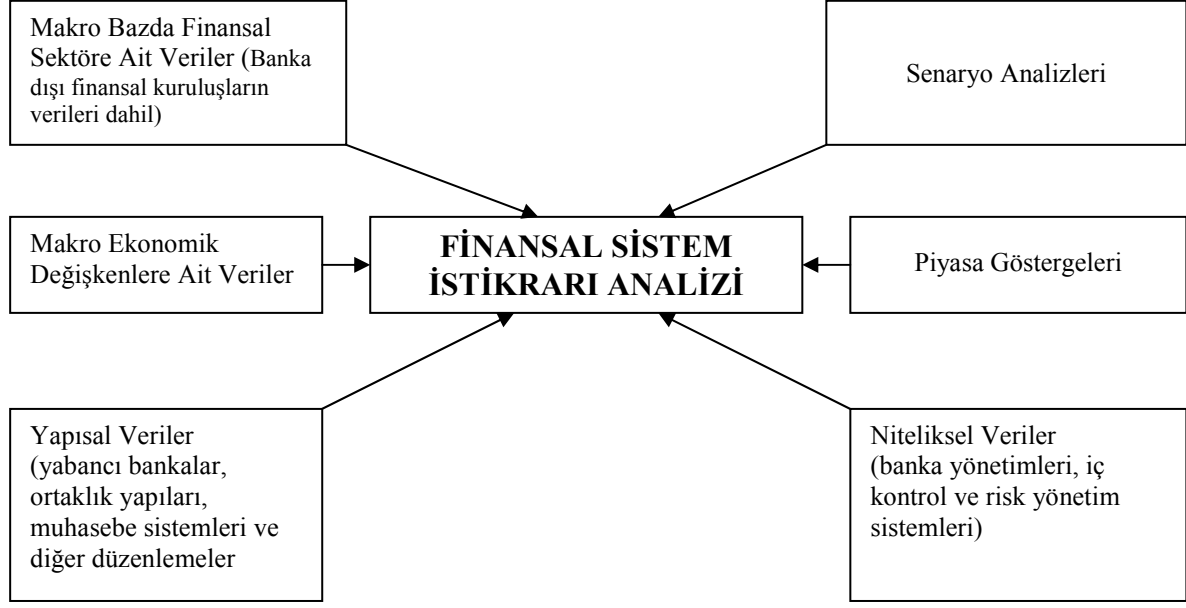
¹¹⁸ A.g.e., s.153.

¹¹⁹ Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country's Perspective", s.3.

¹²⁰ Ferguson, s.18.

¹²¹ Charles Calomiris ve Charles Kahn, "The Efficiency of Self-Regulated Payment Systems: Learning from The Suffolk System", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 28, No.4, 1996, ss. 766-97.

Şekil 2.2: Finansal Sistem İstikrarı Analizi Metodolojisi*



*İpeker, s.26.

Fiyat istikrarı kadar, ekonomiler için meydana gelen bu istikrarsızlığın ve krizlerin önlenmesi istikrarlı bir ekonomik yapı için önemli bir konu haline gelmiştir. Şekil 2.2 ise, bu gerekliliğin sağlanması için finansal sistem istikrarının analizine yönelik olarak göz önünde bulundurulması gereken altı grup veri setini ortaya koymaktadır*.

Merkez Bankaları artık tarihsel süreç ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak, bankaların bankası haline gelmiştir. Bu durum finansal sistemin işleyişi ile ilgili olmasına temel teşkil eden durumlardan en önemlisi olmuştur. Bunun yanında, Merkez Bankaları ve finansal kuruluşlar ile zaman içinde oluşan organik bağ da sistemin işleyişi açısından Merkez Bankalarına sorumluluk yüklemeye başlamıştır. Bankaların parasal sisteme büyük oranda entegre olmaları, para yaratma sürecinde ve parasal sistem içinde kilit rol üstlenmeleri de Merkez Bankalarının bu kurumlara ve dolayısıyla finansal sistemin işleyişine duyarlı hale gelmelerine katkı sağlamış ve son kredi mercii olarak faaliyet göstermelerini desteklemiştir¹²².

Merkez Bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olmasının yanında, bu amacı gerçekleştirmek için finansal istikrarı da göz önünde bulundurması gerekmektedir. Bu iki amaç istikrarın iki ayağı şeklindedir. Bu nedenle, Merkez Bankalarının birbirini besleyen - destekleyen iki temel amacı vardır ve finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi için Merkez Bankalarının müdahalesini gerektiren iki ana neden bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, finansal sisteminin kendisinden kaynaklanmaktadır. Finansal sistem her zaman istikrarsızlığa girme eğilimi taşır ve istikrarsızlık bulaşıcılık özelliği ile hızlı bir şekilde ilerler (*instability bias*). İkinci ise, finansal piyasaların istikrara kavuşturulamaması sonucu bu durumun negatif dışsallık şeklinde etrafa yayılmasıdır (*spill over*). Bu yayılma hem ilgili ülkenin reel sektörüne yansıma şeklinde hem de ilgili ülkenin büyüklüğüne göre diğer ülkelere bulaşma şeklinde olabilmektedir. Bu nedenle, Merkez Bankaları açısından asıl amaç olan fiyat istikrarının sağlanması sürecinde, finansal istikrar da göz önünde bulundurulurken bunu sağlayacak politika araçları kullanılmaktadır. Artık günümüz ekonomilerinde, Merkez Bankaları açısından finansal istikrar temel amaçlardan biri haline getirilmiş ve finansal

* Çalışmanın 3. Bölümünde üzerinde ayrıntılı olarak durulacak olan faiz düzeltme kuralı Şekil 2.2 ile birlikte düşünüldüğünde, faiz düzeltme kuralının makro bazda finansal sektöre ait veriler, makro ekonomik değişkenlere ait veriler ve piyasa verilerini kullandığını görmek mümkündür.

¹²² Ferguson, s. 21.

istikrarsızlığı ortadan kaldıracak, ekonomik etkilerini en aza indirecek para politikaları yürütülmeye başlanmıştır¹²³.

Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlama sorumluluğu olması *temelinde* ise şu dört unsur yatmaktadır¹²⁴; İlk olarak, Merkez Bankaları yasal ve uygulamalı olarak piyasalara gerekli ve acil olan likiditenin sağlanmasında tek mercii olarak görev yapmaktadır. Yani son kredi mercii olma fonksiyonu, Merkez Bankalarına sistemin istikrarı için sorumluluk yüklemektedir. İkinci olarak Merkez Bankalarının yetki alanında olan ödemeler sisteminin sorunsuz bir şekilde çalışması ile ilgilidir¹²⁵. Merkez Bankaları geleneksel olarak, sistemik bir risk ihtimaline karşı, ödemeler sisteminin sağlıklı ve istikrarlı çalışması için rol üstlenmektedir^π. Bu açıdan bakıldığında, ödemeler sistemi finansal piyasaların temel taşlarından biri olmaktadır. Ödemeler sisteminin sağlıklı ve istikrarlı olması ihtiyacı finansal istikrarın Merkez Bankalarının sorumluluk kapsamında girmesi sonucunu getirmektedir. Üçüncü olarak, banka sistemi reel ekonomiye kaynak aktarma sürecinde bir köprü görevi görmekte reel ekonomiye kaynak yaratmaktadır. Bu süreçte para politikası ve parasal aktarım sürecinde de bankacılık sisteminin etkisi bulunmaktadır^δ. Bu nedenle Merkez Bankaları bankacılık kesiminde faaliyet gösteren kurumların sağlamlığı (soundness) ve finansal piyasaların istikrarlı olması açısından, sistemi izlemekte ve oluşan risklere karşı politika geliştirmektedir. Merkez Bankasının finansal istikrarı sağlama sorumluluğuna yönelik son gerekçe ise, finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasında ilişki bulunmasıdır. Bu yönlü açıklamalar için birkaç eşitlikten yararlanılacaktır.

Para arzı (M) merkez bankası parası (B)'nin parasal çarpan ile çarpımına eşittir. "M" burada geniş tabanlı para arzı ve banka rezervlerini kapsamaktadır. 2.1 nolu eşitliğe bakıldığında, merkez bankası parasının bir kısmının bankacılık kesimi tarafından tutulduğu sonucuna ulaşılmaktadır;

$$M = mB \quad (2.1)$$

2.1 nolu eşitlik aynı zamanda para stoğunun (M) gücü yüksek para – parasal tabanın (B) parasal çarpan ile çarpımına eşit olduğunu da ifade etmektedir. 2.1 nolu eşitlik, para yaratma sürecinde bankacılık kesiminin etkisini gösterecek şekilde, parasal çarpanın genişletilmesi ile 2.2 nolu eşitlik halini alır;

$$M = \left[\frac{1 + \frac{C}{D}}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} \right] B \quad (2.2)$$

2.2 nolu eşitlikte C/D nakit-mevduat oranını, R/D ise rezerv-mevduat oranını vermektedir. 2.2 nolu eşitliğin ilk olarak ifade ettiği, Merkez Bankasının parasal yaratma sürecinde ve ekonomideki para arzını etkileme sürecinde, bankacılık kesiminin de yer aldığıdır. Örnek olarak, finansal sistemden kaynaklanan bir riskin oluşması ile finansal istikrarsızlık durumunda, piyasa katılımcılarının büyük çoğunlu likidite ihtiyacı içine girecektir. Bu durumda para yaratma sürecinde likidite merkez bankası parası "B" tarafından sağlandığı için para arzında ani bir düşüş yaşanacaktır; Çünkü süreçte yükümlülüklerin yerine

¹²³ A.g.e., s.16.

¹²⁴ Schinasi, "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", s.7.

¹²⁵ Herrero ve Rio, s.16.

^π Ödemeler sistemi açısından sistemik risk kavramı, sistem içindeki bir kurumda ve özellikle sistemin işleyişi için önemli olan bir bankada meydana gelen bir sorunun ödemeler sisteminin aksamasına neden olmasıdır.

^δ Burada ifade edilmeye çalışılan, bankacılık kesiminden kaynaklanan bir riskin olması durumunda Merkez Bankalarının, belirlediği amaçlara ulaşmada kullanmaları gereken likidite miktarını ve süreci ayarlamakta başarısız olabileceğidir.

getirilmesi için C/D oranı artacak yani nakit talebinde ani artış olacak ve mevduatlarda hızlı bir düşüş yaşanacaktır. Bu noktada para çarpanı küçülecektir. Finansal istikrarsızlıkla birlikte, Merkez Bankasının parasal istikrar için risk yaratan para arzındaki azalışı ortadan kaldıracak şekilde, merkez bankası parasını “B” ‘yi arttırması yani piyasaya likidite vermesi gerekmektedir. Bu açıdan, finansal istikrarsızlığı bir parasal istikrarsızlığın takip ettiği, aralarında ilişki olduğunu ve son kredi mercii olarak Merkez Bankalarının finansal istikrarı gözetmesi gerektiğini söylemek mümkündür.

Merkez Bankalarının artık finansal istikrarı hedef olarak almaları ve sistem içinde etkin rol üstlenmeleri çeşitli sorumluluklar da getirmektedir. Bu bağlamda Merkez Bankaları Bankalar arası ödeme sisteminin merkezinde yer almakta, ticari banka varlıklarını çeşitli araçlar ile ayarlamakta ve bankaların rezervlerini tutmaktadırlar. Ayrıca, bankaların finansal sistemde kredi toplama ve reel ekonomiye aktarım sürecinde Merkez Bankaları, likidite açısından bankaların kendilerine bağlı olarak faaliyet göstermelerine sağlayacak bir yapılanma oluşturmaktadırlar. Bunun yanında sistemde işlem gören tek para birimine olan güveni inşa ederek sisteme dahil tüm katılımcıların faaliyetlerini doğrudan etkilemektedir. İlgili para birimine olan güvene bağlı olarak sistemin ihtiyacı olan likidite de Merkez Bankası tarafından sağlanmak durumundadır. Bu açıdan bir kez daha Merkez Bankalarının finansal sistemin önemli bir parçası olduğunu ve finansal sistemin istikrarlı işlemesinden sorumlu olduğunu söylemek mümkündür¹²⁶. Tablo 2.1’de, bazı Merkez Bankalarının fiyat istikrarını sağlama yanında, finansal istikrar bağlamında görevleri ve sorumlulukları hakkında kısa bilgiler verilmiştir.

Tablo 2.1: Finansal İstikrarın Açık Bir Şekilde Amaçlandığı Bazı Merkez Bankası Örnekleri^{*Ω}

Kanada Merkez Bankası	Ekonomik süreci besleyecek şekilde kredi ve para ile ilgili düzenlemeler yapmak, ulusal paranın değerini korumak ve kontrol etmek, paranın üretim seviyesi, ticaret, fiyatlar üzerinde yarattığı dalgalanmaları azaltmak, genel olarak ise ekonomik ve finansal refahına katkıda bulunmak.
İngiltere Merkez Bankası	Asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak ancak bunun yanında hükümet ile işbirliği içinde ekonomik büyüme ve istihdama katkıda bulunmak, bunun dışında ise, parasal ve finansal sistem istikrarı açısından sorumluluk üstlenmek ve bu iki unsurdaki istikrar için yapısal önlemler almak, ödemeler sistemini düzenlemek ve finansal sistemi bir bütün olarak izlemek.
Japonya Merkez Bankası	Para ve parasal diğer büyüklükler üzerinde kontrol sağlamak ve bu büyüklükleri yönetmek, banka ve diğer finansal kuruluşlar arasında fon akışını düzenlemek ve bunun devamlılığını sağlamak, bunun için de finansal sistemin devamlılığına katkıda bulunmak.
ECB	Asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek, ek olarak ödemeler sisteminin etkin ve pürüzsüz çalışmasından sorumlu olmak, para politikası aracılığıyla kredi kurumları üzerinde denetleyici ve düzenleyici gözetleme fonksiyonu üstlenme, bununla bağlantılı olarak finansal istikrarın oluşması ve sürdürülmesini yönelik para politikasını yönetme.
Yeni Zelanda Merkez Bankası	Temel amacı, genel seviyede fiyat istikrarını oluşturmak ve sürdürmek için para politikasını oluşturmak ve uygulamak, etkinlik ve sağlık bakımından finansal sistemin işleyişine katkıda bulunmak.

^{*}Ferguson, s.21.

¹²⁶ Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, s.274.

^Ω Mayıs 2001 Güçlü Ekonomiye Programı kapsamında T.C. Merkez Bankası Kanunu’ unda yapılan değişikliklerle birlikte, Bankanın ana amacı fiyat istikrarını sağlamak ve bu süreçte finansal istikrarı gözetecek uygulamalar yürütmektir.

Özellikle 1930 ekonomik krizinden sonra bankalar ile ilgili yapılan düzenlemelerde bir artış olduğu görülmektedir. Bu krizden sonra bankaların varlık – yükümlülük dengesine yönelik sıkı denetimler, faaliyetlere verilen lisanslarda düzenlemeler, ticari ve yatırım bankası ayırımına çok dikkat edilmesi gibi konularda artış olmuştur. *Ancak 1970’li yıllar ve devamında yaşanan liberalleşme ile birlikte bu tür denetimler ve düzenlemeler de azalış olduğu ve daha çok piyasaya direk müdahale şeklinde olmayan piyasa dostu (market-friendly) düzenlemelere gidilmiştir*¹²⁷. Bu açıdan, son dönemde yaşanan bazı gelişmeler, finansal istikrar konusunda yapılanlar açısından ön plana çıkmaktadır.

Bankacılık kesiminin kendi içinde istikrarsızlık yaratma eğiliminde olması ve sonuç olarak finansal sistemi bulaşıcılık özelliği ile birlikte istikrarsızlığa sürüklenme olasılığı ön plana çıkan durumlardan biridir. Bu duruma neden olabilecek ana faktör ise bankaların kısa vadeli kaynaklar ile uzun vadeli kredi vermeleridir. Özellikle 1980’lerden sonra yoğun bir biçimde uygulanmaya başlanan mevduat sigortası uygulaması bu şekildeki bir sonuca neden olmaktadır. Varlık ve yükümlülük arasında vade bakımından bu şekilde bir uyumsuzluğun olması ise sistemi şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir¹²⁸. Sistem içinde tek bir bankada yaşanan bu yönlü bir sorun, tüm sistemi tehdit etmedikçe piyasa sistemi içinde çözüme bırakılmalı, sistem kendiliğinden temizlenmelidir¹²⁹. Bir bankanın varlık yükümlülüklerinin vade açısından eşleşmemesi (mismatch) eğer spekülatif bir atağa ya da bulaşma etkisi sonucu sisteme yayılmasıyla sonuçlanırsa, risk oluşmaya başlayacaktır. Durum finansal sistemde likidite sorunları ile başlayan ve sonu finansal krize ulaşabilecek bir sürece neden olabilir. Sonuç olarak finansal istikrar için yürürlüğe koyulan mevduat sigortası uygulaması, ahlaki risk (Moral Hazard) yaratması nedeniyle, sistemi risk altına sokabilmektedir.

Merkez Bankalarının son kredi mercii olması, buna bağlı olarak finansal risklerin arttığı dönemlerde piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlaması ve yine mevduat sigortası uygulaması nedeniyle bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ahlaki risk olgusunu yaşamaktadırlar. Yani bu tür iki uygulama nedeniyle, finansal kuruluşlar normal koşullarda vermeyecekleri riskli kredileri vermekte ya da riski yüksek faaliyetlere girişebilmektedirler. Ahlaki riske bağlı meydana gelen bu tür durumları tam olarak ortadan kaldırmak mümkün görünmemektedir. Ancak mevduat sigortası uygulamasında sınırlamalara gitmek, bazı kuruluşları bu kapsam dışında tutmak, bankaların kredi verme konusundaki risk algılayışlarını disipline edecek yasal zorunluluklar uygulanabilir¹³⁰. Bunun dışında Merkez Bankasının son kredi mercii uygulamasında da bazı düzenlemeler yapılabilir. Son kredi mercii olma fonksiyonu piyasalarda şokların ya da kırılmaların meydana geldiği dönemlerde sadece acil likidite ihtiyacı olan kuruluşlara yönelik olarak uygulanabilir. Ek olarak ahlaki riske karşı olarak, etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun (supervision) yerine getirilmesi de gerekmektedir¹³¹. Ancak bu fonksiyonun yerine getirilmesi ile ilgili olarak, daha öncede değinildiği gibi, Merkez Bankası devre dışı kalmalı şeklinde bir görüş bulunmakta ve uygulamada da bazı ülkelerde (örnek olarak Kanada, İngiltere, Güney Kore, Japonya, Danimarka ve Türkiye) bu görüş uygulanmaktadır.

Etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun Merkez Bankası tarafından yürütülmemesi gerektiğine yönelik olarak ortaya atılan argümanlara bakıldığında şu durumlar ile karşılaşılmaktadır; Merkez Bankasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi iki hedef alması

¹²⁷ Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between**”, s.275.

¹²⁸ Douglas Diamond ve Philip Dybvig, “**Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity**”, Journal of Political Economy, Vol. 91, No.3 1983, s. 415.

¹²⁹ Anthony Saunders ve Berry Wilson, “**Contagious Bank Runs: Evidence from The 1929-1933 Period**”, Journal of Financial Intermediation, Vol.5, No.4, 1996, s.413.

¹³⁰ Reint Gropp ve Jukka Vesala, “**Deposit Insurance and Moral Hazard: Does The Counterfactual Matter?**”, ECB Working Paper, Vol 47. Mart 2001, s.5.

¹³¹ Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between**”, s.277.

bu hedefler arasında çatışmaya neden olabilir*. İkinci olarak, etkin denetim ve gözetimin Merkez Bankası tarafından yapılabilir olması için ilgili kuruluşa tam bir bağımsızlık verilmiş olması (amaç ve araç bağımsızlığı) gerekmektedir⁸. Üçüncü olarak, fiyat istikrarı politikası ile birlikte etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun aynı anda Merkez Bankasının tarafından yürütülmesi etkisizlik meydana getirebilir¹³². Son olarak ise, denetim ve gözetim faaliyeti içinde bulunan finansal ürünlerin net bir biçimde sınırlarının çizilip (banka, sigorta şirketleri ve hisse senetleri piyasaları açısından) birbirinden ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu da fiyat istikrarını ana hedef alan bir Merkez Bankası için ayrı bir uzmanlaşma gerektirdiğinden etkin bir şekilde gerçekleştirilemeyebilir¹³³. Ancak teorik ve uygulamalı çalışmalarda etkin gözetim ve denetim fonksiyonunun Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmemesi gerektiğine yönelik güçlü bir sonuç ve etkin denetim ve gözetime yönelik optimal tek bir model bulunmamaktadır¹³⁴. Günümüz Merkez Bankalarının finansal istikrar açısından para politikası ve etkin denetim – gözetim fonksiyonu arasındaki ilişkiyi iyi belirlemesi ve tam olarak ayırım yapması gerekliliğine rağmen, finansal istikrarın çatışmasının ve kapsamının net olarak ortaya koyulmasındaki zorluk nedeniyle sınırı çizmek tam olarak mümkün olmamaktadır. Bu nedenle de uygulamada, finansal istikrar için gerekli olan etkin denetim - gözetim fonksiyonu görevi, *belli bir oranda Merkez Bankaları görev kapsamı içine de girmekte ve Merkez Bankaları tarafından gerçekleştirilmektedir*.

2.3.1. Finansal Sisteme Yönelik – Finansal Kuruma Yönelik Düzenlemeler

Çalışmanın bazı noktalarında değinildiği gibi Merkez Bankasının finansal istikrara yönelik asıl amacı, *sistemin tamamını* risk altına sokacak unsurları ortadan kaldırmaya yönelik politikalar geliştirmektir. Bu açıdan Merkez Bankasının, etkin denetim ve gözetim (prudential supervision) görevini direkt olarak üstlenmesi ve bir bütün olarak sistemi risk altına almayacak bazı kurum başarısızlıklarını ortadan kaldırmaya çalışması var olan istikrarsızlık unsurlarının artmasına neden olabilir. Bu açıdan sistem içinde oluşan risklerin veya başarısızlıkların boyutları iyi analiz edilmeli ve etkileri tam olarak görülmelidir. Kısaca, finansal sistem açısından makro boyutlu düzenlemeler Merkez Bankası ile ilgili, *mikro bazı* düzenlemeler ise, etkin denetim fonksiyonu üstlenen diğer kamu kurum ya da kurumları ile ilgilidir¹³⁵.

Makro boyutlu düzenlemeler daha çok doğrudan ya da dolaylı olarak finansal sistemin tümüne etki edebilecek düzenlemeler şeklindedir. Bu bağlamda sistemik risk yaratabilecek ve bulaşıcı özelliği gösterebilecek durumlar ve başarısızlıklar Merkez Bankaları tarafından *izlenmektedir*. Ekonominin tamamına bir yük, maliyet getirebilecek unsurlar makro boyutlu Merkez Bankası düzenlemeleri gerektirmektedir. Bu bağlamda yeri geldikçe değinildiği ve değinileceği gibi, finansal piyasalar açısından önemli büyüklükte ve sistemin tamamına etki edecek bazı kurumların başarısızlıkları ve meydana getirdiği riskler de bu bağlamda Merkez Bankalarının etki alanına girmekte ve Merkez Bankalarına *mikro bazlı* düzenlemeler yapma sorumluluğu getirmektedir¹³⁶. Bu nedenle böyle durumlara karşı Merkez Bankaları ve etkin denetim-gözetim yapan kurumların karşılıklı iletişim içinde olmaları ve koordineli çalışmaları da gerekmektedir.

Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için makro ekonomik bazı düzenlemeler açısından ortaya çıkan iki durum bulunmaktadır. Bunlardan ilki, finansal

* Finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki ilişki ve çatışmaya yönelik olarak ileriki alt bölümlerde ayrıntılı açıklamalara yer verilecektir.

⁸ Ancak tam bir bağımsızlık da hesap verilebilirlik ve şeffaflık için gerekli ancak yeterli bir koşul değildir.

¹³² Papademos, “Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy”, s.3.

¹³³ Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, s.278.

¹³⁴ Padoa Schioppa, Tommaso, “Financial Supervision: Inside or Outside Central Banks”, Financial Supervision in Europe, Cheltenham: Edward Elgar, 2003. s. 162.

¹³⁵ Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between”, s. 297.

¹³⁶ Papademos, s6.

sistemin karşı karşıya olduğu risklerin ne sıklıkla ve ne boyutta olduğu ikincisi ise, finansal istikrarsızlıkların sürdürülemez bir seviyeye gelip gelmediğidir¹³⁷. Merkez Bankaları açısından ortaya çıkabilecek bir riskin (finansal varlık fiyatlarında aşırı oynaklıkların meydana gelmesi, bankaların öz kaynak yetersizliği içine girmesi, yine finansal varlık fiyatlarında meydana gelen köpükler vs) önceden tahmin edilmesi ve bunlara yönelik önlemlerin alınması çok zor gözükmektedir. Bu noktada yapılabilecekler arasında bankaların karlılık, rezerv, sermaye yeterlilik gibi unsurlarını yakından takip etmek, piyasalara ait değişkenleri yakından izlemek bulunmaktadır. Ancak genellikle finansal piyasaları bir bütün olarak etkisi altına alabilecek bir risk unsuru gerçekleştiikten sonra sonuçlarına yönelik çözüm önerileri üretilebilmektedir¹³⁸. Çünkü doğası gereği dinamik, istikrarsızlığa (başarısızlığa) girme eğiliminde olan ve bulaşıcılık (instability bias) özelliği gösteren finans piyasalarında, beklenmedik ani kırılmaların olması ve tahmin edilememesi muhtemeldir*. Aynı şekilde, dinamik bir yapı içeren, ulusal - uluslararası gelişmeler ile birlikte tanımlanmasında ve yapısında farklılıklar meydana gelen finansal istikrar ve istikrarsızlığın da belirsizlik sürecine katkısı bulunmaktadır.

Finansal kuruma yönelik mikro boyutlu düzenlemelere bakıldığında ise, bunların sadece riski oluşturan kuruma yönelik olarak uygulandığı, risk oluşturacak kurumun ise benzer diğer kurumlar ile karşılaştırılması sonucu belirlendiği ve etkin denetim - gözetim yapan kurum(lar) tarafından gerçekleştirilen uygulamalar olduğu görülmektedir¹³⁹. Bu açıdan, ilgili kamu kurum veya kurumlarının finansal piyasalarda faaliyet gösteren katılımcıların risklilik durumlarına yönelik olarak incelemeler yapması ve bu katılımcıları denetlemesi söz konusu olmaktadır. Ancak ilgili kurumlara ait risk ölçüleri yapma prosedüründe standart bir uygulama bulunmamakta ve risk unsurunu sadece tek bir kuruma yönelik analiz ile ortaya koyma güçlüğü bulunmaktadır. Bu bakımdan etkin denetim ve gözetim yapacak olan kurumun yaklaşımı, birçok kurumu ve sistemin tamamındaki dalgalanmaları içerebilen risk unsurlarını belirleme açısından zayıf kalmaktadır¹⁴⁰. Bu nedenle makro ve mikro boyutlu düzenlemelerin çok net bir şekilde birbirinden ayırt edilmesi ve ayrı ayrı uygulamalar olarak görülmesi etkinlik açısından sorun yaratmaktadır. Temelde tek bir kurumun meydana getirdiği riske yönelik olarak uygulanan ve doğrudan sisteme yönelik bir düzenleme olmayan mikro boyutlu düzenlemeler de sisteme yönelik oluşabilecek riskleri bertaraf etmek için yapılmaktadır. Sonuç olarak, temelde ayrı olarak görülen makro boyutlu ve mikro boyutlu düzenlemelerin, Merkez Bankası ve etkin denetim ve gözetim yapan kurum tarafından *ayrı ayrı* gerçekleştirilmesi, yine finansal istikrarın sağlanması adına mümkün görünmemektedir. Bu şekildeki bir ayırım, ilgili kurumların fonksiyonlarını yerine getirebilmesi adına etkin çalışmasını zorlaştıracaktır¹⁴¹.

Makro ve mikro boyutlu düzenlemelerin birbirlerini tamamlayacak şekilde olması ve ilgili kurumlar tarafından koordineli bir şekilde yürütülmesi gerekliliğine ve bu durumun yaratacağı olumlu etkilere yönelik olarak üç adet argüman bulunmaktadır¹⁴²; *İlk argüman*, etkin denetim ve gözetim yapan kuruma ait bilgi setinin Merkez Bankası tarafından kullanılması, ödemeler sisteminin ve diğer kritik finansal yapıların kontrol altında tutulması ve etkin olarak yönetilmesi açısından yararlı olacaktır. Bu açıdan etkin denetim ve gözetim yapan kurum Merkez Bankasının güçlü bir partneri şeklinde fonksiyon yüklenecektir. Bunun dışında Merkez Bankalarının, bankalara lisans veren ve onları denetleyen kurumlarla da koordineli olması, sistemde meydana gelebilecek risklerin oluşması durumunda, bu risklerin

¹³⁷ Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between**”, s. 297.

¹³⁸ Papademos, s6.

* Bu konuyla ilgili olarak farklı olasılıkları içeren durumlar yeri geldikçe açıklanacaktır.

¹³⁹ Claudio Borio, Craig Furfine ve Philip Lowe, “**Pro-Cyclicality of The Financial System and Financial Stability: Issue and Policy Options**”, BIS Papers 1, Mart, 2001.

¹⁴⁰ Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between**”, s. 298.

¹⁴¹ Andrew Crockett, “**Marrying The Micro and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability**”, Eleventh International Conference of Banking Supervisors, In Basel, 20-21 Eylül, 2000.

¹⁴² Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between**”, s. 298.

ortadan kaldırması açısından da yararlı olacaktır. Çünkü ilgili kurumlar banka ve finansal kurumların ödemeler, krediler, varlıklar vs. yönünden sağlamlığını denetleyen kurumlardır ve bu kurumların bilgi seti ve koordinasyonu finansal istikrar açısından Merkez Bankasının yürüttüğü makro boyutlu düzenlemelerin etkinliğini arttıracaktır.

İkinci arguman ise, Makro boyutlu düzenlemelerin gerçekleştirilmesinde, etkin denetim ve gözetim yapan kuruluş veya kuruluşların da katkısı olabilecektir¹⁴³. Bu açıdan finansal istikrara yönelik makro boyutlu düzenlemelerin etkin olarak gerçekleştirilmesinde farklı bilgi kaynaklarından elde edilen bilgiler yararlı olacaktır. Yani makro boyutlu düzenlemede toplulaştırılmış veri seti ve ortalama piyasanın hareketine bakmak bazı durumlarda sonucu olumsuz etkileyebilir. Bu noktada finansal istikrarsızlık unsuru olan durumun sadece bir ya da birkaç kurumda meydana gelmesi, makro boyutlu düzenlemelerde etkin denetim ve gözetim yapan kurum ile koordineli çalışmayı gerektirebilir¹⁴⁴.

Makro ve mikro boyutlu düzenlemelerin birbirlerini tamamlaması gerektiğine yönelik *son arguman* ise şu şekildedir. Merkez Bankaları tarafından makro boyutlu düzenlemeler adına, ekonominin tümü, bankalar, finansal sektörü, ödemeler sistemi ve para politikası uygulamaları için yapılan araştırmalar, bilgi seti ve gözlemler mikro boyutlu düzenlemeler veya etkin denetim ve gözetim yapan kurum açısından yararlı olacaktır. Bu açıdan mikro boyutlu düzenlemelerin başarılı bir şekilde uygulanması bu bilgi kaynağının kullanılmasını da gerektirmekte ve bazı durumlarda kurum bazlı ortaya çıkan risk ve başarısızlıkların önlenmesi, makro boyutlu düzenlemelere de bağlı olmaktadır.

2.4. Merkez Bankası ve Para Politikasının Finansal İstikrara Katkısı

Ekonomilerde yaşanan dönüşüm ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak finansal sistemin işleyişinde etkinlik adına gelişmelerin olması yanında, finansal istikrarın sağlanması adına Merkez Bankalarının politikaları ve uygulamalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Buna gerekçe olarak finansal piyasa katılımcılarının ortaya çıkan riskler ve gelişmeler konusunda tüm piyasayı kapsayacak şekilde bir bilgi ağına sahip olamaması ve sisteme dahil kurumlar arasında tam bir koordinasyon sağlanamaması gösterilebilir. Bu tür bir bilgi birikimi ve koordinasyon sağlama özelliği Merkez Bankaları tarafından içerilmektedir. Ek olarak, Merkez Bankalarının bünyelerinde finansal piyasalar ile ilgili uzmanlaşmanın yüksek olması ve piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi ve tedbirleri etkin şekilde uygulayacak araçların bulunması da Merkez Bankalarını finansal istikrarın sağlanması sürecinde ön plana çıkarmaktadır¹⁴⁵.

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında, Merkez Bankasına ve dolayısıyla para politikasına ekonomik gelişmelere bağlı olarak fiyat istikrarı ile ilişkisi bağlamında finansal istikrarı sağlama sorumluluğu verilmektedir. Ancak bu görüşe ters görüşler de görülmektedir¹⁴⁶. Buna göre, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından Merkez Bankalarının yapacağı en iyi uygulama, piyasalara hiçbir müdahalede bulunmamak ve hiçbir sorumluluk üstlenmemektir. İstikrara yönelik müdahaleler ve politikalar oluşan riskleri ortadan kaldırmak için yeterli sonuçlar üretmeyecek; risklerin daha da artmasına neden olabilecektir¹⁴⁷. Daha katı bir görüşe göre ise, Merkez Bankası sadece fiyat istikrarını hedef almalı ve sadece finansal krizlerin olduğu dönemlerde önlemler almalı, yani katı bir enflasyon hedeflemesi uygulamalıdır¹⁴⁸. Ancak doğası gereği istikrarsızlığa girme eğiliminde olan finans piyasalarında, bulaşıcılık etkisi ile birlikte süreç kendi kendini beslemekte ve piyasa katılımcıların tamamını olumsuz etkilemektedir. Bu açıdan müdahale etmeden süreci

¹⁴³ Papademos, s6.

¹⁴⁴ Borio, "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?", s.85.

¹⁴⁵ Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between", s. 279.

¹⁴⁶ Ferguson, s. 23.

¹⁴⁷ Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between", s. 270.

¹⁴⁸ Lars Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", The Symposium of Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31, 2002. s.2.

kendi seyrine bırakmak, genel ekonomik ve uluslararası etkiler bakımından zincirleme bir sarmal yaratabilmektedir. Dinamik bir yapısı olan finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için bir altyapı ve çatı oluşturmak ve bunu sürdürmek zorunlu görünmektedir.

En iyi politikanın hiçbir müdahale ve düzenleme yapılmaması şeklinde ki yaklaşıma, yaşanan gelişmeler doğrultusunda bazı ülkelerin yaptığı uygulamalar, bir önceki alt bölümde yapılan açıklamaları da desteklemek adına, iyi birer örnek teşkil edecektir. Yakın döneme ait etkili örnekler arasında, 2002 yılında Japon Merkez Bankası banka sisteminin içinde bulunduğu riskleri azaltmak ve finansal istikrarı desteklemek adına şirket varlıklarını satın alması gösterilebilir. Bu şekilde piyasaya güven vererek, finansal sistemde yaşanan sıkışmayı çözüme adına kritik önemde bir adım atmıştır. İkinci bir örnek olarak, 2000 yılında Amerika'da hisse senetleri piyasasında yaşanan büyük çöküş sonucu, FED bu çöküşü durduracak finansal sistemi destekleyecek uygulamalara girişmek durumunda kalması gösterilebilir. Aynı şekilde Türkiye ekonomisinde de Kasım 2000 ve Şubat 2001 dönemi sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanmıştır. TCMB da bu program dahilinde finansal istikrara yönelik uygulamalar yürütmek durumunda kalmıştır. 2008'in ikinci yarısından başlayan Global Finansal Krizde de gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülke Merkez Bankası, finansal istikrara yönelik, yoğun bir şekilde para politikası araçları uygulamaya koyulmuştur.

Merkez Bankaları tarafından finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına hiçbir adım atılmamalı şeklindeki görüşün tam tersi olan diğer aşırı görüşe göre ise, Merkez Bankası finansal istikrarsızlığa aşırı duyarlı olmalı, potansiyel istikrarsızlık yaratabilecek durumlara karşı önceden önlemler almalı, ki istikrarsızlık finansal ve ekonomik göstergelerde kendini göstermeden aktif politika (pro-aktif) yürütülmelidir¹⁴⁹. Bu görüşe göre finansal istikrarsızlık ve riskler fiyatlar istikrarlı ve büyümede düşüşler olmadan da kendini gösterebilir!. Ancak daha önceki paragraflarda da belirttiği gibi finansal istikrar kavramı doğası gereği dinamik bir yapıya sahiptir ve istikrarlı bir piyasada finansal değişkenler oynaklık (volatility) sergileyebilir. Bu açıdan "pro-aktif" politika uygulamaları finansal piyasaların normal işleyişini bozabilir ve risklerin oluşmasına neden olabilir¹⁵⁰.

Sonuç olarak, artık ekonomilerde Merkez Bankasının finansal istikrara yönelik politika geliştirmesi ve amaç olarak finansal istikrarı alması konusunda görüş yoktur. Tartışmaların daha çok, müdahalelerin ve düzenlemelerin boyutları, çeşitleri, Merkez Bankasının fiyat istikrarı yanında finansal istikrara yönelik ne kadar ağırlık vermesi ve ne ölçüde politika üretmesi gerektiği gibi konularda yoğunlaştığını söylemek mümkündür¹⁵¹.

2.4.1. Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Aktivist Politikaların Derecesi

Finansal istikrar açısından Merkez Bankasının yürüteceği politikaların etkinliği ve ortaya çıkarabileceği sonuçlar açısından üç durum bulunmaktadır. Bu durumların meydana getireceği etkilere bağlı olarak, finansal istikrara yönelik politikaların *derecesi* değişebilecektir. Vurgulanan üç durum sırasıyla, finansal istikrar amacına yönelik politikaların uygulama derecesinin diğer amaçları ne yönde destekleyeceği ve aralarındaki ilişkinin nasıl olacağı, finansal istikrara yönelik izlenecek politikanın ve derecesinin ekonomik birimler tarafından nasıl algılanacağı (aktivist bir politika ekonomik birimlerde ahlaki risk sorunu yaratabilir) ve finansal istikrara yönelik *aşırı* aktivist bir politikanın ekonomik değişkenlerdeki oynaklığı arttırıp arttırmayacağıdır. Bu alt bölümde bu üç durum değerlendirilmeye çalışılacaktır.

¹⁴⁹ Claudio Borio ve Phillip Lowe, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring The Nexus", BIS Working Papers, Temmuz 2002. s.22.

¹⁵⁰ Charlie Bean, Nigel Jenkinson ve Patricia Jackson, "Perfect Partners or Uncomfortable bedfellows? On The Nature of The Relationship Between Monetary Policy and Financial Stability", Bank of England Quarterly Bulletin, 2006, s. 204.

¹⁵¹ Ferguson, s.16.

2.4.1.1. Finansal İstikrar ve Diğer Makro Ekonomik Amaçlar Arasındaki İlişki*

Merkez Bankalarının finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak aktivist bir politika izlemesi, diğer gerçekleştirmek istediği makro ekonomik sonuçları destekliyor ve diğer amaçları ile uyum sergiliyorsa bir sorun oluşmayacaktır¹⁵². Bu durumda finansal istikrar amacına ağırlık verilmesi para politikası açısından etkinliğin sağlanması yönünde bir adım olabilecektir. Örnek olarak toplam talepte meydana gelen bir daralma sonucu, finansal piyasalarda sıkıntı yaşanması durumu gösterilebilir. Bu durumda para politikasının hem finansal istikrarı hem de diğer amaçları sağlayacak şekilde izlenmesi bir soruna neden olmayacaktır. Diğer bir örnek de, kredi arzında meydana gelen hızlı ve beklenmedik artış ile birlikte, ekonomik büyümenin de beklenenden yüksek çıkması durumudur. Bu gelişme karşısında finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak sıkı para politikası uygulanması, ekonomik istikrar açısından da yararlı olacaktır¹⁵³.

Ancak finansal istikrar amacı ve bu amaca yönelik olarak para politikasının aktivist davranması her zaman diğer makro ekonomik amaçlar ve sonuçlar ile uyumlu olmamakta bazı durumlarda aralarında çatışma yaşanmaktadır¹⁵⁴. Örnek olarak Merkez Bankalarının dar bir parasal büyüklüğü hedef alması ve bu hedef doğrultusunda izleyeceği sıkı para politikası sonucu faizlerde yaşanan hızlı artış ile birlikte finansal istikrarın risk altına girmesi gösterilebilir. Aynı durum Merkez Bankalarının piyasanın ihtiyacı olan kolaylaştırıcı (easings) politikalara girişmekte istekli *olamaması* durumunda da gösterilebilir. Ekonomik aktivitenin yavaşladığı dönemlerde izlenebilecek kolaylaştırıcı politikalarda aktivist olunmamasının nedeni, böyle bir politikanın finansal istikrar bakımından sorun yaratabilmesi ve finansal varlık fiyatlarında ani köpükler (bubbles) oluşturabilmesidir¹⁵⁵.

2.4.1.2. Finansal İstikrar Amacına Yönelik Aktivist Politikanın Ekonomik Birimler Üzerine Etkisi: Ahlaki Risk

Para politikasının finansal istikrar amacı doğrultusunda *aktivist* hareket etmesi ve finansal istikrarsızlık konusunda çok hassas davranması, bu doğrultuda birebir politika geliştirmesi ve bunun ekonomik birimler tarafından biliniyor olması ahlaki risk sorununu ortaya çıkarabilir. Böyle bir durumda, risklerin arttığı dönemlerde piyasanın işleyişi açısından kritik öneme sahip *büyük* finansal kuruluşların kurtarılacağı ve başarısızlığa itilmeyeceği beklentisi oluşabilir, yani bu durum ahlaki risk olgusunun ortaya çıkması için bir zemin yaratabilir¹⁵⁶. Daha aşırı bir durum olarak ise, Merkez Bankalarının finansal sistem içindeki bazı piyasaları kırılğan olarak görmesi, kolaylaştırıcı bazı politikalara girmesi ve bu yönlü beklentinin oluşması, piyasa aktörlerinin aşırı risk alma eğiliminde olması sonucunu da doğurabilir. Bu durumda sağlanmak ve sürdürülmek istenen finansal istikrar amacının gerçekleştirilmesi, kolaylaştırıcı politika önlemleri sonucu zorlaşabilir.

2.4.1.3. Finansal İstikrar Doğrultusundaki Aktivist Politikanın Beklenmeyen Sonuçları; Makro Ekonomik Oynaklık

Günümüz Merkez Bankalarının finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak aşırı aktivist rol üstlenmesi ve istikrarsızlık unsuru görülen durumlara yönelik olarak acil önlemler alması, ekonomik değişkenlerde bazı oynaklıklara veya var olan oynaklıkların daha da

* Bu noktada değerlendirilmesi gereken, Merkez Bankasının asıl amacı olan fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkiye ve çatışmalara bir sonraki alt bölümde yer verilecektir.

¹⁵² A.g.e., s.10.

¹⁵³ A.g.e., s.10.

¹⁵⁴ Bean, Jenkinson vd, s. 204.

¹⁵⁵ Garnon Ahearne ve Haltmaier Kamin "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in The 1990's" International Finance Discussion Paper, Board of Governors of The Federal Reserve System, Haziran 2002, s.23

¹⁵⁶ Ferguson, s.11.

artmasına neden olabilir¹⁵⁷. Merkez Bankalarının finansal piyasalarda meydana gelen riskleri ve başarısızlıkları önlemeye yönelik olarak politika geliştirmeleri muhtemeldir. Ancak finansal varlık fiyatlarında meydana gelen bir köpüğü ortadan kaldırma ya da önlemeye çalışma süreci, görüldüğünden daha karmaşık bir yapı içermekte ve sonuçları belirsiz görünmektedir. Bunun dışında finansal varlık fiyatlarındaki köpüğün de makro ekonomik olarak enflasyonist olduğu ya da ekonomik büyümeye sekte vuracağı konusu da belirgin görünmemektedir. Bu nedenle izlenen para politikasının var olan finansal istikrarsızlık unsurlarına yönelik olarak aşırı aktivist bir yaklaşım izlemesi, etkin görünmemektedir. Ek olarak istikrarsızlık unsuru olan faktör net olarak ortaya koyulsa bile bu unsurun makro ekonomik bazı olumsuzluklar yaratmadan ortadan kaldırılması da pek olanaklı gözükmemektedir¹⁵⁸.

2.5. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişki

Finansal istikrar ve fiyat istikrarı yani parasal istikrarın sağlanması amaçları arasında bir çelişki olup olmadığı, fiyat istikrarsızlığının finansal istikrar için bir risk yaratıp yaratmadığı, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak izlenen para politikasını finansal istikrarsızlık unsuru olup olmadığı paralelindeki sorular, finansal istikrarın bir amaç olarak Merkez Bankaları tarafından hedeflenmesi ile birlikte sorulan önemli sorulardandır. Bu sorulara bağlı olarak, literatürde yer alan Klasik (geleneksel) Yaklaşım, Schwartz Yaklaşımı ve Yeni Ortam Hipotezi olarak isimlendirilen yaklaşımlar değerlendirilmeye ve konu bu yaklaşımlar çerçevesinde netleştirilmeye çalışılacaktır.

Geleneksel yaklaşım tarzı olarak belirtilen görüşe göre, fiyat istikrarı diğer bir deyişle parasal istikrar ile finansal istikrar arasında bir çelişki bulunmamaktadır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak uygulanan para politikası aynı zamanda finansal istikrarın sağlanmasına da katkı yapmaktadır. Bu görüşün temelinde, enflasyonun finansal istikrarsızlık yaratan temel faktörlerden biri olduğu düşüncesi yatmaktadır. Enflasyon ile birlikte elde edilecek getiriler konusunda belirsizlik artmakta, enflasyonun yüksek seviyelere ulaşmasına, enflasyondaki oynaklığın artışı eşlik etmekte ve getiriler konusundaki belirsizlik daha da yükselmekte, piyasa katılımcıları arasında asimetrik bilgi sorunu büyümekte ve bu durum istikrarsızlık unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Süreç içinde ise Merkez Bankasının piyasaya yüksek miktarlarda likidite vermesi ve kredi hacmindeki aşırı artışlar da istikrarsızlığı beslemektedir¹⁵⁹. Sonuç olarak, fiyat istikrarının bozulması finansal istikrarı da tehdit etmektedir. Fiyatlar genel düzeyinde yaşanan yüksek miktardaki oynaklık finansal istikrarsızlığı arttırmakta ya da daha da kötüleştirmektedir. Bunun için Merkez Bankaları tarafından fiyat istikrarına yönelik olarak izlenen para politikası aynı zamanda finansal istikrarın sağlanmasına da katkı sağlayacaktır¹⁶⁰.

Geleneksel Yaklaşımın temelini bu şekilde olmasıyla birlikte, aynı görüş içinde sadece fiyat istikrarının finansal istikrar için gerekli ve yeteli olacağını söyleyen görüşlerin yanında, finansal istikrarın da fiyat istikrarı için bu özelliği gösterdiğini savunan görüşlerde bulunmaktadır¹⁶¹. Ancak bu noktada fiyat ve finansal istikrarın uzun vadede birbirlerini besleyen iki durum olduğunu düşünmek daha anlamlı bir yaklaşım olmaktadır¹⁶². Bu görüşü pek çok finansal krizin, fiyatlarda ani kırılmalara neden olduğu gerçeğiyle desteklemek

¹⁵⁷ Prasanna Gai ve Chay Fisher, "Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter 2005, s. 446.

¹⁵⁸ Alan Greenspan, "Economic Volatility", Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31, 2002. s.3.

¹⁵⁹ Otmar Issing, "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade Off?", Conference on Monetary Stability, Financial Stability and The Business Cycle, Bank for International Settlements Basle, Mart 28-29, 2003.

¹⁶⁰ Schwartz, Anna J., "Financial Stability and Federal Safety Net", Restructuring Banking and Financial Services in America, American Enterprise Institute, 1988, s. 53.

¹⁶¹ Gai ve Fisher, s. 444.

¹⁶² Issing, "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade Off?", s1.

mümkündür. Merkez Bankalarının fiyat istikrarını temel alacak şekilde izleyecekleri para politikalarında sadece geleceğe dair olarak oluşturdukları enflasyon beklentilerine göre politika oluşturmaları, kullandıkları modellerde finansal dengesizlikleri ve riskleri dikkate almamaları fiyat istikrarının *sağlanamaması* için de önemli bir gerekçe olarak ortaya çıkmaktadır¹⁶³. Bu nedenle özellikle enflasyon hedeflemesi yapan Merkez Bankalarının hedeflenen enflasyon oranları ile birlikte, enflasyon oranlarını da etkilemekte olan finansal istikrarsızlık unsurlarını gözetecek şekilde para politikası yürütmeleri, optimalite açısından gerekli görülmektedir¹⁶⁴. Yani bu noktada Merkez Bankalarının para politikası uygulamaları için kullandıkları tepki fonksiyonlarında (reaction function) hedeflenen enflasyon düzeyleri kadar, şimdiki enflasyon düzeyi de finansal istikrarsızlığın modeldeki gücünün artması ve iki amacın birbirini desteklemesi adına yararlı görülmektedir. Pek çok gelişmiş ülke ve özellikle Amerika, İngiltere ve Kanada ekonomisinde 1970'li ve 1980'li yıllarda fiyat istikrarının bozulduğu dönemlerden hemen sonra, finansal sistemde de bazı risklerin olduğu ve istikrarsızlıkların yaşandığı görülmüştür. Özellikle istikrarsızlık unsuru olarak bankacılık faaliyetlerinde artan riskler, kredi hacmi ve tasarruf miktarında yaşanan hızlı değişimler görülmüştür*. Aynı şekilde fiyatlarda yaşanan ani düşüşlerle birlikte de finansal varlık fiyatlarında ve finansal piyasalarda dalgalanmalar yaşanmıştır¹⁶⁵.

Geleneksel yaklaşım çerçevesinde değerlendirilmesi mümkün olan Schwartz yaklaşımını ortaya koymak, fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin açıklanması açısından gerekli görülmektedir. Schwartz yaklaşımı genel olarak fiyat istikrarsızlıklarının finansal riskler yaratacağını veya var olan riskleri arttıracaklarını ortaya koymaktadır. Temel çıkış noktası ise, fiyatlar genel düzeyindeki belirsizlik yani istikrarsızlık, finansal piyasa katılımcılarının, bulunacakları faaliyetler sonucu elde edecekleri net getirileri hesaplamalarını zorlaştıracaktır^δ. İlgili dönemdeki getirilerin hesaplanması sırasında o dönemdeki enflasyon oranının kullanılması durumunda, *para politikasındaki değişimlerin*, enflasyonda yaratacağı etkilerin o dönemde hesaplanması mümkün olmayacağı için, piyasa katılımcıları risk altında olabilecektir¹⁶⁶. Yine bu yaklaşıma göre, enflasyon ve deflasyon yaşanmadığı ve fiyatların istikrarlı olduğu durumlarda varlık fiyatlarını ve finansal piyasaları etkileyecek bir reel şok da (milli gelir rakamlarında ya da çıktı açığında yukarı yada aşağı yönlü ani bir kırılma) finansal istikrarsızlık unsuru olabilecektir¹⁶⁷. Schwartz yaklaşımının gerçekleşmesi için ise, iki koşul bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, enflasyon oranlarında dalgalanma yaşanmalı ve bu dalgalanmalar piyasa katılımcıları tarafından beklenmemelidir. İkincisi ise, enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar yani fiyatlardaki istikrarsızlıklar piyasa katılımcıları tarafından ortadan kaldırılmamış olmalıdır¹⁶⁸. Bu şekilde fiyatlardaki dalgalanmalar sonucu piyasa katılımcıları yükümlülüklerini yerine getirmede başarısız olacak ve sistem ödemeler sisteminin işleminde yaşanacak aksaklıkla birlikte istikrarsızlığa sürüklenecektir. İleride

¹⁶³ Woodford, “**Financial Market Efficiency and The Effectiveness of Monetary Policy**”, s. 86.

¹⁶⁴ Vincent Brousseau ve Carsten Detken, “**Monetary Policy and Fears of Financial Instability**”, European Central Bank Working Paper Series, No:89, Kasım 2001. s.19.

* Sürüp giden bir enflasyon düzeyinin bulunması ve piyasa katılımcılarında bu yönlü bir beklentinin olması, ilgili piyasalarda spekülasyon yatırım ve borçlanmaları teşvik edecektir. Ancak fiyatlarda yaşanan ani düşüşler durumunda bu şekilde hareket eden piyasa katılımcıları ters pozisyonda kalacağından yükümlülüklerini yerine getirmede başarısızlığa düşeceklerdir. Bu yönlü hareketin güçlü olması ise finansal kurumları risk altına sokabilecektir. 1980'li yıllarda Amerikan ekonomisinde bu durum geçerli olmuştur.

¹⁶⁵ Michael D. Bordo, ve David C. Wheelock, “**Price Stability and Financial Stability: The Historical Record**”, Federal Reserve Bank of ST. Louis, Review Eylül/Ekim 1998, ss. 41-62.

^δ Schwartz yaklaşımına göre para politikasındaki beklenmeyen değişimlerin, enflasyon düzeyinde yapacağı oynaklık da, finansal piyasa katılımcıları ve dolayısıyla finansal sistem için bir başarısızlık unsuru olabilecektir. Süreç içinde ise finansal istikrarsızlığın meydana gelmesi fiyatlar da oynaklığın artmasına neden olabilecektir. Bu açıdan para politikasının fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamada sınırlı kalacağını söylemek gerekmektedir.

¹⁶⁶ Anna J. Schwartz, “**Why Financial Stability Depends on Price Stability**”, Economic Affairs, 1995, s24.

¹⁶⁷ Michael ve Wheelock, s.41.

¹⁶⁸ A.g.e., s.42.

yaşanacak dalgalanmalar piyasa katılımcılar tarafından göz önünde bulundurulmuş ise, Schwartz'ın belirttiği süreç yaşanmayacaktır. Enflasyonun getiriler üzerinde yaratacağı etkinin bertaraf edilmesi sistemin işleyişini garantileyecektir.

Geleneksel yaklaşımı ve bu kapsamdaki Schwartz yaklaşımını destekleyecek şekilde, fiyat istikrarının finansal istikrara pek çok noktadan katkısı bulunmaktadır¹⁶⁹. Fiyat istikrarının sağlanması faizler üzerindeki risk primini düşürecek ve geleceğe yönelik olarak enflasyondaki belirsizliği azaltarak istikrarlı bir ortama katkı yapacaktır. Fiyatların izleyeceği trend konusunda belirsizliğin azalması ile birlikte finansal varlık fiyatlarında da belirsizlik azalacak, enflasyon bekleyişlerindeki düşüş bu eğilimi destekleyecek ve finansal varlıkların gelecek dönemlerdeki getirilerine yönelik beklentilerdeki oynaklıklar azalacaktır. Fiyatların istikrarlı seyrine bağlı olarak finansal varlık değerleri ve ekonomik değişkenler arasındaki uyumsuzluğun azalması, finansal piyasaların etkinliğine ve istikrarına katkı yapacaktır. Bunun dışında Merkez Bankası tarafından fiyat istikrarının sağlanması, bankalar ve borçluların, beklenmeyen ve kalıcı deflasyon dönemlerinde *bile* borç yükü açısından risk altına girme ihtimallerini azaltacaktır. Beklenmeyen ve güçlü bir şekilde ortaya çıkan deflasyon dönemlerinde borç yükünün reel değeri ve borçlanma maliyeti artmaktadır. Ancak fiyatların istikrarlı bir seyir izlemesi ve beklenmeyen ani deflasyonların yaşanmaması, finansal istikrara katkı yapacaktır. Son olarak, para politikasının fiyat istikrarını sağlayacağına yönelik olarak piyasada güçlü beklentilerin olması, piyasa katılımcılarının aşırı risk alma ihtimalini azaltacaktır. Merkez Bankasının fiyat istikrarını sağlama noktasında güçlü duruşu ve varlık fiyatlarındaki istikrarlı seyir ile birlikte, finansal sistemde risklerin arttığı dönemlerde ekonomiyi enflasyona sürükleyecek politikalar izlemeyeceği sinyalinin verilmesi, ahlaki risk ve aşırı risk alma ihtimalini azaltacaktır.

Finansal istikrarın fiyat istikrarına katkısı açısından durum değerlendirildiğinde, finansal sistem istikrarının ve etkinliğinin artması para politikasının etkin olarak yürütülmesi için gerekli görülmektedir¹⁷⁰. Finansal istikrar ve etkinliğin olduğu durumlarda para politikası, hedeflemekte olduğu kısa vadeli faiz seviyelerine ulaşmada ve finansman, tasarruf, yatırım açısından önemli etkileri olan varlık fiyatlarında beklediği etkiyi yaratmada başarılı olabilmektedir¹⁷¹. Bu duruma örnek olarak, Euro Bölgesi finansal sisteminde yapılan düzenlemeler, etkinliği arttıracak şekilde yaşanan birleşmeler ve yeniliklere bağlı olarak, sistemde yaşanan etkinlik artışı ve *doğrudan* para politikası tarafından belirlenen kısa vadeli faizlerin tahmininde kendini göstermiştir¹⁷². Bu paralelde, finansal istikrarsızlığın para politikası uygulamalarında etkinliği bozacağını belirtmek de mümkündür. Örnek olarak, anlamlı düzeyde yaşanacak bir finansal istikrarsızlık para politikasının kısa vadeli faizleri düşürmedeki gücünü olumsuz etkileyebilir⁸. Merkez Bankası borçlanma faizlerini aşağı çekse bile, piyasadaki risk düzeyinin yüksek olması, bankalar ve kurumlar arasındaki işlemlerdeki faiz oranını aşağı çekmekte beklenen etkiyi yaratamayabilir¹⁷³. Aynı şekilde istikrarsız bir finansal sistemin varlığı altında, Merkez Bankasının para politikasını yürütmede, finansal piyasalara ait veri setine doğru ve etkin bir şekilde ulaşması zorlaşacaktır. Finansal sisteme ait veri setine ulaşmada yaşanan zorluklar ve etkinlik kaybı ise ileriye dönük olarak özel sektörün beklentileri, reel büyüme, enflasyon ve faiz oranları gibi kritik değişkenlerin tahminini zorlaştıracaktır. Sonuç itibarıyla para politikası tepki fonksiyonunun (reaction

¹⁶⁹ Papademos, s.3.

¹⁷⁰ A.g.e., s.4.

¹⁷¹ Gai ve Fisher, s. 443.

¹⁷² Ayrıntılı bilgi için Bkz: De Bondt (2005).

⁸ Merkez Bankasının kısa vadeli faiz aracını hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar açısından yoğun olarak kullanmasına yönelik açıklamalara, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde sık sık yer verilecektir.

¹⁷³ Papademos, s.4.

function) belirlenmesi ve para politikasının yürütülmesinde etkinlik kaybı meydana gelebilecektir*.

Fiyat istikrarına yönelik olarak izlenen kredibilitesi yüksek bir para politikasının finansal istikrar için gerekli ancak yeterli bir koşul olmadığını da söylemek gerekmektedir. Aynı şekilde finansal istikrarın sağlanmasının ve finansal etkinliğin de para politikası uygulamalarının etkinliği için gerekli, ancak yeterli bir koşul olmadığını da söylemek mümkündür. Yaşanan süreçlere bakıldığında da yukarıda açıklanmaya çalışılan geleneksel yaklaşımın belirttiğinin tersine pek çok finansal istikrarsızlık ve kriz fiyat istikrarının sağlandığı dönemlerde de meydana gelmiş ve pek çok bankacılık krizi de durgunluğun meydana geldiği dönemlerde yaşanmıştır¹⁷⁴. Bunlara örnek olarak, Amerika'da 1929 ve 1990'larda yaşanan krizler, 1980'lerin sonlarında Japonya'da yaşanan krizler ve 2008 Global Finansal Krizi gösterilebilir. Bu noktada fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanması adına *yeterli bir koşul* olmadığı söylemek mümkündür.

Geleneksel yaklaşım olarak isimlendirilen ve genel kabul gören, fiyat istikrarın finansal istikrar ile çatışmadığını ve finansal istikrarın sağlanması için fiyat istikrarının gerekli olduğuna dair yaklaşıma karşı görüş olarak ise "*yeni çevre*" (*new environment*) yaklaşımı ortaya atılmıştır¹⁷⁵. İlgili bu yaklaşımın yeni çevre yaklaşımı olarak adlandırılmasının nedeni ise, yakalanan düşük enflasyon düzeyinin yeni bir çevre oluşturması, fiyat ve finansal istikrar ilişkisi açısından yeni bir açılım oluşturmasıdır. Yeni çevre yaklaşımına göre sağlanan ve sürdürülen düşük enflasyon düzeyi finansal kırılganlığın oluşmasına veya var olan kırılganlığın artmasına neden olmaktadır. Yani fiyat istikrarı finansal istikrar ile çatışmakta aralarında bir değiş-tokuş (trade-off) bulunmaktadır¹⁷⁶. Örnek olarak, düşük enflasyon düzeyinin yakalanması ve sürdürülmesi ekonomi de bekleyişleri olumlu hale getirecek ve çıktıdaki artış ile birlikte yatırımlar artacak, ekonominin reel tarafında yaşanan bu canlanma finansal varlık fiyatlarında da yükselişlere neden olacaktır. Merkez Bankasının bu politikayı desteklemesi de ileriki dönemlerde, varlık fiyatlarında yaşanan artışların, bir köpük-balon (bubbles) şeklini almasına neden olacaktır. Oluşan köpükler de istikrarsızlık unsuru olarak sistemi risk altına sokacaktır. Sonuç olarak, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak kullanılan para politikası araçları finansal istikrarsızlığın temel kaynağı olabilecektir.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişki ile ilgili, bu iki görüşü açıkladıktan sonra iki görüş arasında bir sentez oluşturmak ve fiyat – finansal istikrar ilişkisini bir sonraki aşamaya götürmek gerekmektedir. Yaşanan krizlere bakıldığında, bazı krizlerde fiyatların istikrarlı olmasına rağmen finansal istikrarsızlıkların yaşandığı bir gerçektir. Bu sonuca bağlı olarak fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir çatışma olduğunu, fiyat istikrarın sağlanması ile birlikte finansal istikrarın sağlanmasının mümkün olmadığı söylenebilir. Ancak bu noktada şu iki durumu birbirinden net olarak ayırmak gerekmektedir; Birincisi, düşük enflasyon düzeyinin yakalanması ve sürdürülmesi finansal istikrarın sağlanması açısından *yeterli bir koşul* değildir. Ve ikincisi, *düşük enflasyon düzeyi finansal istikrarsızlığa* neden olur¹⁷⁷. Düşük enflasyon düzeyinin finansal istikrarsızlık yaratacağı görüşüne karşı şunu söylemek mümkündür; fiyat istikrarının sağlanmadığı ya da fiyatların yükseldiği ülkelerde finansal istikrar sağlanmalı ya da finansal piyasalar daha istikrarlı olmalıdır! Bu açıdan

* Merkez Bankası açısından bu noktada önemli olan, ekonominin durumuna bağlı olarak finansal varlıklar üzerindeki (özellikle bonolar) risk primi konusunda doğru tahminler yapmak ve risk priminin belirleyicilerini tam olarak ortaya koymaktır. Özellikle bonoların ileride alacağı değere yönelik olarak, reel değeri ve nominal değeri arasındaki farklılığı gösteren enflasyon oranını tahmin etmek kritiktir. Bu noktada ise finansal piyasa katılımcılarının enflasyon bekleyişlerini doğru algılamak ve buna göre risk primini iyi analiz etmek Merkez Bankaları açısından yararlı olacaktır. Bu ise finansal sistemin istikrarlı ve etkin işlediği durumlarda daha mümkün görünmektedir.

¹⁷⁴ Gary Gorton, "**Banking panics and Business Cycles**", Oxford Economic Papers, Vol:40, s. 755.

¹⁷⁵ Issing, "**Monetary and Financial Stability: Is There a Trade Off?**", s2.

¹⁷⁶ Bu konuyla ayrıntılı bilgi için Bkz. Borio, English, vd. (2003)

¹⁷⁷ A.g.e., s3.

bakıldığında, Merkez Bankalarının fiyatları istikrarsız ve oynaklığı yüksek hale getirmesi beklenmelidir. Ancak ne literatürde ne de uygulamada bu durumu destekleyecek bir görüş bulunmamaktadır¹⁷⁸. Süreç düşünüldüğünde, yüksek enflasyon ve fiyat istikrarsızlığı ile birlikte faizlerde meydana gelen artışlar finansal varlık fiyatlarını aşağı yönlü etkilemiş ve fon kullanımlarında daha katı davranılmayı gerektirmiştir. Bu nedenle iki istikrar arasında var olduğu ifade edilen yeni çevre yaklaşımı bu açıdan eleştirilebilir. Yine uygulamaya bakıldığında, Merkez Bankalarının etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu diğer kamu kurumlarına devrettiği ancak fiyat istikrarını temel hedef alırken finansal istikrara yönelik olarak acil likidite desteği, son kredi mercii, piyasalardaki gelişmelere göre kısa vadeli faiz ayarlamaları gibi politikalar izlemekte olduğu görülmektedir. Bu da yeni çevre yaklaşımına karşı ortaya atılabilecek önemli bir durumdur.

Yeni çevre yaklaşımının geçerliliği sorgulanmakla beraber, bu yaklaşımı destekleyecek bazı özel durumlar da bulunmaktadır. Düşük enflasyon düzeyinin anlamlı ve beklenmedik bir şekilde gerçekleşmesi durumunun finansal istikrarsızlığa neden olma ihtimali örnek olarak verilebilir. Böyle bir durumda ekonomik birimlerin beklentileri olumluya dönecek ve enflasyondaki düşüş eğilimi ile birlikte faizler de düşecektir. Sonuç olarak düşük enflasyon ve düşük faiz ortamında fon kullananlar riski daha yüksek işlemlere girişme eğiliminde olacaklardır. Bu da finansal sistem için risk unsuru oluşturacak, kısa vadeli bir etki yaratacak ve kırılmalığın artışına neden olabilecektir. Ancak bu durum, *fiyat istikrarı politikası içinde yapılacak* bazı düzenlemelerle ortadan kaldırılabilir ve yeni durum olan düşük enflasyon düzeyinin ekonomide yeni bir denge oluşturmasıyla da finansal istikrarsızlık riski azalabilir¹⁷⁹. Kısa dönemde bu şekildeki bir çatışmanın yanında, kısa dönemde bile fiyat ve finansal istikrar arasında çatışmanın olmadığı durumlar da bulunmaktadır. Örnek olarak, durgunluk dönemlerinde meydana gelen bir kriz sonucunda Merkez Bankasının piyasaya çeşitli kanallardan likidite sağlaması, enflasyonist etki yaratmayacak, fiyat ve finansal istikrar sağlayıcı olacaktır¹⁸⁰. Bu düşüncenin devamında ise yüksek enflasyon düzeyi ve fiyat istikrarının sağlanamamasının, uzun vadeli istikrarsızlık oluşturacağını söylemek gerekmektedir. Bu durumda bazı küçük düzenlemelerle yeni bir denge oluşturmak mümkün olmayacaktır. Sonuç olarak şunu söylemek mümkündür; yeni çevre yaklaşımı, kısa dönemde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki çatışmayı açıklamakta başarılıdır¹⁸¹. *Fakat kısa vadeli bu çatışma, finansal istikrarın Merkez Bankası tarafından tek başına hedeflediği bir amaç olmamasından kaynaklanmaktadır*.*

Yapılan açıklamaları özetlemek gerekirse, Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında uzun dönemde bir çatışma bulunmamaktadır¹⁸². Yani fiyat istikrarını sağlayıcı politikaların finansal istikrarsızlık unsuru olduğunu söylemek mümkün görünmemektedir. Kısa dönemde ise bazı özel durumlarda iki amaç arasında çatışma mümkün görünmektedir. Fakat geçiş dönemi olarak görünen bu kısa dönemlerde yeni bir denge noktası oluşuncaya kadar bazı düzenlemeler ile bu çatışmayı da önlemek mümkün görünmektedir. Finansal sistemin istikrara kavuşturulması ve etkinliğin sağlanması adına Merkez Bankalarının çeşitli araç ve uygulamalarla sisteme dahil olması, ne fiyat istikrarını ne de para politikasının etkinliğini tehdit etmektedir¹⁸³. Sonuç itibarıyla Merkez Bankalarının fiyat istikrarı ile birlikte, aynı zamanda finansal istikrara dönük olarak para politikası modellemelerinde düzenlemeler

¹⁷⁸ A.g.e., s.4.

¹⁷⁹ A.g.e., s.4.

¹⁸⁰ Vincent Brousseau ve Carsten Detken, “**Monetary Policy and Fears of Financial Instability**”, European Central Bank Working Paper Series, No:89, Kasım 2001. s.23.

¹⁸¹ A.g.e., s.25.

* İlgili amacın gerçekleştirilmesinde, etkin denetim ve gözetim yapan kurum, rekabet ile ilgili düzenlemeler yapan kurum, ilgili bakanlıklar, hisse senedi ve sermaye piyasaları ile ilgili düzenlemeler yapan kurumların da sorumluluğu bulunmaktadır.

¹⁸² Papademos, s.4.

¹⁸³ Woodford, “**Financial Market Efficiency and The Effectiveness of Monetary Policy**”, s. 86.

yapması ve finansal istikrara yönelik politikalar üretmesi etkin bir para politikası için gerekli görülmektedir.

2.6. Para Politikası Uygulama Sürecinde Finansal İstikrarın Yeri

Finansal istikrar ya da istikrarsızlık için aşırı aktivist bir politika güdülmesi yani finansal istikrarsızlığın etkilerinin piyasalarda net olarak hissedilmeden politika üretilmesinin olumsuz etkileri yukarıda açıklanmaya çalışıldı. Bu noktada sorulması gereken soru Merkez Bankalarının para politikası uygulamalarında finansal istikrara yönelik olarak nasıl bir *eylem tarzı* belirleyecekleridir. Bu alt bölümde bununla ilgili durum ortaya koyulmaya çalışılacaktır.

Uygulamada Merkez Bankaları para politikasını yürütürken ana hedefi olan düşük ve istikrarlı fiyat düzeyine ve dolayısıyla sürdürülebilir bir büyümeye odaklanmaktadır. Bu açıdan vurgulanması gereken durum, *finansal istikrarsızlığın, ekonomi için kritik öneme sahip enflasyon ve büyüme üzerinde etkilerini göstermesidir*^π. İstikrarsızlık ve risk unsuru taşıyan durumlar enflasyonun beklenen düzeyin üzerine çıkmasına ve büyümenin de potansiyelin altında kalmasında etkilidir. Bu nedenle Merkez Bankaları finansal istikrarı ve dolayısıyla meydana gelecek istikrarsızlığın etkilerini piyasada gözlemleyerek, para politikası uygulamalarında istikrar sağlayıcı yönde ayarlamalar yapar¹⁸⁴. Ancak kritik olan durum yapılacak ayarlamaların (örneğin genişletici ya da daraltıcı para politikası uygulaması) boyutlarının ne düzeyde olacağıdır. Ayarlamaların boyutu ise enflasyon ve büyüme konusunda hedeflenen ve beklenen düzeylere bağlıdır^δ. Bu noktada önemli olan enflasyon, büyüme tahminleri ve beklentileri temelinde yapılacak ayarlamaların gerçekte olması gerekenin uzağında kalmamasıdır. Böyle bir gelişmeye engel olmak için ise *Merkez Bankaları enflasyon ve büyüme dışında ekonomik olarak anahtar değişkenlere yönelik tahminler oluşturmakta ve bunlardaki değişimi izlemektedirler*^Ω. Ancak bu durumda da yapılacak olan tahminler risk içermeye devam etmektedir!. Bu genel bilgi ışığında aşağıdaki alt bölümde Merkez Bankasının finansal istikrarsızlığı ortadan kaldırmaya ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullandığı araçlar açıklanmaya çalışılacaktır*.

2.6.1. Finansal İstikrarın Oluşturulması ve Sürdürülmesine Yönelik Eylemler ve Araçlar

Önceki alt bölümlerde açıklanmaya çalışılan mevduat sigortası, Merkez Bankalarının geleneksel olarak, istikrarlı finansal yapı için destekledikleri bir uygulamadır. Ancak mevduat sigortası, ilgili kurumların risk altında olmaları durumunda, daha çok küçük mevduat sahiplerini koruyacak şekilde geliştirilmiş bir uygulamadır. Ancak banka pasiflerinin

^π 3. Bölümde ayrıntılı olarak ortaya koyulacak olan faiz düzleştirme kuralı bu temel ile hareket etmektedir. Ancak temelin bu şekilde olması ile birlikte, finansal istikrara yönelik olarak Merkez Bankalarının, para politikaları uygulamalarında, sadece enflasyon ve büyümeye göre hareket etmedikleri de bir gerçektir. Bu nedenle, Merkez Bankaları tepki fonksiyonunda ve dolayısıyla faiz düzleştirme kuralında, 3. bölümde üzerinde ayrıntılı olarak durulacak ve finansal stresi ortaya koyabilecek pek çok değişkene yer verilmektedir.

¹⁸⁴ Ferguson, s.13.

^δ Finansal istikrarsızlık paralelinde para politikası uygulamalarında ön plana çıkan özel bir durum bulunmaktadır. Bu durum, belirlenen hedeflerde kısa ve uzun dönemde yaratılacak etkilere göre para politikası uygulamalarına karar verilmesi gerektiğidir. Bu seçim ise ilgili Merkez Bankasının yürüttüğü para politikasına göre değişiklik gösterecektir.

^Ω Faiz düzleştirme kuralı da para politikası içinde bu eksikliği gidererek finansal stresi ortaya koyan değişkenleri içerecek şekilde geliştirilmiş, uygulamaya dönük bir kural olarak ortaya çıkmaktadır. Çalışma içinde yeri geldikçe faiz düzleştirme kuralı ile ilgili kısa açıklamalar verilmeye devam edilecektir.

* Merkez Bankaları finansal piyasalarda ve özellikle kredi piyasalarında özellikle likidite konusunda çok çeşitli araçlar kullanılmaktadır. Bu araçlar para politikasının genel çerçevesine, banka bilançolarında yaratmak istenilen etkiye ve ekonominin durumuna göre değişebilmektedir. Bu alt bölüm ve bir sonraki alt bölümde, çok sık kullanılan ve önemli olan araçlara değinilmeye çalışılacaktır. Kullanılabilen diğer yöntem ve araçlar da genel olarak burada verilen yöntem ve araçların türevi şeklinde olabilmektedir.

çok büyük bir kısmını artık, sigorta kapsamında olmayan kredi sağlayıcılar oluşturmaktadır. Bu durumda sistemdeki bir bankada meydana gelen bir risk oluşumu hızlı bir şekilde bulaşıcılık özelliği ve panik nedeniyle diğer bankalara da sıçrayabilmektedir. Böyle bir oluşuma sadece küçük mevduat sahiplerini kapsayan mevduat sigortası sistemi ile engel olmak mümkün görünmemektedir. Özellikle risklerin arttığı kriz dönemlerinde mevduat sigortasının kapsamını genişletmek ise, ahlaki risk sorununu ortaya çıkarabilmektedir. Bu nedenle, mevduat sigortasına ek olarak, Merkez Bankalarının finansal sistemin etkinliğini ve istikrarını sağlama adına atması gereken daha kapsamlı adımlar bulunmaktadır.

Merkez Bankasının finansal istikrara yönelik iki eylem şekli bulunmaktadır. Birincisi, finansal istikrarı oluşturmaya yönelik uygulama ve politikalar geliştirmek, ikincisi ise finansal istikrarsızlığa neden olabilecek unsurları ortadan kaldırmak ve finansal piyasaların istikrarsız hale gelmesi sonucu ortaya çıkan durumu yönetmektir. Finansal istikrarı sağlama açısından Merkez Bankası tarafından yapılması gerekenlere genel çerçeve açısından bakıldığında en önemli adım düşük ve istikrarlı bir fiyat düzeyini yakalamaktır¹⁸⁵. Devamında finansal sistem için yasal bir çerçevenin çizilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bunun paralelinde finansal sistemin işleyişinin sağlıklı olarak gerçekleşmesi için etkin bir denetim sisteminin gerçekleştirilmesi ve sistemin işleyişinin sektöre uğramaması için sigorta sisteminin oluşturulması önemli görülmektedir. İstikrarın sürdürülmesi adına, ödemeler sistemini etkin çalıştırılması ve son kredi mercii olarak likidite ile ilgili gelişmelerin yakından takip edilmesi de gerekmektedir*. Merkez Bankaları likidite ile ilgili olarak, klasik araçlar olan açık piyasa işlemleri ve reeskont oranlarını ayarlayarak ilgili kurumların ve piyasaların ihtiyacı olan likiditeyi yaratmakta, bu şekilde piyasaya güven vermekte ve piyasaların fonksiyonlarını yerine getirmesine yardımcı olmaktadır^Ω. Bunun yanında *kısa vadeli faizlerde* yapacağı düzenlemelerle ve rezerv gerekliliğindeki değişikliklerle de ortaya çıkan istikrarsızlığa karşı erken önlem alma ve finansal istikrarsızlığın sonuçlarını hafifletmek adına adımlar atmaktadır^δ.

Merkez Bankalarının finansal istikrar amacına yönelik olarak yürüteceği politikalarda etkinliğin sağlanabilmesi adına üzerinde durulması gereken iki görüş bulunmaktadır. Bunlardan ilki "*açık piyasa işlemleri*" ile ilgilidir. Buna göre para politikası amaçları ve finansal istikrara yönelik politikalarda çatışma bulunmaktadır¹⁸⁶. Böyle bir durum ilgili Merkez Bankasının fiyatlar genel düzeyini belirli bir bant etrafında tutması gerekliliği örneğin de daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Merkez Bankasının fiyat istikrarını sağlamak için sıkı para politikası izlemek zorunda olduğu durumda eğer finansal istikrarı gözetecek şekilde bankacılık sisteminin sağlamlığını da hedef almışsa, bazı sorunlar ile karşılaşacaktır. Sıkı para politikası uygulaması bankacılık kesimi açısından hayati değişken olan faizlerin yükselmesine neden olacağından bankacılık kesimde bazı riskler oluşabilecektir. Bu noktada açık piyasa işlemlerine bağlı para politikası amaçları ile özde bankacılık kesimi istikrarı genelde ise finansal istikrar arasında bir çatışma olabilmektedir.

Ancak bu görüşe göre, Merkez Bankaları temelde fiyat istikrarına yönelik açık piyasa işlemlerine dayalı politikalarını devam ettirmeli ve bankacılık kesiminde finansal sistemi tehlike altına sokan bir riskin oluşması durumunda açık piyasa işlemleri ile müdahalede

¹⁸⁵ A.g.e., s.16.

* İlerleyen paragraflarda ve bölümlerde bu konuyla ilgili ayrıntılı değerlendirmelere yer verilecek ayrıca konu açısından önem arz eden *faiz düzeltme kuralı*'nın finansal istikrar içindeki yeri açıklanmaya çalışılacaktır.

^Ω Merkez Bankaları risklerin arttığı ve istikrarsızlığın meydana geldiği dönemlerde spesifik para politikası araçları ile de piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlayabilir. Bu araçlar arasında farklılaştırılmış reeskont oranları, ticari banka kredilerinin miktar, vade ve faiz oranlı açısından selektif kontrolü, finansal araçların portföylerinin yeniden düzenlenmesi, tüketici kredilerinin kontrolü, hisse senedi ve tahvil satın alınmasına yönelik kredilerin kontrolü gibi araçlara sayılabilir. Bu araçlara yönelik olarak ayrıntılı bilgi için Bkz. Parasız (1998).

^δ Faiz düzeltme kuralını bu kapsamda değerlendirmek mümkündür.

¹⁸⁶ Schinasi, "**Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets**", s.9.

bulunmalıdır. Müdahalenin temelinde ise iki varsayım yatmaktadır. Birincisi, Merkez Bankasının likiditeyi sağlam finansal varlıklar ile piyasa aktaracağı ve geri dönüşünü garanti edeceğidir. İkincisi ise piyasanın ve dolayısıyla da Merkez Bankasının borçlarını ödeme gücüne sahip olan ve olmayan kurumlar arasında ayrımı net olarak yapacağıdır.

İkinci görüş ise “*bankacılık kesimine yönelik politika*” lar ile ilgilidir. Bu görüşte bir önceki paragrafta ifade edilen görüşü desteklemekte ancak bu görüşün borç ödeme gücü ve likiditeye sahip olup olmama açısından kurumların ayırt edilmesi konusunda zayıf kaldığını belirtmektedir¹⁸⁷. Örnek olarak bir bankanın borçlarını ödeme gücü açısından beyan edeceği varlıkları olabilir ve bu durumda ilgili kurum borç ödeme kapasitesi açısından sağlıklı görülebilir. Ancak ilgili varlıkların likiditesinin düşük olması ödeme kapasitesi açısından gerekli olan likiditenin sağlanmasına yönelik sorun yaratacaktır. Bu nedenle, Merkez Bankaları piyasaya likidite sorunu olan ve borç ödeme kapasitesi düşük olan kurumların ayırt edilmesi açısından yardımcı olmalıdır. Yine bu görüşe göre Merkez Bankalarının etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu da üstlenmesi gerekmektedir. Bu fonksiyonun Merkez Bankaları tarafından gerçekleştirilmesi, bankacılık kesimine ve sistem açısından gerekli olan kurumlara yönelik bilgi setinin güçlenmesi ve ilgili kurumların sağlamlığı (soundness) ’nın devamı açısından gerekli görülmektedir. Son olarak, açık piyasa işlemleri banka iflasları ve finansal krizlerin önlenmesi açısından yeterli değildir. Bu açıdan Merkez Bankalarının etkin denetim ve gözetim faaliyetlerinin yanında, kapsamlı finansal istikrar sağlayıcı politikalar geliştirmesi gerekmektedir.

Bu noktada finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine yönelik olarak literatürde yer alan araçlara ait aşağıdaki tabloyu vermek konunun netleşmesi açısından önemli görülmektedir. Belirtilen araçlar hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın oluşturulması ve sürdürülmesinde ortak olarak kullanılabilen araçlar olabilmektedir. Aynı zamanda bu araçların bazıları sistemin tamamına yönelik olarak kullanılırken, bazıları sadece risk oluşturan unsurlar üzerinde kullanılmaktadır. Burada yer alan araçlar ve kullanım şekilleri sadece tanımlayıcı, *olması gerekeni gösteren* ve politika oluşturmaya yönelik bir yol göstericidir. Tablo 2.2 bu paralelde Merkez Bankasının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesindeki rolünü ve bu kapsamdaki sınırlarını göstermek adına anlamlıdır¹⁸⁸. Ülkenin ve ilgili piyasaların yapısına göre araçların kullanım alanlarının ve kullanan kurumların farklı olması muhtemeldir.

Tablo 2.2’de verilen ilk üç araç Merkez Bankalarının asli olarak fiyat istikrarını sağlamak için kullandığı direkt araçlar olarak ön plana çıkmaktadır. Ancak bunun yanında bu ilk üç araç yani para politikası stratejisi, kısa dönem faiz oranları ve açık piyasa işlemleri finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına dolaylı olarak sisteme yönelik olarak kullanılan araçlar arasında da yer almaktadır*. Aynı şekilde son üç araç olan etkin düzenleme, etkin denetim ve mevduat sigortası uygulaması ise finansal istikrarın oluşturulması ve sürdürülmesi ile ilişkili olarak risk unsuru yaratan kuruluşa yönelik olarak uygulanmaktadır. Ancak tek bir kuruma ait risklerin ortadan kaldırılması ve bu kurumun istikrarlı bir faaliyet sürdürmesi etkin gözetim yapan kurum yada Merkez Bankasının direkt olarak bir amacı olamaz. Ancak *ilgili kurumlarda oluşan riskin bir sistemik risk yaratma olasılığı olması durumunda kuruma yönelik düzenleme yapılabilir*¹⁸⁹. Tek bir kuruma yönelik düzenlemenin sistemin tamamını istikrara kavuşturacak unsurlar içermemesi ahlaki risk sorununun da ortaya çıkmasına neden olabilir. Bu açıdan ilgili araçlar dolaylı olarak sistemi

¹⁸⁷ A.g.e., s.10.

¹⁸⁸ Padoa-Schioppa, “**Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between**”, s. 291.

* Sistem, finansal piyasalar, kamusal – özel kurumlar, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ve piyasa katılımcılarını kapsayan organik yapılanmayı ifade etmektedir. Ek olarak faiz düzeltme kuralının daha kapsamlı bir süreci ifade etmesinin yanında kısa dönemli faizler ile ilgili olduğundan belli oranda bu kapsamda değerlendirilebilir. İlgili kurala ait detaylı bilgiler 3. Bölüm’de verilecektir.

¹⁸⁹ A.g.e., s. 291.

bir bütün olarak risk ve istikrarsızlık unsurlarından kurtarmak için kullanılabilir. Bu araçlar dışında kalan diğer araçlar ise Merkez Bankasının bankaların bankası ve son kredi mercii olma fonksiyonlarına göre şekillenen araçları kapsamaktadır. Bu açıdan ilgili araçlar Merkez Bankasının finansal istikrarı sağlama sorumluluğuna hizmet eden araçlar olarak görülmektedir. Aşağıdaki paragraflarda bunlarla ilgili bilgiler verilmeye çalışılacaktır.

Tablo 2.2: Fiyat ve Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesine Yönelik Araçlar*

Araçlar	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar	
		Sisteme Yönelik	Bireysel Kuruluşa Yönelik
1- Para Politikası Stratejisi	xx	x	
2- Kısa Dönem Faiz Oranları	xx	x	
3- Açık Piyasa İşlemleri	xx	x	
4- Ödemeler Sistemi		xx	
5- Kamu-Özel Arası İletişim	xx	⊗	⊗
6- Acil Likidite Desteği		xx	xx
7- Kriz Koordinasyonu		⊗	⊗⊗
8- Etkin Düzenleme		o	oo
9- Etkin Denetim		o	oo
10- Mevduat Sigortası		o	oo

Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between", s. 291.
x=Merkez Bankasının etkin denetim rolü olmadan uyguladığı araç, o= Diğer kurumlara ait araçlar, ⊗= Merkez Bankası ve diğer kurumlar tarafından kullanılabilen araçlar. Çift semboller aracın asıl kullanımı, tek semboller dolaylı kullanımıdır.

Tablo 2.2'yi güçlendirme adına, şunu da belirtmek yararlı olacaktır. Oluşan riskler ve risklerin büyümesi sonucu, bulaşıcılık, panik vb. durumlarla finansal piyasalarda istikrarsız bir ortam oluşması durumunda, Merkez Bankalarının para politikası araçları ile acil önlemler alması ve uygulamakta olduğu politikaları duruma göre *esnek* bir şekilde adapte etmesi, istikrarsızlığın krize dönüşmemesi açısından önem arz edecektir¹⁹⁰. Bu noktada önemli olan, beklenmedik durumlar ve piyasalardaki ani kırılmalara karşı Merkez Bankalarının sistem olarak ve politika araçları ile ani müdahalelerde bulunabilmesidir. Bu süreçte finansal piyasalarda faaliyet gösteren banka ve diğer finansal kurumların sisteme olan güvenin sağlanmasına yönelik olarak teşvik sağlayıcı ek önlemler almak da yararlı olmaktadır. Çünkü bu tür durumlarda faaliyette bulunan kurumlar kredilerini geri çağırma, faaliyetlerini azaltma, likit varlıklara dönme gibi çabalar sergileyecek bu da finansal piyasalara ek yük getirecektir. Bu uygulamalara örnek olarak *yabancı para birimine bağlı likidite işlemlerinde aktif aracı olmak, likidite sorunlarını çözmek, duruma göre kalitesi düşük veya yüksek varlıkların Merkez Bankaları tarafından satın alınması, sistem açısından önemli olan kurum hisselerinin satın alımı, imtiyazlı hisselerin adi hisse senedi haline getirilerek likiditenin bu açıdan desteklenmesi, mevduat sigortası kapsamının geçici olarak genişletilmesi, banka rezervleri konusunda esneklikler sağlaması gibi önlemler* gösterilebilir*.

¹⁹⁰ Ferguson, s.18.

* Merkez Bankalarının burada karar vermesi gereken önemli bir durum bulunmaktadır. Finansal istikrarın bozulduğu, kırılmalığın arttığı dönemler ile oynaklığın arttığı dönemler arasında ayırım yapmak! Doğası gereği dinamik bir yapısı olan finansal piyasalarda ve bu piyasalarda işlem gören finansal araçlara ait değerlerde yukarı ve aşağı yönlü dalgalanmalar (volatility) olması normaldir. Bu gibi durumlarda Merkez Bankalarının aktif olarak

Tablo 2.2'de verilen araçlardan Merkez Bankası ve finansal istikrar ile direk ilgili olanlar üzerinde durulması gerekmektedir. Bunlar arasında ilk olarak ödemeler sistemi bulunmaktadır. Ödemeler sisteminin Merkez Bankası tarafından etkin çalıştırılması için şu temel ilkeleri sağlaması gerekmektedir;

- *Ödeme sisteminin sağlam bir hukuksal temeli olmalıdır.*
- *Sistemin kuralları ve işleyiş prosedürleri, katılımcıların sisteme üye olmaları nedeniyle maruz kalacakları finansal risklerin farkında olmalarını sağlamalıdır.*
- *Sistemin, kredi ve likidite risklerinin yönetiminde izlenecek açıkça tanımlanmış yol ve yöntemleri olmalıdır. Bu yol ve yöntemler, risklerin yönetilmesini ve kontrol edilmesini teşvik edici, sistemin işleticisi ile katılımcıların sorumluluklarını belirleyici nitelikte olmalıdır.*
- *Sistem, işlem günü içerisinde mutabakatı hızla kesinleştirebilmeli, en azından gün sonunda kesin mutabakatı sağlamalıdır.*
- *Çok taraflı netleşme tekniği ile çalışan bir sistem, en azından, en büyük mutabakat yükümlülüğü olan katılımcının yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda dahi günlük mutabakatın zamanında tamamlanmasını sağlayacak önlemleri almalıdır.*
- *Sistemde mutabakat unsuru olarak, merkez bankasında kayıtlı varlıklar kullanılmalı, aksi taktirde kullanılan varlıkların mutabakat riski ya hiç olmamalı ya da düşük olmalıdır.*
- *Sistem, üst düzeyde güvenlik ve operasyonel güvenilirliği sağlamalı; ayrıca beklenmedik durumlarda iş gününün tamamlanmasını sağlayacak olağanüstü durum prosedürlerine sahip olmalıdır.*
- *Sistem kullanılışlı ve ekonomik olarak verimli bir ödeme kanalı oluşturmalıdır.*
- *Sistemin nesnel ve kamuya açıklanmış üyelik ölçütleri olmalı, adil ve kısıtsız bir katılıma izin verilmelidir.*
- *Sistemin yönetsel düzenlemeleri etkin, açıklanabilir ve şeffaf olmalıdır¹⁹¹.*

Merkez Bankalarının temel ilkelerin sağlanmasındaki sorumlulukları ise şunlardır;

- *Merkez Bankası, ödeme sistemlerindeki hedeflerini açıkça tanımlamalı; bu konudaki rolünü ve temel politikalarını kamu oyunun bilgisine sunmalıdır.*
- *Merkez Bankası, işletimini yaptığı ödeme sistemlerinin temel ilkelere uygunluğunu sağlamalıdır.*
- *Merkez Bankası, işletimini yapmadığı ödeme sistemlerinin temel ilkelere uygunluğunu denetlemeli ve bu sistemler üzerinde gözetim yetkisine sahip bulunmalıdır.*
- *Merkez Bankası, temel ilkeler aracılığıyla ödeme sistemlerinin güvenliğini ve etkinliğini artırırken, gerek diğer Merkez Bankaları gerekse ilgili diğer yerli ve yabancı kuruluşlarla işbirliği yapmalıdır¹⁹².*

duruma müdahale etmemesi ve süreci yakından takip etmesi gerekmektedir. Müdahale ve çeşitli politika araçları ile düzenlemelere gitmek "Piyasa Başarısızlığı" şeklinde oluşan dönemlere özgü durumlardır. Böyle bir ayırım finansal istikrarın inşası ve sürdürülmesi adına sağlıklı bir altyapı sağlayacaktır.

¹⁹¹ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:2, Haziran 2006**, s.118.

¹⁹² A.g.e., s.118.

Ödemeler sistemi ile ilgili yapılacak uygulamayı ise iki kısım şeklinde düşünmek gerekmektedir. Bunlar ödemeler sistemine yönelik bazı standartlar oluşturulması ve ödemeler sisteminin yönetilmesidir. Merkez Bankaları tarafından bu aracın finansal istikrar açısından kullanılmasının temel nedeni ortaya çıkan risklerin ve başarısızlıkların bulaşıcılık özelliği ile sistemin tamamına yayılmasını önlemektir. Bunun için Merkez Bankaları ödemeler sistemi içinde sistemin sıkışıklığını çözecek şekilde mekanizmalar geliştirmekte, riskleri minimize etmeye çalışmaktadır. Bu paralelde Merkez Bankalarının yapması gerekenler şunlardır; ödemeler sisteminin çalışmasını güvence altına alacak ve gelişimini sağlayacak uygulamalar yapmak, online olarak sistemin etkin şekilde izlenmesine yönelik alt yapı ve üst yapıyı oluşturmak ve devamını sağlamak, son olarak ise sistemi izleyerek denetim altında tutmak ve aksayan yönlerini ortadan kaldırmaya yönelik uygulamalar gerçekleştirmektir¹⁹³. Bu araç ile birlikte Merkez Bankaları, ödemeler sisteminin sağlaştırılmasına yönelik olarak sistemi, yasal düzenlemeler, krediler, likidite ve operasyonel riskler açısından kontrol altında tutmaktadır.

Tablo 2.2'de açıklanmasına ihtiyaç duyulan diğer bir araç ise, kamu-özel arası iletişimdir. Literatürde yer alan bir görüşe göre, Merkez Bankasının istikrarsızlık unsuru yaratan durumlara müdahalede bulunması ve buna bağlı olarak "rasyonel" piyasa katılımcıları ile diyalog halinde olmasının istikrarsızlığın ortadan kaldırılmasına yönelik olarak bir getirisi olmayacaktır. Bu duruma örnek olarak, **finansal varlık fiyatlarında görülen köpük (bubble) ve çoğunluğa uyma (herding) durumları gösterilmektedir**^δ. Merkez Bankasının piyasadaki köpüğü ya da çoğunluğa uyma durumunu ortadan kaldırmaya yönelik olarak müdahalede bulunacağı, rasyonel olan piyasa katılımcıları tarafından anında bilinecek ve ilgili köpüğü ortadan kaldıracak şekilde tersine hareket kendinden oluşacaktır. Bu nedenle Merkez Bankasının piyasa katılımcıları ile diyalog halinde bulunmasına gerek bulunmamaktadır¹⁹⁴. Ancak finansal piyasalar hem genelde hem de özelde etkin çalışmamakta ve bu bağlamda piyasa rasyonel olarak işlememektedir. Bu noktada oluşan köpüğün ya da çoğunluğa uyma durumunun kendiliğinden ortadan kalkması mümkün görünmemektedir.

Yukarıdaki açıklamanın sonucu olarak, Merkez Bankasının kamu ve özel kurumlar ile iletişim halinde olması ve piyasaların o anki durumu hakkında bilgilendirmelerde bulunması finansal istikrarın sürdürülmesi ve piyasaya güven verilmesi açısından önemli görülmektedir. Özellikle piyasalarda kırılmanın arttığı ve risklerin üst seviyelerde ulaştığı dönemlerde önemli piyasa katılımcıları olan banka ve diğer finansal kuruluşlar ile birebir iletişim halinde olmak ve değerlendirmelerde bulunmak kırılmanın ve risklerin yönetimini kolaylaştırabilecektir. Bu nedenle finansal istikrarsızlığın önlenmesi ve yönetilmesi açısından bu araç önemli görülmektedir. Ek olarak, Merkez Bankasının piyasa katılımcıları ile yakın iletişim halinde olması, moral desteği sağlaması ve şeffaflık ilkesini sağlaması, istikrarsızlığın arttığı dönemlerde döviz piyasasındaki oynaklığın azaltılmasına da katkı sağlayacaktır¹⁹⁵. Ancak kurulan iletişim ve verilen bilginin sağlıklı olması, durumu tam olarak yansıtması ve zamanlamasının doğru olması da önemlidir. Bu noktada ilgili ekonomide uygulanan para politikasının kredibilitésinin yüksek olması ve güvenilir olması gerekmektedir¹⁹⁶. Merkez Bankasının izleyeceği politikanın ne olduğu ve izlemekte olduğu para politikasının seyri

¹⁹³ Alan Greenspan, "Economic Volatility", Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31, 2002.

^δ Çoğunluğa uyma (herding) durumunu şu şekilde açıklamak mümkündür; Piyasa katılımcıları ilgili finansal varlığın fiyatında bir köpüğün olduğunu bilmekte ancak hareket tersine dönmediği için dönene kadar, çoğunluğa uyarak pozisyonunu değiştirmemektedir. Bu durum "herding" olarak adlandırılmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Avery ve Zemsky (1998).

¹⁹⁴ Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between", s. 305. Ayrıntılı bilgi için bkz. Behzad ve Grossman (1983).

¹⁹⁵ Frank Heinemann ve Gerhard Illing "Speculative Attacks: Unique Sunspot Equilibrium and Transparency", Journal of International Economics, Vol. 58, No.2, 2002, s. 432.

¹⁹⁶ Luca Colombo ve Gianluca Femminis, "The Social Value of Public Information With Costly Information Acquisition", Economic Letters, Vol. 100. 2008, s.198.

hakkında net bilgiye sahip *olunması*, kısa vadeli faizlerin izleyeceği seyir ve belli başlı makro ekonomik değişkenlerin durumu hakkında sağlıklı tahminler yapılmasını kolaylaştıracak bu da piyasa katılımcılarının risk yönetimini etkin yapmalarını mümkün kılacaktır¹⁹⁷. Tersi durumun olması yani para politikasının güvenilirliğinin zayıf olması ve piyasa katılımcıları ile kurulan iletişimde kullanılan bilginin sağlıklı olması veya bilgi doğru olsa bile zamanlamasının yanlış olması, oluşan risklerin ve istikrarsızlıkta yaşanan dalgalanmanın boyutunun artmasına neden olabilmektedir.

Tablo 2.2’de verilen ve Merkez Bankalarının finansal istikrarsızlığın ortaya çıktığı dönemlerde ilk olarak başvurduğu araçlardan biri olan acil likidite desteği de çok kritik ve önemli bir araçtır. Özellikle oynaklığın arttığı ve kriz dönemlerinde likiditede sıkışıklıkların meydana gelmesi muhtemeldir. Bu dönemlerde Merkez Bankalarının para politikası araçları ve özellikle açık piyasa işlemleri ile ilgili piyasalara acil likidite sağlaması, sistemin ilk planda çalışabilmesi açısından önemlidir. Ödemeler sisteminin çalışabilir şekilde tutulması ve kredi piyasası kanallarının açık olması ilk planda Merkez Bankasının acil likidite kanalıyla yapacağı uygulamalara bağlı olmaktadır. Ancak bu aracı, sadece risklerin arttığı ve kriz dönemlerinde kullanılabilen bir araç olarak görmemek gerekmektedir. İlgili araç, Merkez Bankalarının piyasaları izlemesine bağlı olarak bazı piyasa ve kurumlarda risklerin artmasına bağlı olarak da kullanılabilir*. Böyle bir durumda ilgili araç oluşan risklerin yayılmasını ve artmasını önleyebilecektir. Acil likidite desteği aracı kamu kağıtlarının ilgili kurumlardan satın alınması, diğer finansal araçların satın alımı şeklinde olabileceği gibi, finansal sistemde risk altında olan kurumların hisse senetlerinin satın alınması şeklinde de olabilir. Merkez bankasının kamu kağıdı dışındaki satın alımlarında, kalitesi ve likiditesi yüksek veya düşük kağıtlara yönelmesi, para politikası stratejisine göre değişiklik gösterecektir. Spesifik araçlar ve uygulamalar başlığı altında, acil likidite desteği dışında, likiditenin artırılmasına yönelik uygulamalar açıklanacaktır.

Kriz koordinasyonu ise adından da anlaşılacağı gibi risklerin, piyasa başarısızlıkları ve oynaklıkların bulaşıcılık etkisi ile sisteme yayılarak krize dönüşmesi durumunda yürütülen bir süreçtir¹⁹⁸. Kriz koordinasyonunun üçayağı bulunmaktadır. Bunlar; İflas ve finansal sözleşmelere yönelik kanuni altyapının oluşturulması, borçlarını ödeme konusunda risk altında olan büyük ve küçük kurumların durumdan çıkışına yönelik politikalar ve Merkez Bankası tarafından son kredi merci fonksiyonunun devreye sokulmasıdır¹⁹⁹. *Ancak Merkez Bankalarının finansal istikrarın var olduğu dönemlerde bile krizlerin oluşma ihtimaline karşı hazırlıklı olması gerekmektedir.* Bu bağlamda, Merkez Bankası ile etkin denetim - gözetim yapan kurumun(ların), piyasa yapıcılar ve katılımcılar ile sürekli diyalog halinde olması ve bilgi paylaşımına önem vermesi risklere hazırlıklı olunması açısından gerekmektedir²⁰⁰. *Bununla birlikte krizlerin yaşandığı dönemlerde de etkin denetim ve gözetim yapan kurumlar ve piyasa katılımcıları arasında Merkez Bankasının iletişimi sağlaması, para politikası araçları ile ilgili piyasaya ya da kurumlara yönelik makro boyutlu ya da mikro boyutlu müdahalelerde bulunması ve bu tür uygulamaları istikrarlı dönemlerde planlaması krizlerin atlatılması adına yararlı olacaktır².*

Finansal istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine yönelik Tablo 2.2 ile ilgili yapılan açıklamalar, daha çok durumun genel çerçevesini çizmek ve temelde kullanılan araçlar hakkında bilgi vermek için yapılmıştır. Geleneksel olarak kullanılan bu araçların yanında,

¹⁹⁷ Papademos, “**Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy**”, s.3.

* 2008 Global Finansal Krizinde bu araç yoğun olarak kullanılmaktadır.

¹⁹⁸ Eichengreen, s.9

¹⁹⁹ Schinasi, “**Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets**”, s.11.

²⁰⁰ Eichengreen, s.9.

² 2008 Global Finansal Kriz sürecinde de, özellikle Amerikan ekonomisinde ve pek çok gelişmiş ülke ekonomilerinde, bu koordinasyonun yapılmadığını söylemek mümkündür. Bu konu ilgili olarak çalışmanın sonunda açıklamalara yer verilecektir.

ekonomilerdeki değişim ve finansal istikrar ile ilgili yaşanan gelişmelerle birlikte özeldede bazı araçlar geliştirilmiştir. Çalışmanın bu kısmında da, bu özel araçlar ve uygulamalar ile ilgili bilgiler verilecektir.

2.6.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Spesifik Araçlar ve Uygulamalar

Finansal istikrarın sağlanması açısından yürütölen spesifik uygulamalardan biri, finansal sistemin kamusal ihtiyaçlara göre şekillenmesini önlemek, bu yönlü düzenlemeleri kaldırmak ve finansal sistemi kamusal alandan bağımsız kılmaktır. Bunun için finansal sistem tarafından kamuya sağlanan fonlara bir limit getirmek gerekmektedir. Örneğin “sistem içindeki bankaların varlıklarının belli bir oranı kadar kamusal fon kaynağı yaratılabilir” şeklinde bir sınırlama kamunun finansal sistem ile olan bağının azaltılması için yararlı olacaktır. Bu şekildeki bir politika kamusal alandan kaynaklanan sorunların finansman aracılığıyla finansal sisteme yansımalarını sınırlandıracaktır. Sonuç olarak ise, finansal sistem dışında kalan özel sektörün sistem içine çekilmesi, böylece yaratılan fon kaynaklarına özel sektörün ve ekonomik birimlerin ulaşması sağlanmış olacaktır. Bu yönlü bir uygulama hem finansal piyasaların hem de para politikasının bağımsız ve etkin çalışması için önemli bir adım olabilmektedir.

Finansal istikrara yönelik diğer bir uygulama ise kapsamlı ve geniş bir düzenleyici çerçeve oluşturulması gerekliliğidir. Bu çerçeve içinde, bankaların faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri azaltmak ve risk yönetiminin artırılması, finansal sistem içinde rekabetçi bir ortam yaratılarak orta ve uzun vadeli kredi faaliyetlerinin teşviki, sistem içindeki varlık, kurum ve piyasalara ait bilgilerde açıklık sağlanması bulunmaktadır. Bu süreç içinde Merkez Bankasının da finansal piyasaları izlemesi ve ortaya çıkacak yeni risklere yönelik olarak politika araçlarını kullanması, finansal istikrarın *oluşturulması ve sürdürölmesi* açısından gerekmektedir.

Merkez Bankası tarafından eyleme koyulabilecek bir diğer uygulama ise parasal uyumsuzluğu (Currency Mismatches) azaltmaya ve ortadan kaldırmaya yönelik adımlar atılmasıdır²⁰¹. Böyle bir uygulama özellikle *para ikamesinin* güçlü olduğu ekonomilerde anlamlı olmaktadır. Bu uygulamaya göre sistem içinde çalışan finansal kuruluşlara geliri ulusal para cinsinden olan müşterilerine sağlayacakları fonların da ulusal para cinsinden olma zorunluluğu getirilmektedir. Bu şekilde yabancı para biriminin ölke içindeki etkinliği azaltılabilecek ve ulusal paranın kullanımının artması, ileriye dönük beklentiler açısından bazı risklerin azalması sağlanabilecektir. Dolaylı olarak ise, yabancı para birimine ölke içinde Merkez Bankası kaynaklı talebin kısılması kurlar üzerinde artış yönündeki baskıyı azaltacağından ihracat üzerinde arttırıcı bir etki yaratabilecektir*. İhracattaki artış ise ilgili ekonomi için ölkeye yabancı para girişi olacağından kurlardaki artış baskısı daha da azalacaktır. Bu noktada ihracattaki artış ve kurların düşük seviyede olması ilgili ölke için olumlu bir görüntü sergileyeceğinden yeni uluslararası fon bulunması hem özel hem de kamu sektörü açısından daha da kolay olacaktır. Bu süreç finansal istikrara ve özellikle de döviz piyasasında istikrara katkı sağlayabilecektir.

Özellikle finansal *risklerin* arttığı dönemlerde meydana gelebilecek kredi hacmindeki daralma ve kredi geri dönüş imkanlarındaki azalmaya bağlı olarak, Merkez Bankası piyasaya, hem aktif olarak fon aktarabilir hem de riskli kredilerin yönetimi ile birlikte kredi piyasasını düzenleyici faaliyetlere de girişebilir. Özellikle reel sektörde faaliyet gösteren

²⁰¹ Mishkin, “Financial Stability and Globalization: Getting It Right”, Central Banks in The 21st. Century”, s.221.

* Ulusal paranın değer kazanması durumunda dış ticaret hadleri ölke lehine dönecektir. Bu durumda iç piyasaya üretim yapan ve ihracata yönelik üretim yapan firmaların ihracat hacimlerinin artması beklenebilir. Bunun için ihraç mallarının büyük bir kısmının talep esnekliklerinin düşük olması gerekmektedir.

küçük ve orta ölçekli girişimcilerin faaliyetlerini sürdürmelerine yönelik kredi düzenlemeleri, finansman sıkıntısı içine giren sektör ve firmaların tekrardan finansmanına yönelik kaynak yaratımı, piyasalardan kaynaklanan riskler sonucu, faaliyetlerini genişletmekte zorlanan sektör ve firmalara dönük ek kredi imkanlarının yaratılması, yapılabilecek uygulamalar içinde ön plana çıkmaktadır. Bu uygulamalar potansiyel kredi imkanlarının etkin hale getirilmesine, piyasaya yeni borçlanıcı birimlerin çekilmesine ve kredi arzının artışına katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak ise, piyasalardaki güven kaybı azaltılmış, kredi hacmi genişlemiş ve finansal sistemin sağlıklı çalışmasına katkı yapılmış olacaktır.

Ekonominin ve özelde finansal piyasaların risk altında olduğu durumlardan rahatça çıkmasını ya da istikrarlı yapının sürdürülmesinin sağlanması için, yabancı para yükümlülüklerini rahat yerine getirmek adına, Merkez Bankalarının uluslararası para birimlerinden oluşan rezervlerini güçlü tutmaları da gerekmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için uluslararası rezerv biriktirme ve tutmanın önemi daha da büyüktür. Bu şekilde tutulan rezerv ile birlikte döviz piyasasından kaynaklanan risklerin ortadan kaldırılması ve döviz kurlarındaki oynaklığın (volatility) önüne geçilmesi mümkün olabilecektir. Ek olarak kamu ve özel kesimin uluslararası yükümlülüklerini rahat yerine getirmesi ve sahip oldukları uluslararası rezervi yine önem arz etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere hızlı kaynak girişlerinin yaşandığı ve genişlemenin olduğu dönemlerin ardından konjonktürdeki değişim ile birlikte kaynak çıkışının ulusal döviz ve finans piyasalarını oynak hale getirmemesi adına, Merkez Bankaları tarafından biriktirilen ve tutulan uluslararası rezervler çok önemli olmaktadır. Döviz rezervleri özelde döviz piyasasını ve genelde finansal piyasaların kırılgan olmaması için gerekli olabilmektedir.

Merkez Bankası tarafından uluslararası rezerv tutma gerekliliği ve finansal kırılganlığın arttığı dönemlerde rezervlerin önemine ek olarak uygulanabilecek diğer bir politika ise, piyasadaki aşırı paranın *agresif sterilizasyon* programı ile azaltılmasıdır. Böyle bir sterilizasyon programı için, finansal sisteme dahil birimlerin borçlarını belirli bir program temelinde ödemeleri, kamu sektörünün net fazla vermesi ve Merkez Bankasının da *varlık yükümlülük* dengesini katı bir şekilde uygulaması gerekmektedir. Burada vurgu yapılması gereken önemli konu, kamu açıklarının ulusal kredi talebindeki artış veya Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmemesi yani finansal kesim üzerinde baskı oluşturulmaması gerekliliğidir*. Sterilizasyon programı ile birlikte, Merkez Bankasının para arzını bağımsız olarak belirlemesi ve kontrol altına alması mümkün olacaktır. Buna paralel olarak Merkez Bankası fiyat ve finansal istikrar doğrultusunda belirlenen para arzı büyüme oranlarının yansımalarını net olarak görebilecek ve gerekli tedbirleri etkin bir şekilde uygulayabilecektir. Uygulanacak sterilizasyon programının devamlılığı ise, Merkez Bankası tarafından tutulacak uluslararası rezervlerin büyümeye devam etmesi ve çeşitliliğin artmasına bağlıdır. Dönem içinde para politikası araçları ile Merkez Bankası bu gerekliliği yerine getirmelidir. Sonuç olarak aşırı paranın piyasadaki çeşitli para politikası araçları ile çekilmesi ve Merkez Bankasının varlık yükümlülük dengesini gözeterek şekilde hareket etmesi, parasal büyüklüklerin büyüme oranının kontrolünün sağlanması kadar, uluslararası rezerv toplama politikasının sürdürülebilirliğini de sağlayacaktır.

Yukarıdaki paragrafta açıklanmaya çalışılan süreci besleyecek şekilde uygulanması gereken, Merkez Bankalarının aktif düzenleme (proactive regulatory) ve gözetim-denetim (supervision) politikası da özellikle finansal risklerin ve kırılganlığın arttığı dönemlerde kurtarıcı rol üstlenebilmektedir²⁰². Finansal piyasaların sağlıklı işlediği ve istikrarlı olduğu dönemlerde de gerekli olan ve etkin denetim - gözetim yapan kurum tarafından yürütülen bu fonksiyon, özellikle kırılganlığın arttığı dönemler ve kriz dönemlerinde kurumlardan kaynaklanan risklerin artmasıyla birlikte Merkez Bankasının katılımı ile de yürütülmelidir. Aktif

* Özellikle Merkez Bankalarının, kamu borçlanma kağıtlarını birincil piyasadan satın almaları.

²⁰² Prasanna Gai, "Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy", Bank of England Quarterly Bulletin, Aralık 2005, s.445.

düzenleme kapsamında özellikle Merkez Bankalarının finansal piyasalarda yaşanan risklerdeki artışlara bağlı olarak likiditesi düşen kağıtları piyasadan toplayarak belli bir süre piyasaları rahatlatması ve normalleşme süreci içinde de bu kağıtları tekrardan piyasaya vermesi gösterilebilir. İstikrarlı bir finansal yapı için bu uygulama gerekebilir. Ancak bu kapsamda ilk olarak likiditesi yüksek kaliteli varlıkların Merkez Bankası tarafından satın alınmasına öncelik verilmelidir. Finansal istikrarsızlığın devamı ve krizin derinleşmesi ile birlikte likiditesi ve kalitesi düşük varlıklara yönelik operasyon yapılmalıdır. Daha özelden ise, piyasaların likidite açısından sorun yaşadığı kriz dönemlerinde bankaların elinde bulunan hazine kağıtlarının Merkez Bankası tarafından finanse edilmesi ve bu şekilde piyasalardaki likidite sıkıntısını ortadan kaldırması, bu duruma verilebilecek önemli örneklerden biridir. Ayrıca piyasadan Merkez Bankası tarafından alınacak *varlıkların vadelerinin uzun olması* da piyasada güvenin tesis edilmesi açısından yararlı olacaktır^π.

Merkez Bankalarının finans piyasalarının istikrarı açısından, etkinlik - derinlik ve piyasaların genişlemesi ile her açıdan çeşitlenmesini sağlamak adına yapabileceği uygulamalar da bulunmaktadır. Bu bağlamda bankaların sistem içinde kullanımının artırılması, ürün çeşitliliğinin artırılarak sistem içindeki risklerin dağıtılması, var olan finansal kuruluşlarının çalışma alanlarının genişletilmesi, yeni finansal kuruluşların oluşmasının teşvik edilmesi önemli adımlar arasındadır. Ek olarak kredi kullanım imkanlarının *yaş ve bölge* bazında artırılmasına yönelik teşvikler, tasarruf hacminin artırılmasına yönelik uygulamalar, derinliğin ve etkinliğin artırılması için yapılabilecek uygulamalar arasındadır. Ancak bu tür gelişmelerle birlikte, Merkez Bankalarının etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu kullanarak, meydana gelebilecek ahlaki risk sorununu ortadan kaldırması da gerekmektedir.

Merkez Bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için yapacağı katkılar arasında sayılacak diğer bir uygulama ise piyasalar, kurumlar ve finansal araçlar bazında şeffaflığın sağlanmasıdır. Bu paralelde finans piyasalarındaki belli başlı finansal araçların alım satımının güvence altına alınması, bu ürünlere yönelik olarak belirsizliği ortadan kaldıracaktır. Özellikle oynaklığın arttığı ve kriz riskinin arttığı dönemlerde likiditedeki daralmanın azaltılması adına bu uygulama yararlı olabilmektedir. Ancak güvence uygulamasının getireceği ahlaki risk olgusunun da minimuma çekilebilmesi için uygulamaya dahil kurum ve araçların riskleri net olarak ortaya koyulmalıdır. Bu paralelde, piyasada faaliyet gösteren kurumlara, bu kurumlara ait finansal araçlara ve kişilere ait bir veri tabanının oluşturulması, buradaki bilgilere göre yapılacak faaliyetlerin sınırlandırılması ve fiyatlamaların bu veri tabanındaki bilgilere göre yapılması, bilginin paylaşılmasını ve piyasalarda şeffaflığın artırılmasını sağlayacaktır. Ek olarak bu durum, piyasaların sağlıklı işlenmesini ve derinliğin artmasını sağlayarak finansal istikrarı da destekleyecektir.

2008'in ikinci yarısında yaşanmaya başlayan Amerika ekonomisi kaynaklı "Mortgage Krizi – Global Finansal Kriz" 'de de yoğun olarak kullanılan diğer bir araç ise, likiditesi düşük finansal araçların Merkez Bankası tarafından satın alınması, risk düzeyi yüksek ve sistemin işleyişi için önem arz eden finansal kurumlara, birinci elden hisse senedi alımı ile ortak olunması şeklindeki uygulamadır. Merkez Bankasının piyasadaki likiditeyi desteklemesi ve parasal hacmi kontrol altında tutması açısından yararlı olan bu iki aracın kullanımı, özellikle son dönemlerde daha kritik hale gelmiştir. Merkez Bankalarının piyasadaki risklerin artışına bağlı olarak riskli hale gelen finansal araçlardaki likiditeyi desteklemesi adına ilgili kurumlardaki bu kağıtları satın alması gerekli görülmektedir. Aynı şekilde sistemin işleyişi için önem arz eden ve *kurtarıma ihtimali yüksek kurumlara*, kırılabilirliğin arttığı ve krizlerin yaşandığı dönemlerde ortak olunması, finansal istikrar açısından yararlı olmaktadır. Bu tür uygulamalar, sistemin sağlıklı hale geldiği dönemlerde risklerin azalması ile birlikte, ilgili kağıtların sisteme geri verilmesi ve kurum hisselerinin geri devri ile de sonlandırılabilir.

^π Merkez Bankaları tarafından bu kapsamdaki uygulamalara 2008 Global Finansal Krizi sürecinde sık sık başvurulmuştur.

Diğer bir deyişle, sisteme verilen likiditenin yaratacağı enflasyonist etki ve ekonomi üzerinde yaratacağı baskı ortadan kaldırılabilecektir.

2008 Global Finansal Kriz sürecinde tartışılan bir diğer uygulama ise Kötü Banka'dır. "Kötü Banka" kavramı altında bir banka oluşturulması ve sistem içindeki kurumların kalitesi ve likiditesi düşük varlıklarının (zehirli varlıkların) bu banka içinde tutulması da sistemin tekrardan çalışır hale getirilmesi ve kurumların varlıkları konusunda net bir değerlendirme yapılabilmesi sürecinde etkili olabilecek bir uygulamadır. Sistemin sorunlu varlıklardan uzak hale getirilmesi sonucu oluşacak güven ortamından sonra, bu varlıklar piyasa değeri üzerinden tekrardan değerlendirilme ile sisteme kazandırılabilir.

Üçüncü bölümde teorik temellerine, uygulamalı çalışmalarına değinilecek ve son bölümde Türkiye için oluşturulacak faiz düzleştirme kuralı modelinin bu noktada, finansal istikrar bağlamında değerlendirilmesi, konu açısından gerekli görülmektedir. Merkez Bankasının finansal piyasalardaki stresi ve durumu yansıtacak şekilde oluşturacağı faiz düzleştirme modelinde amaç, piyasalardaki aşağı ve yukarı yönlü kırılmaları azaltarak ve istikrarlı bir kısa vadeli faiz serisi oluşturarak piyasa katılımcılarının beklentilerini olumluya çevirip, finansal istikrarın *oluşmasına ve sürdürülmesine* katkı yapmaktır*. Merkez Bankasının uygulamaya koyacağı yukarıda sayılan araçların meydana getireceği *çatı altında* faiz düzleştirme kuralı, oluşturulmaya çalışılan istikrarlı bir finansal sisteme katkı yapmanın yanında, özellikle dinamik bir yapısı olan finansal istikrarın *sürdürülmesi* bağlamında önemli bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle faiz düzleştirme modeli, modelde yer alacak ekonomik ve finansal değişkenlerde meydana gelen değişimlere ve oynaklığa (volatility) göre finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde faaliyet göstermesi için kullanılmaktadır. Kullanılan finansal değişkenlerin fiyat düzeyleri değil istikrarsızlık unsuru yaratacak şekildeki hareketleri dikkate alınmaktadır²⁰³. Aşırı oynaklıklar izlenmekte ve kısa vadeli faiz serisindeki düzleşme ile bu hareketlerin önüne geçilmeye çalışılmaktadır. *Ayrıca, bu kuralı ilgili ülke için geçerli olması, yani modelin anlamlı parametreler üretmesi, Merkez Bankasının uygulamada finansal istikrarı, fiyat istikrarının yanında bir amaç olarak aldığına ve bu aracı kullanmakta olduğuna dair önemli bir gösterge olmaktadır.*

2.7. Finansal İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Çeşitli Ülkelerdeki Para Politikası Uygulamaları

Burada verilecek olan tablolar ile seçilmiş gelişmiş, gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde, Merkez Bankalarının finansal istikrarın sağlanması sürecine katılım dereceleri hakkında açıklayıcı bilgiler verilmeye çalışılacaktır. Bu bağlamda, finansal istikrarın sağlanmasına yönelik, daha önce açıklanmaya çalışılan Merkez Bankalarının kullanmakta olduğu geleneksel ve spesifik araçların ülkelerdeki kullanım farklılıkları gösterilmeye çalışılacaktır. Bunun yanında tablolarda, bu çalışmada değinilen bazı araçların ayrıntılandırılmış şekli de görülecektir. Bu açılardan verilen bu tablolar konunun sınırları ve uygulamadaki çeşitliliğini gösterme adına yararlı olacaktır.

Tablo 2.3'te seçilmiş bazı gelişmiş ülke Merkez Bankalarının finansal istikrara katılım süreci ve derecesi hakkında, verilen araçlar bağlamında değerlendirilme yapılmıştır. Yoğunluklu olarak gelişmiş ülke Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlamaya yönelik kullandıkları ve kullanmadıkları, yani başka kurumlara devrettikleri araçlar bağlamında, genelde bir benzerlik bulunmaktadır. Bunun yanında bazı araçların tüm Merkez Bankaları tarafından kullanılmasına rağmen kullanımda bazı spesifik durumlar da söz konusu olmaktadır. Konu ve Tablo 2.3 bu açıdan değerlendirildiğinde, finansal piyasaların dinamik bir

* Modelin üreteceği katsayıya göre Merkez Bankasının bu amaç doğrultusunda hareket edip etmediği ve bu kurala ne kadar uygulamakta olduğu, yani nispi olarak ne kadar başarılı olduğu ortaya çıkacaktır. Bununla ilgili ayrıntılı bilgi ve uygulamalı sonuçlara 3. bölümde yer verilmiştir.

²⁰³ Issing, s.2.

yapısı olması, finansal istikrar - istikrarsızlık kavramlarının ekonomilerdeki değişim ile birlikte daha karmaşık hale gelmesi ve her ekonominin kendine özgü yapılarından kaynaklanan bazı farklılıklar nedeniyle, gelişmiş olan ülkelerde Merkez Bankalarının araçları kullanım şekilleri ve dolayısıyla finansal istikrara katkı süreci farklılıklar göstermektedir.

Tablo 2.3: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Sürecine Gelişmiş Ülke Merkez Bankaları Katılım Derecesi*

Finansal İstikrar Fonksiyonu	Fonksiyona Yönelik Açıklama*	Singapur	Hollanda	İrlanda	Hong Kong	Yeni Zelandiya	Finlandiya	Danimarka	İsveç	Kanada	Güney Kore	Avustralya	Norveç	İngiltere
Ödemeler Sistemi Düzenlemeleri		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
Piyasaya Yönelik Acil Likidite Desteği(ii)		√	√(ii)	√(ii)	√	√	√(ii)	√	√	√	√	√	√	√
Mevduat Kuruluşu Acil Likidite	Likiditesi Düşük Mevduat Tutan Kuruluşlar	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
Mevduat Kuruluşu Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği	Borçlarını Ödemede Likidite Sorunu Yaşayan Mevduat Kuruluşları	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Diğer Kuruluşlar Acil Likidite Desteği	Likiditesi Düşük Mevduat Dışı Varlık Tutan Kuruluşlar	⊗	⊗	⊗	⊗	√	⊗	√	√	⊗	√	√	√	⊗
Diğer Kuruluşlar Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği	Borçlarını Ödemede Likidite Sorunu Yaşayan Diğer Kuruluşlar	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Hakemlik	Oluşan Risklere Karşı Özel Sektöre Yönelik Çözümleri Kolaylaştırmak Veya Organize Etmek ^δ	√	√	√	√	√	√(a)	√	√(a)	√(a)	√	√(a)	√(a)	√(a)
Çözümleyici Politikalar	İflas Etmiş Kurumlara Ait Varlıkların Satışı Ve Diğer İşlemleri Yönetmek, Yetkili Ve Gözlemci Olmak	√	√	⊗	⊗	√	⊗	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	?

* Burada yer alan genel yada özel araçlara ilişkin açıklamalarda, daha önce metin içinde açıklanmamış ve değinilmemiş olanlara yer verilecektir. Bundan sonraki verilecek tablolarda da analizin daha net görülmesi açısından, açıklamalara tekrar yer verilmeden özet yapılmaya çalışılacaktır.

^δ Genellikle bu araç, etkin denetim ve gözetim yapan kurum veya mevduat sigortası uygulayan kurum tarafından yürütülmektedir. Ancak çalışmanın pek çok yerinde değinildiği gibi, Merkez Bankasının da sürece katılması finansal istikrarın sağlanması adına etkinliği arttırmaktadır. Bu katılım özellikle sistemik krizlerin olması durumunda daha da önemlidir. Tabloda yer alan ilgili ülkeler de bu şekilde hareket etmiştir.

<i>Finansal İstikrar Fonksiyonu</i>	<i>Fonksiyona Yönelik Açıklama</i>	<i>Singapur</i>	<i>Hollanda</i>	<i>İrlanda</i>	<i>Hong kong</i>	<i>Yeni Zelande</i>	<i>Finlandiya</i>	<i>Danimarka</i>	<i>İsveç</i>	<i>Kanada</i>	<i>Güney Kore</i>	<i>Avustralya</i>	<i>Norveç</i>	<i>İngiltere</i>
Yasal Düzenlemeler	Alacaklı Ve İflas Etmis Kurumlar Arasındaki Yasal Konulardaki Uzlaşmazlıkları Çözmek	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Mevduat Sigortası Uygulaması	Mevduat ya da Diğer Finansal Varlıklara Yönelik	⊗	√(b)	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Mevduat Tutan Kurumlara Yönelik Düzenlemeler	Banka Ve Diğer Mevduat Kuruluşları Sermaye Yeterliliği, Diğer Düzenlemeler	√	√	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Bankalara Yönelik Denetimler	Düzenlemelere Uygunluk Kontrolü	√	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Bankaları İş Etiğine Yönelik Denetleme		√	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Banka Dışı Kuruluşlara Yönelik Düzenlemeler	Sermaye Yeterliliği Ve Diğer Etkin Düzenleme Araçları	√	√(c)	√(d)	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Banka Dışı Kuruluşlara Denetleme.	Düzenlemelere Uygunluğunun Kontrolü	√	√(c)	√(d)	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Banka Dışı Kurumların İş Etiğine Yönelik Denetleme		√	√(c)	√(d)	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Kuruluşların Faaliyetlerine Devam Veya Kapatma Uygulamaları		√	√	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Muhasebe Standartları*	Tek Düzen Hesap Uygulamaları Oluşturmak Ve Katılmak	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗

Peter J.N Sinclair, "Central Banks and Financial Stability", Bank of England Quarterly Bulletin, Kasım 2000. s.378.

√ : İlgili ülkelerde uygulanmakta.

⊗ : İlgili ülkelerde uygulanmamakta

(ii) : Euro bölgesi ülkeler için geçerlidir. Bölge ülkeleri euro sistemi içinde hareket etmektedir.

(a) : Etkin Denetim Yapan Kurum tarafından yada Mevduat sigortası uygulamasını yürüten kuruluş tarafından gerçekleştirilmekte ancak Merkez Bankasının da belirli durumlarda sürece katıldığı ülkeler.

(b) : Merkez Bankası uygulanmasından sorumlu.

(c) : yatırım şirketleri ve döviz büroları dahil , sigorta ve hisse senetleri piyasası hariç.

(d) : sigorta sektörü dahil

* Muhasebe standartlarının getirilmesi, kurumların etkin yönetimi açısından gerekli görülmektedir. Standartların oluşturulması kurum hisse sahiplerinin meydana çıkan zarar ve risklerden hızlı bir şekilde haberdar olmasına yardımcı olacaktır. Aylık ya da üç aylık olarak hazırlanacak raporlamalar da oluşan kayıp ve riskleri ortadan kaldırmaya, kurumu disipline edecek uygulamaların önceden yapılmasına, imkan verecektir. Ayrıntılı bilgi için bkz Schinasi (2003).

Tablo 2.3'te verilen gelişmiş ülkelerde tüm Merkez Bankaları tarafından kullanılan araçlar sırasıyla; "ödemeler sistemi düzenlemeleri", "piyasaya yönelik acil likidite desteği", "mevduat kuruluşu acil likidite desteği", "hakemlik" şeklinde belirtilen finansal istikrar araçlarıdır. İlgili dört araç, verilen gelişmiş ülke örneklerinin tamamında Merkez Bankaları tarafından kullanılmaktadır. Yine aynı şekilde tüm Merkez Bankaları tarafından yerine getirilmeyen fonksiyonlar ise; "Mevduat Kuruluşu Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği", "Diğer Kuruluşlar Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği" ve "Yasal Düzenlemeler" dir. Diğer fonksiyonlara bakıldığında da ise tam bir uzlaşma görülmemektedir. Finlandiya, Danimarka, İsveç, Kanada, Güney Kore, Norveç, İngiltere'de Düzenleme ve Denetleme ile ilgili olan fonksiyonlar ve muhasebe standartları fonksiyonu Merkez Bankaları tarafında kullanılmamış ve diğer kurumlara devredilmiştir*. Diğer ülkelerde ise Merkez Bankaları düzenleme ve denetleme faaliyetlerini üstlenmektedir. Genel olarak bakıldığında gelişmiş ülke örneklerinde uygulama benzerliği bulunmaktadır. Aşağıdaki Tablo 2.4 ise geliştirmekte olan ülke Merkez Bankalarına yönelik bilgiler verilmektedir.

Tablo 2.4: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Sürecine Geliştirmekte Olan Ülke Merkez Bankaları Katılım Derecesi*

Finansal İstikrar Fonksiyonu	Malezya	Malta	Hindistan	Sri Lanka	Uganda	Malavi	Arjantin	Brezilya	Güney Afrika	Tayland	Zimbabve	Endonezya	Meksika	Şili	Peru
Ödemeler Sistemi Düzenlemeleri	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
Piyasaya Yönelik Acil Likidite Desteği	√	√(a)	√	√	√	√	⊗(b)	√	√	√	√	√	√	√	⊗(c)
Mevduat Kuruluşu Acil Likidite	√	√	√	√	√	√	⊗(b)	√	√	√	√	⊗	√	√	⊗(c)
Mevduat Kuruluşu Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Diğer Kuruluşlar Acil Likidite Desteği	⊗	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Diğer Kuruluşlar Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Hakemlik	√	⊗	⊗	√	√	⊗	√	√	√	√	√	√	?	⊗	⊗
Çözümleyici Politikalar	√	√	⊗	√	√	√	√	√	√	⊗	√	⊗	⊗	⊗	⊗
Yasal Düzenlemeler	⊗	⊗	⊗	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗

* Düzenleme ve denetlemeye yönelik araçların Merkez Bankaları tarafından kullanılmaması durumunda ilgili diğer kurumlar ile koordinasyon halinde olunması ve sistemi tehdit edecek durumlarda, Merkez Bankalarının da mikro boyutlu düzenlemeler yapması gerektiğine yönelik açıklamalara daha önce yer verilmişti.

Mevduat Sigortası Uygulaması	⊗	⊗	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	√	⊗	√	⊗	√	⊗
Mevduat Tutan Kurumlara Yönelik Düzenlemeler	√	√	√	√	√	√	√(d)	√(e)	√(f)	√	√	√	⊗(g)	⊗(i)	⊗
Bankalara Yönelik Denetlemeler	√	√	√	√	√	√	√(d)	√(e)	√(f)	√	√	√	⊗(g)	⊗	⊗
Bankaları İş Etiğine Yönelik Denetleme	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	√(e)	⊗	√	√	√	⊗	⊗	⊗
Banka Dışı Kuruluşlara Yönelik Düzenlemeler	√	√(j)	√	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗(g)	⊗(k)	⊗
Banka Dışı Kuruluşlara Denetleme.	√	√(j)	√	√	√	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗(g)	⊗	⊗
Banka Dışı Kurumların İş Etiğine Yönelik Denetleme	√	√(j)	√	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Kuruluşların Faaliyetlerine Devam Veya Kapatma Uygulamaları	√	√	√	√	√	√	√	√	√	⊗	√	√	⊗	⊗	⊗
Muhasebe Standartları	√	⊗	√	√	√	⊗	√	√	√	⊗	⊗	√	⊗	⊗	⊗

Peter J.N. Sinclair, "Central Banks and Financial Stability", Bank of England Quarterly Bulletin, Kasım 2000. s.380.

√ : İlgili ülkelerde uygulanmakta.

⊗ : İlgili ülkelerde uygulanmamakta

(a) : Finans Bakanlığının görevi kapsamında yer almaktadır.

(b) : Finans piyasalarında aşırı bir durumun oluşması ve konvertibilitedeki düşüş durumlarında kullanılmakta.

(c) : Merkez Bankası kanuna göre, parasal düzenlemeler kapsamında ticari bankalara kredi verilebilme, Merkez Bankası kapsamlı bir kurtarma planı uygulamamalıdır.

(d) : Banka dışı mevduat tutan kuruluşları da içermekte.

(e) : Konsorsiyum şeklindeki yönetim şirketlerini de içermekte.

(f) : Belli başlı kooperatif şeklindeki finansal kurumları da içermekte.

(g) : Meksika Merkez Bankası sadece finansal piyasa faaliyetlerine yönelik düzenlemeler ve denetimler yapmaktadır. Sermaye yapısı ve diğer etkin düzenleme ve denetimlere yönelik faaliyetler, kamusal denetleme yapan kurumlara aittir.

(i) : Etkin düzenleme ve denetim faaliyetlerini Şili Merkez Bankası yapmamakla birlikte, yükümlülükler ait riskler ile ilgili bazı düzenlemeler yapmaktadır.

(j) : Yatırım ve sigorta şirketleri ve kıyı bankacılığı hariç.

(k) : Şili Merkez Bankası emeklilik fonlarının portföylerine çeşitli açılardan sınırlama da getirmektedir.

Tablo 2.4'te verilen gelişmekte olan ülke örneklerine bakıldığında, genel olarak Merkez Bankalarının finansal istikrara katılım derecesi açısından kullanılan ve kullanılmayan araçlarda farklılıklar olduğu, ortak noktaların daha az olduğu görülmektedir. Bu duruma ilgili ülke ekonomi ve piyasa koşullarına bağlı bazı farklılıklar yol açmaktadır. Bununla ilgili açıklamalar tablo dipnotlarında verilmiştir. Tablo 2.4'ün değerlendirilmesinde bu nedenle genel eğilime bakılacaktır. İlgili ülke Merkez Bankalarının ortak olarak kullandığı araçlara bakıldığında şu sonuçlara ulaşılmaktadır. Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına zaten Merkez Bankalarının yoğun olarak kullandığı klasik araçlar olan "Ödemeler Sistemi Düzenlemeleri", "Piyasaya Yönelik Acil Likidite Desteği" ve "Mevduat Kuruluşu Acil Likidite" fonksiyonlarının Merkez Bankaları tarafından üstlenilmesinin, gelişmiş ülke örnekleri ile örtüştüğü görülmektedir.

Tablo 2.4'te ağırlık olarak Merkez Bankaları tarafından kullanılan diğer araçlar ise; "Çözümleyici Politikalar", "Mevduat Tutan Kurumlara Yönelik Düzenlemeler", "Bankalara

Yönelik Denetlemeler”, ve “Kuruluşların Faaliyetlerine Devam veya Kapatma Uygulamaları”dır. Bu araçlara gelişmiş ülke örneği ile karşılaştırmalı olarak bakıldığında ise farklılıklar görülmektedir. Genel olarak gelişmiş ülke Merkez Bankaları bu fonksiyon ve araçları ağırlıklı olarak diğer kamu kurumlarına devretmiştir. Ekonomilerdeki gelişme süreci ile finansal piyasalar ve Merkez Bankaları görevlerindeki değişimle birlikte bu fonksiyonların diğer kamu kuruluşlarına devredilmesi beklenebilir. Tablo 2.4’te verilen Merkez Bankaları tarafından yürütülmeyen – ülkelerde kullanılmayan fonksiyon ve araçlar ise, “Mevduat Kuruluşu Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği” ve “Diğer Kuruluşlar Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği”dir. Bu fonksiyon ve araçlarda ise gelişmiş ülke örnekleri ile benzerlikler bulunmaktadır. Yani finansal istikrarın sağlanması sürecinde iki grup ülke örneğinde de piyasa katılımcısı kurumların borçların ödemesine yönelik likidite desteği sağlanmamaktadır. Buna neden olarak, ilgili araçların ahlaki risk yaratması ve istikrarsızlık boyutlarını artırma eğilimi taşıması gösterilebilir. Diğer araçlara bakıldığında ise ülkelere göre farklılıklar gösterdiği, bazı Merkez Bankaları tarafından kullanıldığı görülmektedir.

Tablo 2.5: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Sürecine Geçiş Ekonomileri’ndeki Merkez Bankalarının Katılım Derecesi*

Finansal İstikrar Fonksiyonu	Bulgaristan	Estonya	Çek Cum.	Polonya	Slovenya	Letonya	Rusya	Macaristan
Ödemeler Sistemi Düzenlemeleri	√	√	√	√	√	√	√	√
Piyasaya Yönelik Acil Likidite Desteği	⊗	⊗	√	√	√	√	√	√
Mevduat Kuruluşu Acil Likidite	⊗	⊗	√	√	√	√	√	√
Mevduat Kuruluşu Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Diğer Kuruluşlar Acil Likidite Desteği	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Diğer Kuruluşlar Borç Ödeme Gücüne Yönelik Acil Likidite Desteği	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Hakemlik	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Çözümleyici Politikalar	⊗	⊗	√	⊗	⊗	⊗	√	⊗
Yasal Düzenlemeler	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Mevduat Sigortası Uygulaması	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Mevduat Tutan Kurumlara Yönelik Düzenlemeler	√	√	√	√	√	√	√(a)	⊗
Bankalara Yönelik Denetlemeler	√	√	√	√	√	√	√(a)	⊗(b)
Bankaları İş Etiğine Yönelik Denetleme	√	√	⊗	⊗	√	⊗	√	⊗
Banka Dışı Kuruluşlara Yönelik Düzenlemeler	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Banka Dışı Kuruluşlara Denetleme	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗(b)
Banka Dışı Kurumların İş Etiğine Yönelik Denetleme	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗	⊗
Kuruluşların Faaliyetlerine Devam veya Kapatma Uygulamaları	√	√	√	√	√	√	√	√
Muhasebe Standartları	√	√	√	√	√	√	√	⊗

Peter J.N. Sinclair, “Central Banks and Financial Stability”, Bank of England Quarterly Bulletin, Kasım 2000. s.382.

√ : İlgili ülkelerde uygulanmakta.

⊗ : İlgili ülkelerde uygulanmamakta

(a) : Banka dışı kredi kuruluşlarını içerecek şekilde.

(b) : Merkez Bankasına ait yasal düzenlemeler yapma yetkisi sınırlıdır. Macaristan Ulusal Bankası ise parasal dolaşım mekanizmasını, döviz piyasasını yönetmekte ve kredi kuruluşlarına ait minimum rezerv miktarını belirlemeye yönelik uygulamalar yapmak.

Tablo 2.5 ise, geçiş ekonomileri şeklinde tanımlanan ülkelere ait Merkez Bankalarının, finansal istikrarı sağlamaları ve sürdürmeleri açısından katılım derecelerini göstermektedir. Geçiş ekonomisi kavramı piyasa ekonomisine geçiş sürecinde olan ekonomiler bağlamında kullanılmaktadır. Bu açıdan ilgili ekonomiler finansal sistemlerini ve piyasalarını *oluşturma, organize etme* aşamasında yer almaktadırlar.

Tablo 2.5'te ağırlıklı olarak tüm Merkez Bankalarının kullandıkları fonksiyon ve araçlar yine "Ödemeler Sistemi Düzenlemeleri", "Piyasaya Yönelik Acil Likidite Desteği" ve "Mevduat Kuruluşu Acil Likidite" dir. Bu nokta diğer ülke grupları ile ortak noktadır. Bunun dışında "Mevduat Tutan Kurumlara Yönelik Düzenlemeler", "Bankalara Yönelik Denetlemeler", "Kuruluşların Faaliyetlerine Devam veya Kapatma Uygulamaları" ve "Muhasebe Standartları" fonksiyonları da geçiş ekonomileri olarak verilen ekonomilerde Merkez Bankalarının ağırlıklı olarak kullandığı araçlardır. Bu araçlar da gelişmekte olan ülke Merkez Bankalarının ağırlıklı olarak kullandığı araçlar ile aynıdır. Tablo 2.5'te verilen diğer araçlara bakıldığında ise, genel olarak bu araçların Merkez Bankaları tarafından kullanılmadığı ve hiçbir kuruma devredilmediği de görülmektedir. Bu açıdan geçiş ekonomileri, diğer iki ülke grubu ile ayrılmaktadır.

Tablo 2.3, Tablo 2.4 ve Tablo 2.5'e yönelik, kullanılan araçlar açısından genel bir değerlendirme yapıldığında ise, ilgili üç grup ekonomideki Merkez Bankalarının uygulamalarında ağırlıklı olarak "Ödemeler Sistemi Düzenlemeleri", "Piyasaya Yönelik Acil Likidite Desteği" ve "Mevduat Kuruluşu Acil Likidite" fonksiyonlarını üstlendikleri söylenebilir. Bunun dışında "Mevduat Tutan Kurumlara Yönelik Düzenlemeler", "Bankalara Yönelik Denetlemeler" ve "Kuruluşların Faaliyetlerine Devam veya Kapatma Uygulamaları" fonksiyonlarının gerçekleştirilmesi konusunda ise, gelişmekte olan ve geçiş ekonomileri benzerlik göstermekte, bu fonksiyonlar Merkez Bankaları tarafından yürütülmektedir. Bununla birlikte, genel olarak gelişmiş ülkelerde düzenleme ve denetleme faaliyetlerinin Merkez Bankalarının sorumluluğunda olmadığını da söylemek mümkündür. Gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde ise finansal istikrar bağlamında bu fonksiyonlar ağırlıklı olarak Merkez Bankaları tarafından yerine getirilmektedir. Bu iki ülke grubunun da finansal sistemlerinin ve finansal istikrar konusunda yaşayacakları gelişmeler ile birlikte gelişmiş ülkelere benzer hale geleceklerini söylemek mümkündür. İlgili üç ülke grubuna burada yer verilmesi, Merkez Bankaları ve etkin denetim – gözetim yapan kurumların finansal istikrara yönelik yürüttükleri faaliyetlerinin çeşitliliğinin değerlendirilmesi adına yararlı olmuştur.

Bu bölümde para politikası ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin ayrıntılı olarak açıklanmasından sonra, çalışmanın 3. Bölümünde, literatürde para politikasının finansal istikrarı sağlama gücüne yönelik analizlerde kullanılan ve *para politikası ve finansal istikrar arasında önemli bir köprü görevi gören faiz düzleştirme kuralı*, açıklanmaya çalışılacaktır. 3. Bölümün amacı, *4. Bölümde T.C. Merkez Bankası açısından para politikasının finansal istikrarı sağlama gücünün ekonometrik olarak test edilmesi ve bu doğrultuda kısa vadeli faiz politikası uygulayıp uygulamadığının anlaşılmasına yönelik, teorik temellerin ortaya koyulmasıdır*. Bu amaçla 3. Bölümde faiz düzleştirme kuralının temelini oluşturan Klasik Taylor Kuralı, Klasik Taylor Kuralından gelişmiş bir model olan faiz düzleştirme kuralına doğru literatürdeki gelişme ve kuralın son haline yönelik olarak ayrıntılı bilgilere yer verilecektir. Son olarak ise faiz düzleştirme kuralının tahmininde kullanılan genelleştirilmiş moment yöntemi (Generalized Moment Movement -GMM) açıklanacaktır.

Üçüncü Bölüm

3. MERKEZ BANKASININ FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMA GÜCÜ VE PARA POLİTİKASI - FİNANSAL İSTİKRAR İLİŞKİSİ AÇISINDAN FAİZ DÜZLEŞTİRME KURALI

Bu bölümde, Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlama gücü ve finansal istikrarı hedef olarak alıp almadıklarına dair ekonometrik analiz yöntemi olan faiz düzleştirme kuralı ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılacaktır. İlk olarak, para politikası ve finansal istikrar arasında önemli bir köprü görevi gören faiz düzleştirme kuralının çıkış noktası olan Klasik Taylor Kuralı, literatürde bu kuralın gelişimi sonucu faiz düzleştirme kuralı haline gelişi, faiz düzleştirme kuralının finansal istikrarla olan ilişkisi ve finansal istikrar açısından Merkez Bankası için ne anlama geldiği, ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılacaktır. Devamında ise, bu kuralın ülke Merkez Bankaları tarafından uyulduğuna dair literatürde yer alan önemli örnekler özetlenecektir. Son olarak ise, faiz düzleştirme kuralının tahmininde kullanılan genelleştirilmiş moment yöntemi anlatılacaktır. 3. Bölüm olan bu bölümün amacı, para politikası ve finansal istikrar ilişkisi açısından faiz düzleştirme kuralını ortaya koymak ve 4. Bölümde, T.C. Merkez Bankasının uyguladığı para politikasının finansal istikrar paralelinde analizi için kullanmaktır.

3.1. Klasik Taylor Kuralı

Taylor kuralı genel anlamıyla, enflasyon ve çıktıdaki değişime göre para otoritesinin faiz politikasını nasıl ayarlaması gerektiğini gösteren basit bir kuraldır. Parasal ekonomiler için para otoritesinin faiz politikasını ekonomideki hangi gelişmelere göre ve nasıl oluşturduğu önem arz etmektedir. Genel kabul görmüş uygulama, para politikasının makroekonomik kırılmaları, fiyatlar ve büyümedeki dönemsel dalgalanmaları içerecek bir kurala dayalı olması gerektiği şeklindedir²⁰⁴. İlgili kural genel olarak ekonomik istikrarı göz önünde bulundurmalıdır. İyi bir faiz politikası kuralı ana değişkenler olarak fiyat düzeyi ve reel gelirdeki değişimlere tepki verecek şekilde oluşturulmalıdır²⁰⁵.

Taylor kuralına göre çıktı ve enflasyonun değerlerinde meydana gelen *kısa dönemli* sapmalar, para otoriteleri tarafından *kısa dönemli faiz oranları* değişikliği ile ortadan kaldırmalıdır. Taylor kuralına göre bu şekilde oluşturulacak bir kural anlamlı sonuç verecektir. Ancak kısa dönemli faiz oranının ilgili değişkenler üzerinde etkisi, *uzun dönemde* mümkün değildir. Bu nedenle izlenecek politikada kısa dönem faiz oranları, belirlenecek faiz kuralında kullanılmalıdır. Taylor kuralını şu şekilde genellemek mümkündür:

$$r - r^* = \theta(z - z^*) \quad (3.1)$$

3.1 nolu eşitlikte “r” kısa vadeli faiz oranı, “r*” kısa vadeli faiz oranı için ilgili dönemde baz alınan, hedeflenen (arzulanan) değeri simgelemektedir. “z” ve “z*” ise sırasıyla modele yer alacak değişkenlerin ilgili dönemdeki değeri ve hedeflenen değeridir. Bu genel ifadeye bağlı olarak Taylor kuralını;

$$r - r^* = k_{\pi}(\pi - \pi^*) + k_y(y_t - y^*) \quad (3.2)$$

$$r^* = rr + \pi^*$$

²⁰⁴ Athanasios Orphanides, “Taylor Rules”, FEDS Working Paper, No.18, 2007. s.1.

²⁰⁵ John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland, No.39, 1993, s.195.

şeklinde *genellemek* mümkündür²⁰⁶. 3.2 nolu denklemde π enflasyon oranını ve y çıktığı ifade etmektedir. π^* ve y^* ise sırasıyla, enflasyon ve çıktının beklenen – hedeflenen değerleridir. Buna göre kısa dönemli faiz oranı, enflasyon ve çıktının beklenen değerlerinden sapması durumuna (feedback) göre tepki verecek bir kural oluşturmaktadır. Hedeflenen – arzu edilen (desired interest rate) faiz oranı olan r^* 'in sabit olması varsayımında, ki reel faiz “ r ” ve hedeflenen enflasyonun “ π^* ” toplamı olarak kullanılmaktadır, enflasyonun hedeflenen değerden pozitif (negatif) yönlü sapması ve çıktı açığının (fazlasının) (çıkıtı açığı burada hedeflenenden sapma şeklinde tanımlanmaktadır) oluşması durumunda kısa dönemli nominal faiz oranı artırılmalıdır (azaltılmalıdır). Teorik olarak, kısa vadeli faizlerde yapılan bu şekildeki bir ayarlama meydana gelen sapmaları ortadan kaldırma gücüne sahiptir. Bu genel açıklamaların ardından Klasik Taylor Kuralı'nı şu şekil ifade etmek mümkündür^{*,207}.

$$r_t = r^* + k_\pi (\pi_t - \pi^*) + k_y y_{tt} \quad (3.3)$$

$$y_{tt} = (y - y^*) / y^* * 100$$

3.3 nolu denklemde π^* ve y^* sabittir. π^* Taylor²⁰⁸, da dört çeyrek dönem önceki enflasyon oranı olarak kullanılmış ve hesaplanmıştır. Ayrıca y^* 'da beklenen değil, *trend reel GSYİH'dir*. Kısa vadeli faiz kuralında yer alan y_{tt} ise, çıktının trend reel GSYİH' den sapmasının yüzde değeri olarak tanımlanmıştır. k_π ve k_y enflasyon ve çıktındaki sapmalara ait katsayıları vermektedir. Klasik faiz politikası 3.3 nolu denklemde de ekonomideki kısa dönemli değişime tepki vermeli ve ilgili değişkenlerin değerlerindeki sapmayı ortadan kaldırmaya yönelik kullanılmalıdır. Ancak bu kural ile ilgili, parasal aktarım süreci, makro ekonomik işleyiş mekanizması ve politika gecikmeleri açısından literatürde tartışmalar olduğu da akılda tutulmalıdır.

3.2. Bekleyiş ve Hedef Değer Eklentili Basit Faiz Kuralı (Forward-Looking Rule)

Politika kararları sonucu oluşan faizin seyrini tam olarak ortaya koymak açısından sınırlı bir yaklaşım olarak görülen Klasik Taylor Kuralının, geliştirilmeye ihtiyacı vardır. Klasik Taylor Kuralı'nın geliştirilmesi ve bu şekilde kullanılması, Merkez Bankalarının son dönemdeki faiz politikalarının anlaşılması için daha anlamlı olacaktır. Yapılan çalışmaların bir çoğu, belirlediği faiz kuralında Taylor²⁰⁹ 'u temel almış, enflasyon ve çıktının gecikmeli ya da “ t ” (cari) dönemindeki değerini bağımsız değişken olarak kullanmıştır. (Bunlar arasında Woodford²¹⁰, Bullard ve Mitra²¹¹, Orphanides ve Wieland²¹², Orphanides²¹³ gösterilebilir).

²⁰⁶ Orphanides, s.6.

* Burada verilen denklem için Taylor (1993) yerine Kristen (2004)'e atıfta bulunulmasının nedeni bu çalışmada ilgili denklemin daha açık olarak gösterilmesidir. Ayrıca 3.3 nolu model rakamsal değerlerden arındırılarak aktarılmıştır.

²⁰⁷ Petra Gerlach-Kristen, “Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, No.1, 2004, s. 1172.

²⁰⁸ John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland, No.39, 1993, s.195.

²⁰⁹ John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland, No.39, 1993, ss.195-214.

²¹⁰ Michael Woodford, “The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy,” American Economic Review, American Economic Association, Vol. 91, No. 2, Mayıs 2001, ss.232-237.

²¹¹ James Bullard ve Kaushik Mitra, “Determinacy, Learnability, and Monetary Policy Inertia”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper No: 200-030a, Kasım 2000.

Bekleyiş ve hedef değer eklentili faiz kuralı ise ilgili değişkenlerin gelecek dönemdeki değerlerini (beklenen ve hedef) içermektedir. Ancak ilgili bu kuralı Taylor²¹⁴ kuralının özel bir türü olarak değerlendirmek mümkündür. Çünkü gelecekte oluşacak enflasyon ve çıktı tahmininde, *enflasyonun gecikmeli* değeri ve *çıktı açığının gecikmeli* değeri yeterli istatistiki sonuçlar vermektedir²¹⁵.

Ancak Taylor Kuralına göre oluşturulan modellerin katsayıları politika yapıcılar için eksik bir gösterge olabilmektedir. Geçmiş değerlere ya da “t” (cari) dönemine göre oluşturulan bu modelin *katsayıları*, gelecek değerlere göre oluşturulan modele göre, politika yapıcıların tepkilerinde yetersizliğe neden olabilmektedir. Ayrıca ilgili değişkenlerin gelecek değerleri göz önüne alınarak oluşturulacak bir faiz kuralı, Merkez Bankaları için daha büyük bir veri setinin göz önünde bulundurulmasını sağlayacağı için kural daha etkin olabilmektedir²¹⁶.

Clarida, Gali ve Gertler²¹⁷ tarafından tanımlanan faiz kuralına göre 3.4 nolu denklemde, r_t^* t döneminde bekleyiş eklentili hedeflenen nominal faiz oranını göstermektedir. r^* ise ilgili dönem için *arzulanan (desired)* nominal faiz oranıdır. Diğer değişkenler ise denklemde sırasıyla, $\pi_{t,k}$ fiyat seviyesinin t döneminden t+k dönemine kadar olan değişimini simgelemekte ve π^* ise hedeflenen enflasyon düzeyini göstermektedir. $\chi_{t,q}$ ’da gelirden t döneminden t+q dönemine kadar meydana gelen ortalama çıktı açığını simgelemekte ve çıktı açığı ise gerçekleşen gelir ile hedeflenen gelir düzeyi arasındaki fark şeklinde tanımlanmaktadır. Ayrıca “E” beklenen değerleri ve Ω_t ise r_t^* ’nin r^* ’a eşit olmasını sağlayacak veri setini sembolize etmektedir. Bu veri seti ise, enflasyonun ve çıktı (gelir) açığının, hedeflenen değerlerine eşit olmasını sağlamaktadır. Bu durumda hedeflenen faiz oranı arzulan faiz oranına eşit olacaktır.

$$r_t^* = r^* + \beta(E[\pi_{t,k} / \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[\chi_{t,q} / \Omega_t] \quad (3.4)$$

3.4 nolu denkleme göre, t dönemindeki bekleyiş eklentili hedeflenen faiz oranı, beklenen enflasyon oranı ile hedeflenen enflasyon oranı arasındaki farka, beklenen çıktı açığına ve arzulan faiz oranına bağlıdır. Beklenen enflasyonun hedeflenen değerden büyük olması ve (veya) çıktı açığının bulunması durumunda bekleyiş eklentili hedeflenen faiz oranının yukarı yönlü ayarlanması gerekmektedir (aynı şekilde tersi durum da geçerlidir). Beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyona eşit olması ve çıktı (gelir) açığının olmaması durumunda ise $r_t^* = r^*$ koşulu sağlanmaktadır.

²¹² Athanasios Orphanides ve Volker Wieland, “Efficient Monetary Policy Design Near Price Stability”, Journal of The Japanese and International Economies, Vol. 13, 2000, ss. 327-365.

²¹³ Athanasios Orphanides, “Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from The Trenches”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.2. 2004. ss. 151-175.

²¹⁴ John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland, No.39, 1993, ss.195-214.

²¹⁵ Richard Clarida, Jordi Gali and Mark Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, s. 150

²¹⁶ Clarida, Gali ve Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, s. 150.

²¹⁷ Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

3.3. Örtük (Implied) Reel Faiz Kuralı

3.4 nolu denklemdeki gibi bir kural belirlemek para politikası yapıcılar için avantajlı olmasının yanında, bazı sakıncaları da beraberinde getirmektedir. Bu şekildeki bir kurala bağlı faiz oranı, ekonomik konjonktür ile birlikte, β ve γ 'nin aldığı değerlere bağlı olarak dalgalanma gösterebilmektedir²¹⁸. Bu kuralın daha geliştirilmiş olarak, örtük (zımni) reel faiz kuralı gösterilebilir. Bu faiz kuralında, sistem dışında (ex-ante) belirlenen bir hedef reel faiz oranı rr^* kullanılmaktadır. Bu faiz oranının durağan ve uzun dönemde parasal olmayan faktörler tarafından belirlendiği varsayılmakta ve bir sabit olarak kabul edilmektedir²¹⁹. Sabit olan ve para politikasından etkilenmeyen bu reel faiz, modelin ana temelini oluşturmaktadır. İlgili faiz kuralının uzun dönem değeri ise 3.5 ve 3.6 nolu denklemlerdeki gibidir. r^* ve π^* hedeflenen (arzu edilen) değerleri vermektedir.

$$rr_t^* \equiv r_t - E[\pi_{t,k} / \Omega_t] \quad (3.5)$$

$$rr^* \equiv r^* - \pi^* \quad (3.6)$$

Öncül (ex-ante) olarak belirlenen ve sabit kabul edilen hedeflenen (arzu edilen) reel faiz oranına " rr^* ", yine ilgili değişkenlerin beklenen ve hedeflenen değerlerine göre oluşturulmuş yapının eklenmesi ile elde edilen örtük (zımni) reel faiz oranı kuralı ise 3.7 nolu denklemdeki gibidir;

$$rr_t^* = rr^* + (\beta - 1)(E[\pi_{t,k} / \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[\chi_{t,q} / \Omega_t] \quad (3.7)$$

Kısa dönemde 3.7 nolu denklemdeki şekilde olan örtük reel faiz kuralında, *Uzun dönemde* t dönemindeki örtük reel faiz oranı, t dönemindeki gerçekleşen nominal faiz oranı ve beklenen enflasyona bağlıdır[□]. İlgili denklem 3.8'de verilmiştir;

$$rr_t^* = r_t - E[\pi_{t,k} / \Omega_t] \quad (3.8)$$

3.7 nolu örtük reel faiz kuralına göre rr_t^* , beklenen ve hedeflenen enflasyon arasındaki farka ve çıktı açığındaki değişmeye göre değer üretecek, değişim gösterecektir. Aynı zamanda bu değer büyüklüğü de β 'nin 1'den büyük ya da küçük olmasına göre ve γ 'nin alacağı değere göre değişecektir. Denklem de açıkça görüldüğü gibi $\beta=1$ ve $\gamma=0$ olması durumunda t dönemindeki "bekleşiş eklentili" örtük reel faiz, hedef reel faiz oranı rr^* 'ye eşit olan bir sabit olacaktır.

Bu kurala göre faizlerin beklenmeyen bir şekilde düştüğü varsayımıyla, faiz oranının nasıl istikrarlı ya da istikrarsız seyir izleyeceğini şu şekilde açıklamak mümkündür; faizlerin düşmesi varsayımıyla ekonomik büyüme ve enflasyon artma *eğilimine* girecektir. Enflasyon ve çıktı hedeflenen değerinden pozitif sapacaktır. Eğer 3.7 nolu denklemde $\beta > 1$ ise bu durumda kurala bağlı olarak hedeflenen reel faizde rr_t^* yukarı yönlü anlamlı bir kayma olacak ve nominal faizler de eski seviyesine doğru yükselecektir. Sonuç olarak faiz oranları istikrarlı seyrine devam edebilecektir. Bu noktada enflasyon ve çıktı açığı da ortadan kalkacaktır. Enflasyon ve çıktı açığı $\beta \leq 1$ durumunda ise, yukarıdaki sürece ters olarak (ilgili

²¹⁸ Clarida, Gali ve Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", s. 151.

²¹⁹ A.g.e., s. 152.

* Ω veri setinin oluşması ile birlikte beklenen enflasyon oranı gerçekleşen enflasyon oranına eşit olacaktır.

parametre eksi değer alacağından) hedeflenen reel faizde aşağı yönlü bir kayma yaşanacak, bu da nominal faizlerin daha da aşağı kaymasına neden olacak, yani faiz oranları istikrarsız hale gelmeye başlayacaktır. Enflasyonu ve çıktığın hedeflenen değerlerinden pozitif olarak sapma değerleri daha da büyüyecektir.

Bu tür bir süreç, beklenen çıktı açığı katsayısı olan “ γ ” için de geçerlidir. $\gamma > 0$ olması durumunda ki çıktı açığı gerçekleşen çıktıdan hedeflenen çıktının çıkarılması şeklinde tanımlanmıştı, çıktı açığındaki artış (hedeflenen değerinden daha yüksek olması) sonucu reel faizler de artacak ve ilk artışın etkisi ortadan kalkacaktır. $\gamma \leq 0$ olması halinde ise, çıktı açığındaki artış sonucu reel faizler de aşağı yönde hareket edecek bu da çıktı açığı ve faizdeki hareketi daha da hızlandıracak, sonuçta faiz oranları istikrarsız bir seyir izleyecektir. $\beta = 0$, $\gamma = 0$ olması durumunda ise faizlerin istikrarsız seyretmesinin nedeni, enflasyon ve çıktı açığında pozitif ve negatif yönlü hareketlerin etkisinin kural tarafından ortadan kaldırılamamasıdır. Açıklanan bu sürece, ekonomide meydana gelen bir şok da neden olabilir. Bu durumda da ilgili değişkenlerin parametrelerinin alacağı değere göre süreç geçerliliğini koruyacaktır.

3.4. Faiz Düzleştirme (Smoothing) Kuralı ve Dışsal Şok

3.4 nolu denklemdeki gibi tanımlanan bir faiz kuralı (Merkez Bankaları için oluşturulan bir reaksiyon fonksiyonu “reaction function” olarak da tanımlanabilir) ve bu kuralın daha gelişmiş hali olan 3.7 nolu model, Klasik Taylor Kuralı gibi, *gerçekte faiz oranlarındaki değişimi ve hareketi açıklamak için sınırları dar ve aşırı basitleştirici bir kural ortaya koymaktadır*. Faiz Düzleştirme kuralı ise, faizin gerçekteki seyrini yakalamakta daha başarılı bir yaklaşım olarak kullanılmaktadır. Faiz düzleştirme kuralı ile ilgili çalışmalar arasında önemli olarak Judd ve Rudebusch²²⁰, Clarida, Gali ve Gertler²²¹, Clarida, Gali ve Gertler²²², Rudebusch²²³, Gerlach-Kristen²²⁴, Orphanides²²⁵, Driffill vd²²⁶ sayılabilir.

Literatüre bakıldığında faiz düzleştirme modeli ile ilgili iki ana yaklaşımın olduğu görülmektedir. İlk olarak ortaya atılan yaklaşım Merkez Bankalarının parasal büyüklükleri ya da faiz oranlarını hedef alması bağlamında düşünülmektedir. Buna göre; Merkez Bankaları faiz oranlarını düzleştirerek, gelecekteki faizlerin tahminini kolaylaştıracak bir yol oluşturmaktadır. Kısa vadeli faizlerle ilgili önsel bir düzleştirme oranının belirlenmesi, faizlerin istikrarlı hareket etmesini sağlamaktadır²²⁷. İkinci ve yeni yaklaşıma göre ise, Merkez Bankaları belirledikleri hedef (arzu edilen) faiz oranına göre, ki bu faiz oranı belirlenmiş makro ekonomik değişkenlere göre hareket eden bir faizdir, kısa vadeli faizleri ayarlama yoluna giderler. Bunu gerçekleştirirken de oluşturulan faiz düzleştirme modeline bağlı olarak faizleri düzleştirmeye, yani hedef faizdeki değişimin sadece belirli bir oranını ilgili

²²⁰ John Judd ve Glenn Rudebusch, “Taylor Rule and The Fed: 1990-1997”, Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1998, ss. 3-16.

²²¹ Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Getrler, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, Journal of Economic Literature, Vol. 37, 1999, ss. 1667-1707.

²²² Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

²²³ Glenn D. Rudebusch, “Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia”, Journal of Monetary Policy, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.

²²⁴ Petra Gerlach- Kristen, “Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, No.1, 2004, ss. 1169-1186.

²²⁵ Athanasios Orphanides, “Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from The Trenches”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.2. 2004. ss. 151-175.

²²⁶ Driffill John, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, “Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?”, Journal of Financial Stability, Vol.2, 2006, ss. 95-112.

²²⁷ Philip Lowe ve Luci Ellis, “The Smoothing of Official Interest Rates”, Reserve Bank of Australia, Monetary Policy and Inflation Targeting, 1997. s. 291.

dönemde; kalan kısmını ise diğer dönemlerde yansıtmaya, yönelirler²²⁸. Bu girişe bağlı olarak bundan sonraki aşamada, faiz düzleştirme kuralı para politikası ve finansal istikrar arasında köprü oluşturacak şekilde, ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılacaktır.

Faiz düzleştirme kuralının diğer kurallara oranla faizin gerçek seyrini yakalamakta açısından başarılı olmasını sağlayan üç neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki, önceki iki kural da, rasyonel piyasa varsayım altında, t dönemindeki faiz oranının anında hedeflenen değerine eşitleneceğini varsaymakta ve Merkez Bankalarının faiz oranlarını düzleştirmeye yönelik politikalarını göz ardı etmektedir. İkinci olarak ise, açıklanan iki kuralda da faiz oranlarındaki *tüm* değişiklikler Merkez Bankalarının, ekonomik koşullardaki değişime *sistemik tepkisi* olarak kabul edilmektedir. Ekonomik koşullar hakkındaki yanlış tahminler dışında, belirlenen faiz kuralı, politika eylemlerinde hiçbir rassallığa izin vermemektedir. Son olarak ise, her iki kural da Merkez Bankalarının faiz oranları üzerinde tam bir kontrole sahip olduğunu ve faiz oranını hedeflenen düzeyde tutmak konusunda başarılı olacağını varsaymaktadır²²⁹.

Faiz düzleştirme (smoothing) kuralında ise, yukarıda sayılan varsayımlardan ilki kaldırılmakta ve t döneminde gerçekleşen faiz oranı şu şekilde tanımlanmaktadır;

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho) r_t^* + v_t \quad (3.9)$$

Bu denklem gerçekleşen faiz oranının hedef değer ve bir dönem gecikmeli değerine göre oluştuğunu ve hareket ettiğini göstermektedir. Burada “ v_t ” sıfır ortalamalı dışsal faiz şokunu simgeleyen hata terimidir. Bu kurala göre, $\rho \square 0$ olması halinde Merkez Bankası kısa dönem faiz oranını, faizin bir önceki dönemdeki ve arzulan (desired) değerindeki değişime göre ayarlayacaktır. Kısmi ayarlama katsayısı olan ρ ’nun (ro’nun) alacağı değere göre kısa vadeli faiz oranı, *makro ekonomik değişkenlere göre uyarlanmış* olan arzulan faiz oranına, değişimin olduğu dönemde *kısmi* olarak uyarlanacak ve faiz oranı kısmi ayarlama katsayısına göre *düzleşecektir* (smoothing)²³⁰. Kısmi ayarlama katsayısının ($\rho = 0$) olması durumunda ise, kısa vadeli faiz oranı t dönemindeki makro ekonomik duruma göre ilgili dönemde tam uyarlanacaktır²³¹. Son olarak $\rho = 1$ olması durumunda ise, oluşturulan faiz kuralına göre bir ayarlama yapılmayacak faiz oranı rassal hareket etme eğiliminde olacak yani bire bir önceki dönemdeki değerine göre *tam* değer üretecektir.

Yukarıda açıklanmaya çalışılan kısmi ayarlama süreci aynı zamanda faiz düzleştirme kuralı olarak adlandırılmaktadır. Böyle bir eşleşmenin nedeni ise, kısmi ayarlama sürecinde kısa vadeli faiz oranının, arzulan faiz oranındaki değişime göre daha az oynak (volatility) hale gelmesidir. 3.9 nolu kuralda ρ katsayısı, faiz oranlarındaki *değişimin düzleştirilme derecesini* gösteren bir gösterge olarak kullanılmaktadır.

3.9 nolu kısmi ayarlama denklemi 3.7 nolu bekleyiş eklentili faiz oranı kuralı ile birleştirildiğinde, Merkez Bankaları için bir etki tepki fonksiyonu (reaction function) elde edilir. Bunun için $rr^* \equiv r^* - \pi^*$ ise $r^* = rr^* + \pi^*$ eşitliğinden yararlanılacaktır. Aynı zamanda oluşturulacak bu fonksiyon t dönemindeki gerçekleşen değerler üzerinden ifade edileceği için ilgili değişkenler $E(\pi_{t,k}) = \pi_{t,k}$ ve $E(x_{t,k}) = x_{t,k}$ koşulunu sağlamaktadırlar. Yani beklenen

²²⁸ Lowe ve Ellis, s. 291.

²²⁹ Clarida, Gali ve Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, s. 153.

²³⁰ A.g.e., s. 153.

²³¹ Rudebusch, “Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia”, s.1167.

değerler gerçekleşen değerlere eşittir. Buna göre etki tepki fonksiyonunu şu şekilde elde etmek mümkündür;

$$r_t^* = r^* + \beta(E[\pi_{t,k} / \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[\chi_{t,q} / \Omega_t] \quad (3.10)$$

$$r_t^* = r^* - \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \chi_{t,k} \quad (3.11)$$

$$r_t^* = rr^* + \pi^* - \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \chi_{t,k} \quad (3.12)$$

$$r_t^* = rr^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \chi_{t,k} \quad (3.13)$$

ise, ilgili kural;

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho)[rr^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \chi_{t,k}] + \varepsilon_t \quad (3.14)^\Omega$$

Şeklinde dir. Nihai olarak ulaşılan 3.13 tepki fonksiyonunda $rr^* - (\beta - 1)\pi^*$ tek terim olarak varsayılmakta, π^* değerinin var olması durumunda ise rr^* tahmin sonuçlarından elde edilebilmektedir²³².

Bu noktada “ ρ ” katsayısı için açıklama yapmaya ihtiyaç vardır. Klasik Taylor Kuralının faizin hareketini açıklama konusunda yetersiz kaldığı ve bundan dolayı geliştirilmeye ihtiyacı olduğu hakkında açıklamalar yapılmıştı. Bunun sonucunda da faiz düzleştirme kuralına yukarıda yer verilmişti. Ancak ρ katsayısının içerdiği anlamı ortaya koymaya yönelik olarak bu noktada ek açıklama yapmaya gerek vardır. 3.15 nolu denklemde tekrar gösterilen Klasik Taylor Kuralına göre;

$$r_t = r^* + k_\pi(\pi_t - \pi^*) + k_y y_{tt} \quad (3.15)$$

$$r_t = r^* - k_\pi \pi^* + k_\pi \pi_t + k_y y_{tt} \quad (3.16)$$

Elde edilir. Reel faizin 3.17 nolu denklemdeki şekilde tanımlanması ile birlikte ise;

$$rr^* = r^* - k_\pi \pi^* \quad (3.17)$$

$$r_t = rr^* + k_\pi \pi_t + k_y y_{tt} \quad (3.18)$$

3.18 nolu denklemdeki ifadeye ulaşılır^γ. Reel faiz yapılacak tahminlerde kendini sabitte göstereceğinden, daha sadeleştirilmiş olarak Klasik Taylor kuralı 3.19 nolu denkleme indirgenebilir²³³;

^Ω Son olarak ulaşılan 3.14 nolu kuraldaki hata terimini ise, tahmin hatalarını ve veri setindeki eksiklikleri içerecek şekilde, şöyle tanımlamak mümkündür;

²³² Clarida, Gali ve Gertler, “**Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory**”, s.154.

^γ Reel faizin kendini sabitte göstermesi ile beraber, sabit terim dışsal değişken (instrument variable) olarak tahmin sürecinde yer alacağından, bir nevi sabit terimin modelde zimni olarak var olduğu kabul edilmiş olacaktır. Sabit terimin dışsal değişken olarak kullanıldığı çalışmalar için bkz. Clarida, Gali ve Gertler, (2000), Rudebusch, (2002), Driffill vd., (2006). Çok az sayıda çalışmada ise sabit terim, modelde içsel olarak yer almış; ancak tahmin sonuçlarında gösterilmemiştir. Örnek olarak bkz. Kristen, (2004).

$$r_t = k_\pi \pi_t + k_y y_{tt} + \varepsilon_t \quad (3.19)$$

3.19 nolu denklem ve modelde sadeleştirilmiş hale getirilen Klasik Taylor Kuralına göre enflasyon veya çıktı açığından kaynaklanan yukarı ya da aşağı yönlü bir şok, katsayı değerlerine bağlı olarak “ k_π, k_y ”, ilgili dönemde direkt olarak Merkez Bankaları tarafından kısa vadeli faizlere yansıtılacak ve şokun etkisi ortadan kaldırılmaya çalışılacaktır. Uygulanan politikanın bu şekilde sürmesi *varsayımıyla* da kısa vadeli faizlerde ani kırılma ya da dalgalanmalar yaşanacak ve politik süredurum (political inertial) söz konusu olmayacaktır^δ. Böyle bir yaklaşım aynı zamanda piyasa oyuncuları tarafından kısa vadeli faizlerin izleyeceği seyrin önceden tahmin edilmesini güçleştirecek, bu da faizlerdeki ani hareketleri hızlandıran bir etki yaratabilecektir. Faiz düzleştirme kuralına göre hareket eden Merkez Bankası ve para politikası altında ise bu etkiler meydana gelmeyecek ve kısa vadeli faizler istikrarlı hareket ederek düzleşme eğiliminde olacaktır. Bu paralelde faiz düzleştirme kuralının avantajlarına vurgu yapan çalışmalar arasında Goodhart²³⁴, Levin, Wieland ve Williams²³⁵, Amato ve Laubach²³⁶, Clarida, Gali ve Gertler²³⁷, Sack ve Wieland²³⁸ saymak mümkündür.

Açıklanmaya çalışılan nedenlere bağlı olarak, faiz düzleştirme modeli önceki iki kuralın çok kısıtlayıcı olması sonucu, Klasik Taylor kuralının geliştirilmiş hali 3.14 nolu denklemde ifade edilmişti. Bu noktada ise, 3.11 nolu etki tepki fonksiyonu denklemi, 3.14 denklem ile yeniden düzenlenirse 3.20 nolu denkleme ulaşılabilecektir;

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho) [r^* - \beta \pi^* + \beta \pi_{t,k} + \mathcal{X}_{t,k}] + \varepsilon_t \quad (3.20)$$

Hedeflenen reel faizin sabit şeklinde 3.20 nolu denklemde yani kuralda yer alması ile birlikte;

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho) [\beta \pi_{t,k} + \mathcal{X}_{t,k}] + \varepsilon_t \quad (3.21)$$

İlgili kural, son şekli olarak 3.21 nolu denklemdeki halini alacaktır. Faiz düzleştirme kuralının nihai hali olan bu kural aynı zamanda Merkez Bankasının etki tepki fonksiyonunu vermektedir.

Gelinen bu noktada artık, faiz düzleştirme kuralı ile Klasik Taylor Kuralını karşılaştırmak ve “ ρ ” katsayısının anlamını daha net olarak ortaya koymak mümkün olacaktır. 3.21 nolu denklemde görüldüğü üzere kuraldan gelen kısım, $\beta \pi_{t,k} + \mathcal{X}_{t,k}$, *Klasik Taylor Kuralından farklı olarak*, faiz oranı üzerine ilgili dönemde sadece $(1-\rho)$ kadar yansıtılmaktadır. Yani kısa vadeli faiz oranının alacağı değer bir önceki dönemki değeri ve kuraldan gelen

²³³ Gerlach-Kristen, s.1172.

^δ Politik süredurum, Merkez Bankasının yürütmekte olduğu para politikasının önceden tahmin edilebilir ve belirli bir kural dahilinde oluşması sonucunda meydana gelen durumdur. Diğer bir deyişle, para politikasının izleyeceği yol konusunda belirsizlik ya yoktur ya da çok azdır.

²³⁴ Charles Goodhart, “**Central Bankers and Uncertainty**”, Quarterly Bulletin, Bank of England, Vol. 39, 1999, ss.102-115.

²³⁵ Andrew Levin, Volker Wieland and John Williams, **Robustness of Simple Monetary Policy Rules Under Model Uncertainty, Monetary Policy Rules**, Chicago: Chicago University Pres, John B. Taylor Edition, 1999, ss. 263-299.

²³⁶ Jeffery Amato ve Thomas Laubach, “**The Value of Interest Rate Smoothing: How The Private Sector Helps The Federal Reserve**”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas, Third Quarter, 1999, ss. 47-64.

²³⁷ Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, “**Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory**”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

²³⁸ Brian Sack ve Volker Wieland, “**Interest Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Review of Recent Empirical Evidence**”, Journal of Economics and Business, Vol.52, 2000, ss. 205-228.

kısmın toplamı şeklinde oluşmaktadır^Ω. Sonuç olarak t döneminde meydana gelen bir şok*, ilgili dönemde kısa vadeli faiz oranı üzerinde sadece (1-p)'nin alacağı değer kadar yansıtılacaktır. Meydana gelen şokun geriye kalan kısmı ise, (p/1-p)'nin alacağı değere bağlı olarak, diğer dönemlerde aynı oranda yansıtılacaktır^δ. Kısmi ayarlama katsayısı olarak adlandırılan “ρ” katsayısının değerinin büyümesi faiz düzeltirmenin derecesinin artması anlamına gelmektedir. Bu katsayının 1'e eşit olması ya da limitte 1'e yaklaşması durumunda ise, faiz serisi rassal yürüyüş (random walk) sergileyecek yani istikrarsız (unstable) bir seyir gösterecektir²³⁹. Bu durumda ise, piyasa oyuncularının kısa vadeli faiz oranı hakkında tahmin yapma şansı çok düşecek ve Merkez Bankalarının izleyeceği para politikasının başarı şansı azalabilecektir²⁴⁰.

Kısa vadeli faiz oranında yaşanan yavaşça (gradually) uyarlanma (adjust) ($1 > p > 0$) anlamına gelen bu durum, kısa vadeli faiz oranının düzleşmesini (smoothing) ve serinin istikrarlı olmasını sağlayacaktır. Ayrıca böyle bir politikanın izlendiğinin piyasa oyuncuları tarafından bilinmesi ve gelecek dönemler için beklentinin bu yönde oluşması ile birlikte (kısa vadeli faiz oranlarının tahmin edilebilmesi ile), bugünkü toplam talep ve toplam arz üzerinde büyük etki yaratılacaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının düzleşmesi ile birlikte de Merkez Bankaları makroekonomik dalgalanmalar üzerinde kontrol sağlayabilecektir²⁴¹. Bu süreçte, *finansal değişkenlerdeki oynaklıklar da kısa vadeli faiz oranlarındaki düzleşme ile birlikte azalmaya başlayacaktır*. Ancak yukarıda anlatılan politik süredurum (political inertia) şeklindeki faiz düzeltirme kuralının optimal olarak uygulanabilmesi için, özel sektörün yani piyasa katılımcılarının gelecek dönemler için bu yönlü bir beklentiye sahip (*forward-looking*) olması yanında, Para politikası yapımcılarının bu tür bir politikayı sürdürebilecek *kredibiliteye* sahip olması da gerekmektedir^π.

3.5. Faiz Düzeltirme Kuralı İle İlgili Gelişmeler

Klasik Taylor Kuralı, Merkez Bankalarının izlediği kısa vadeli faiz politikasını belirleyen etmenlerin sadece enflasyon ve çıktı açığı olduğu şeklinde bir yaklaşım getirmiştir^γ. Ancak izlenen faiz politikasında sadece bu iki etmenin belirleyici olduğu şeklindeki bir yaklaşım, kısa vadeli faiz ile ilgili verilen kararları açıklamakta sınırlı bir analiz sunmaktadır. Klasik Taylor Kuralının geliştirilmiş hali olan faiz düzeltirme kuralında Clarida, Gali ve Gertler^{β,242} FED'in izlediği faiz politikası için, faiz oranının gecikmeli değerini modele ekleyerek hem ek bir değişkenin anlamlı olduğunu göstermiş hem de diğer iki değişkenin (arzu edilen faiz oranındaki değişimin) etkisinin ilgili dönem için de kısmi (partial) olduğunu ve uyarılmanın “ρ” katsayısının değerine bağlı olarak yavaşça (gradually) gerçekleşeceğini

$$^{\Omega} \rho + (1 - \rho) = 1$$

* Merkez Bankası tepki fonksiyonu olan $\beta\pi_{t,k} + \mathcal{X}_{t,k}$ 'da meydana gelen bir değişme.

^δ Ayarlamamanın tamamlanacağı ilgili dönem sonu itibariyle toplamda $r_t = r_t^*$ eşitliği sağlanacaktır. “lag mean” olarak tanımlanan (p/1-p) için daha ayrıntılı bilgi için bkz. Greene, William H. (1997).

²³⁹ Rudebusch, “**Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia**”, s. 1176.

²⁴⁰ Marvin Goodfriend, “**Interest Rates and The Conduct of Monetary Policy**”, Carnegie- Rochester Series on Public Policy, Vol. 34, 1991, s.10.

²⁴¹ Rudebusch, “**Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia**”, s.1167

^π Bu konuda daha ayrıntılı bilgi için bkz. Woodford, (1999), Amato ve Laubach (1999), Sack ve Wieland (2000).

^γ Taylor (1993) adlı çalışmada kurulan modele bağlı olarak bu yönde çıkarsama, FED'in 1980 ve 1990'lı yıllardaki kısa vadeli faiz politikası için yapılmıştır.

^β İlgili çalışmada faiz düzeltirme katsayısı ρ 'nun değeri ortalama olarak 0,8 bulunmuştur. Yani arzu edilen faiz oranındaki değişime kısa vadeli faiz yavaşça uyarlanmakta, yani faiz düzeltirme kuralı, FED'in kısa vadeli faiz politikasını açıklamaktadır uygulanmaktadır.

²⁴² Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, “**Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory**”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

ortaya koymuştur²⁴³. Adı geçen bu çalışmada “ **Tahmin edilen tüm durumlarda faiz düzleştirme katsayısı hep yüksek değerler vermiştir. Arzu edilen faiz oranındaki değişimin sadece 10 ila 30 puanlık kısmı değişimin olduğu çeyrekte (3 aylık dönem), kısa vadeli faiz oranına yansımaktadır**”²⁴⁴ ifadesi, faiz düzleştirme kuralının FED’in izlediği kısa vadeli faiz politikasını açıklamakta olduğuna dair önemli bir çıkarım yapmaktadır.

Merkez Bankalarının faiz düzleştirme kuralına uygun olarak hareket etmekte olduğu yani politik süredurumun (political inertia) yaşandığına yönelik olarak benzer sonuçların bulunduğu farklı çalışmalar da mevcuttur. Bunlar arasında Sack²⁴⁵, Woodford²⁴⁶, Goodhart²⁴⁷, Levin, Wieland ve Williams²⁴⁸, Amato ve Laubach²⁴⁹, son olarak Sack ve Wieland²⁵⁰ sayılabilir. Yukarıda verilen faiz düzleştirme kuralı ile ilgili çalışmalar ve Clarida, Gali ve Gertler²⁵¹ de veriler çeyrek dönemler şeklinde kullanılmıştır. Bunların dışında, faiz düzleştirme kuralını, Merkez Bankalarının kısa vadeli faiz kararlarını ortaya koymaya yönelik olarak kullanan ve kısa vadeli faizin belirlenen *faiz kuralına* tepkisini günlük, haftalık ve aylık bazda inceleyen çalışmalar da mevcuttur. Bunlar arasında önemli olarak Goodfriend²⁵², Dotsey ve Otrok²⁵³, Rudebusch²⁵⁴, Goodhart²⁵⁵, Lowe ve Ellis²⁵⁶, Balduzzi, Bertola ve Foresi²⁵⁷, Eijffinger, Schaling ve Verhagen²⁵⁸ sayılabilir.

Belirlenen faiz düzleştirme kuralına göre meydana gelen değişimlere, Merkez Bankalarının üçer aylık periyotlar ile tepki vereceğine yönelik uygulamalı çalışmalarda, kısmi ayarlama katsayısının değerine bağlı olarak ayarlama süreci *birçok* üç ayı kapsayacaktır. Özellikle kısmi ayarlama katsayısının değerinin büyük olması durumunda bu süreç daha da

²⁴³ Gerlach- Kristen, s.1169.

²⁴⁴ Clarida, Gali ve Gertler, “**Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory**”, s.157.

²⁴⁵ Brian Sack, “**Uncertainty, Learning and Gradual Monetary Policy**”, FEDS Working Paper, Federal Reserve Board, 1998, No.34.

²⁴⁶ Michael Woodford, “**Optimal Monetary Policy İnertia**”, NBER Working Paper, No. 7261, Haziran 1999, ss.1-35.

²⁴⁷ Charles Goodhart, “**Central Bankers and Uncertainty**”, Quarterly Bulletin, Bank of England, Vol. 39, 1999, ss.102-115.

²⁴⁸ Andrew Levin, Volker Wieland and John Williams, **Robustness of Simple Monetary Policy Rules Under Model Uncertainty**, Monetary Policy Rules, Chicago: Chicago University Pres, John B. Taylor Edition, 1999, ss. 263-299.

²⁴⁹ Jeffery Amato ve Thomas Laubach, “**The Value of Interest Rate Smoothing: How The Private Sector Helps The Federal Reserve**”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas, Third Quarter, 1999, ss. 47-64.

²⁵⁰ Brian Sack ve Volker Wieland, “**Interest Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Review of Recent Empirical Evidence**”, Journal of Economics and Business, Vol.52, 2000, ss. 205-228.

²⁵¹ Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, “**Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory**”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

²⁵² Marvin Goodfriend, “**Interest Rates and The Conduct of Monetary Policy**”, **Carnegie- Rochester Series on Public Policy**, Vol. 34, 1991, ss.7-30.

²⁵³ Michael Dotsey, Christopher Otrok, “**The Rational Expectations Hypothesis of The Term Structure, Monetary Policy and Time-Varying Term Premia**”, Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond, 1995, ss. 65-81.

²⁵⁴ Glenn D. Rudebusch, “**Federal Reserve Interest Rate Targeting, Rational Expectations and The Term Structure**”, Journal of Monetary Economics, Vol.35, 1995, ss.245-274.

²⁵⁵ Charles Goodhart, “**Why Do The Monetary Authorities Smooth Interest Rates?**”, European Monetary Policy, S. Collignon Edition, Pinter, Washington, DC, 1997, ss.119-178.

²⁵⁶ Philip Lowe ve Lucy Ellis, “**The Smoothing of Official Interest Rates**”, Monetary Policy and Inflation Targeting, Reserve Bank of Australia, 1997, ss.286-312.

²⁵⁷ Balduzzi, Pierluigi, Giuseppe Bertola ve Silverio Foresi, “**A Model of Target Changes and The Term Structure of Interest Rates**”, Journal of Monetary Economics, No.39, ss. 223-249.

²⁵⁸ Eijffinger, Sylvester, Eric Schaling, ve Willem Verhagen, “**A Theory of Interest Rate Stepping: Inflation Targeting in A Dynamic Menu Cost Model**”, Discussion Paper, No. 71, Tilburg University, Center for Economic Research, 1999.

uzayacaktır. Faiz düzeltme kuralında meydana gelecek tepkinin haftalık ve aylık bazda olacağına yönelik çalışmalarda ise, kısa vadeli faizlerin ayarlanma süreci haftalar ve aylar bazında olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, Merkez Bankalarının izleyeceği faiz düzeltme kuralına yönelik üçer aylık ayarlama yönelik literatür geniş olsa da, ayarlanmanın haftalık ve aylık bazda olduğu çalışmalar Merkez Bankalarının izlediği politikayı daha iyi açıklamaktadır²⁵⁹. Merkez Bankaları, veri setinde meydana gelen değişimlere bağlı olarak, izledikleri kısa vadeli faiz politikasını gözden geçirirler ve değişimin olduğu anda kısa vadeli faizi ayarlama başlarlar²⁶⁰. Bu bakımdan faiz düzeltme kuralının haftalık ve aylık bazda olacağına yönelik çalışmalar ve bu yönlü literatür, faiz düzeltmenin üç aylık periyotlarda olacağını reddetmektedir²⁶¹. Bu durumu destekler nitelikte, Mankiw ve Miron²⁶², Goodfriend²⁶³ ve Rudebusch²⁶⁴ tarafından yapılan ilgili çalışmalar gösterilebilir.

Merkez Bankalarının faiz düzeltme kuralını uygularken üç aylık periyotlarla ayarlama yapmadığına ve uygulamalı çalışmaların daha kısa dönemler için yapılması gerektiğine yönelik eleştirilerin dışında daha önemli olan ve bu çalışmanın konusu açısından da önem arz eden diğer bir eleştiri ise, 3.21 nolu denklemdeki faiz düzeltme kuralında, *ihmal edilen (omitted)* değişkenlerin var olduğuna yöneliktir. Merkez Bankaları için etki tepki fonksiyonu olan faiz düzeltme kuralı, fonksiyon yapısı eksik olarak belirlenmiştir (misspecified reaction function). Fonksiyon yapısının eksik olarak belirlenmesi, faiz politikasındaki bir değişimin meydana getirdiği yapısal kırılmanın, faiz düzeltme kuralında yer almamasına neden olabilir²⁶⁵. Aynı durum, finansal krizin kural tarafından içerilmemesi ile de sonuçlanabilir. Fonksiyon yapısının eksik olarak belirlenmesi, faiz düzeltme katsayısının " ρ " olduğundan daha yüksek çıkmasına, yani faiz düzeltmenin $(1-\rho)$ olduğundan daha güçlü görünmesine neden olacaktır. Olduğundan yüksek değer veren faiz düzeltme katsayısı da politika yapıcıların vereceği kararların sağlıksız olmasına ve piyasada meydana gelen sapmaların ortadan kaldırılamamasına neden olacaktır. İhmal edilmiş değişkenlerin olduğu faiz düzeltme modeli, piyasa oyuncularına da yanlış sinyal vereceğinden, olduğundan yüksek bir faiz düzeltme katsayısına göre oluşturulan politikaya yönelik güven problemi oluşacaktır.

İkinci olarak fonksiyon yapısının eksik belirlenmesine, modelde olması gereken ancak yer almayan değişken ya da değişkenler neden olabilir²⁶⁶. Bu değişken(ler) Merkez Bankalarının kısa vadeli faiz politikasında göz önünde bulundurduğu, bu değişken(ler)deki değişime tepki gösterdiği, ancak oluşturulan faiz düzeltme kuralında ihmal edilen (omitted) ya da gözlemlenmeyen (unobserved) değişken(ler) olarak tanımlanabilir²⁶⁷. Değişken ya da değişkenlerin faiz düzeltme kuralında içerilmemesi, yukarıda belirtildiği gibi faiz düzeltme katsayısı ρ 'nun olduğundan daha yüksek çıkmasına, yani kısa vadeli faiz

²⁵⁹ Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", s.1162.

²⁶⁰ N. Gregory Mankiw ve Jeffrey A. Miron, "The Changing Behavior of The Term Structure of Interest Rates", Quarterly Journal of Economics, Vol.101, 1986, s. 225.

²⁶¹ Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", s.1162.

²⁶² N. Gregory Mankiw ve Jeffrey A. Miron, "The Changing Behavior of The Term Structure of Interest Rates", Quarterly Journal of Economics, Vol.101, 1986, ss. 211-228.

²⁶³ Marvin Goodfriend, "Interest Rates and The Conduct of Monetary Policy", Carnegie- Rochester Series on Public Policy, Vol. 34, 1991, ss.7-30.

²⁶⁴ Glenn D. Rudebusch, "Federal Reserve Interest Rate Targeting, Rational Expectations and The Term Structure", Journal of Monetary Economics, Vol.35, 1995, ss.245-274.

²⁶⁵ Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", s.1168.

²⁶⁶ Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", s.1168.

²⁶⁷ Gerlach-Kristen, s.1170.

serisinin olduğundan daha hızlı düzleştiğine (smoothing) ve sahte (spurious) kısmi ayarlama katsayısı sorunu olduğuna işaret edecektir.

3.5.1. Gözlemlenmeyen Değişken Hipotezi (Unobserved Variable Hypothesis)

Gözlemlenmeyen – ihmal edilmiş değişkenler ve faiz politikasındaki bir değişimin meydana getirdiği yapısal kırılmanın, faiz düzleştirme kuralında yer almaması sonucu meydana gelen sahte faiz düzleştirme katsayısı ve gözlemlenmeyen değişken hipotezi (Unobserved Variable Hypothesis) üzerinde durmak gerekmektedir.

Rudebusch²⁶⁸, Klasik Taylor kuralından hareketle oluşturulan faiz düzleştirme kuralının, uygulanmakta olan faiz düzleştirme ile ilgili olarak açıklama gücünün zayıf olduğunu ifade etmiştir. Bu duruma ise, ihmal edilen değişkenler ve faiz politikasındaki yapısal değişimin modelde yer almamasının yol açtığını vurgulamıştır. Bu eksiklikler nedeniyle faiz düzleştirme modeli ile kısa vadeli faizin tahmin edilmesi mümkün görünmemektedir. Gözlemlenmeyen değişken hipotezi ise bu yönlü bir eleştiriyi ortadan kaldırarak, faiz düzleştirme kuralının daha gerçekçi ve etkin bir şekilde kısa vadeli faizin hareketini açıklamasını sağlamaktadır.

Merkez Bankaları uygulamada kısa vadeli faiz ile ilgili tepki fonksiyonlarında enflasyon, çıktı açığı ve z_t olarak tanımlanan ve diğer değişken ya da değişkenleri simgeleyen faktöre yer vermektedirler. Diğer değişken(leri) temsil eden z_t ise ardışık bağımlı (autoregressive) olarak şu şekilde ifade edilmektedir²⁶⁹;

$$z_t = \phi z_{t-1} + u_t \quad (3.22)$$

3.22 nolu eşitlikte ϕ pozitif ve 1'den küçük, u_t ise hata terimini ifade etmektedir. Ardışık bağımlı süreci ifade eden 3.22 nolu denklemin varlığı altında, Merkez Bankasının kısa vadeli faiz politikasında enflasyon ve çıktığı açığını hedef alacak şekilde bir faiz düzleştirme modeli oluşturması ve ihmal edilmiş değişken ya da değişkenleri içeren z_t 'nin bu modelde yer alması durumunda ilgili model, şimdiki dönem "t" (current value) için 3.23 nolu* eşitlikteki gibi olacaktır²⁷⁰;

$$r_t = \alpha \pi_t + \beta y_t + \gamma z_t \quad (3.23)$$

Daha önceden tanımlanmış 3.21'deki gibi r_{t-1} içeren **klasik** faiz düzleştirme kuralı, ihmal edilmiş değişken(ler) içeren 3.23 nolu denklem yerine tahmin edildiğinde, z_t 'nin kısa vadeli faiz üzerindeki etkisi r_{t-1} 'in parametresi olan faiz düzleştirme katsayısı içinde yer alacak ve bu durumda sahte faiz düzleştirme sorunu ortaya çıkacaktır^Ω. Sonuç olarak, politika yapıcılar kısa vadeli faizleri düzleştirecek bir süredurum içeren politika yürütmüyor

²⁶⁸ Glenn D. Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", Journal of Monetary Policy, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.

²⁶⁹ Gerlach-Kristen, s.1170.

* Burada z_t ile z_{t-1} in aralarında korelasyon olduğu göz önünde tutulmalıdır.

²⁷⁰ A.g.e., s.1174.

^Ω 3.21 nolu modelde kısa vadeli faizin gecikmeli değeri r_{t-1} 'e yer verilmiş olduğundan, z_{t-1} 'in kısa vadeli faizde meydana getirdiği etki de r_{t-1} 'de yer alacaktır. Sonuç olarak z_t ile z_{t-1} aralarında korelasyon olduğundan z_t 'nin etkisi de r_{t-1} 'in parametresi olan faiz düzleştirme katsayısı içinde yer alacaktır.

olsalar da, tahmin sonucu faiz düzleştirme katsayısı “ P ” olduğundan yüksek, anlamlı bir değer üretecektir²⁷¹.

Önceki açıklamalarda da sık sık yer verildiği gibi Rudebusch²⁷² faiz düzleştirme kuralının gerçekte Merkez Bankalarının izlediği kısa vadeli faiz politikasını açıklamakta yetersiz olduğunu ifade etmişti. Neden olarak ise Rudebusch gözlemlenmeyen değişkenlerin varlığını göstermişti. Gerlach-Kristen²⁷³ ise eleştirilere yönelik olarak Klasik Taylor Kuralını, Gözlemlenmeyen Değişken Hipotezi *altında*, Amerikan ekonomisi için 1987/04 – 1999/04 dönemini kapsayacak şekilde test etmiştir. İlgili model;

$$r_t = \alpha\pi_t + \beta y_t + \varepsilon_t \quad (3.24)$$

$$\varepsilon_t = \gamma z_t$$

$$\varepsilon_t = \phi\varepsilon_{t-1} + v_t$$

Şeklinde²⁷⁴. Ancak modelin katsayı değerleri, iktisadi ve istatistiki olarak Klasik Taylor Kuralı ile 3.24 nolu model arasında dikkate değer bir fark olmadığını ortaya koymuştur. Bu sonuca göre, Klasik Taylor Kuralını Gözlemlenmeyen Değişken Hipotezi *altında* tahmin etmek faiz düzleştirme kuralı modeline bir katkı sağlamamıştır. Oluşturulan 3.24 nolu model ve klasik faiz düzleştirme modeli kısa vadeli faizin gerçekteki hareketini yakalayamamaktadır. Ancak Akaike ve Schwarz bilgi kriterlerine bakıldığında klasik faiz düzleştirme modeli, 3.24’de verilen gözlemlenmeyen değişken hipotezine göre oluşturulan Taylor Kuralına göre tercih *edilebilir**. Ancak klasik faiz düzleştirme kuralı, dışlanmış değişkenler sorununu içermesi nedeniyle, kısa vadeli faizin gerçek hareketini yakalamakta zayıf kalmaktadır. Klasik Faiz Düzleştirme Kuralını, *sahte düzleştirme katsayısı* sorunundan kurtarmak için, gözlemlenmeyen değişken(ler)i içerecek şekilde yeniden *uyarlamak* (nested model), modelin kısa vadeli faizin gerçekteki hareketini yakalaması için gerekmektedir. Buna göre, gözlemlenmeyen değişken hipotezini *içerecek* şekilde oluşturulan faiz düzleştirme kuralı 3.25’te verilmiştir²⁷⁵;

$$r_t = pr_{t-1} + (1-p)(\alpha\pi_t + \beta y_t + \gamma z_t) + \eta_t \quad (3.25)$$

$$r_t^* = \alpha\pi_t + \beta y_t + \gamma z_t + \varepsilon_t$$

3.25 nolu modelde z_t , 3.21 nolu denklemdeki gibi türetilmiştir. Hata terimi olan η_t , 3.24’deki gibi ardışık bağımlı olarak türetilmemiş olup hata terimi klasik varsayımlarını (ardışık bağımsız, normal dağılımlı ve sabit varyanslı) sağlamaktadır (white noise). Ayrıca arzu edilen faiz oranı, 3.21 nolu modelden farklı olarak “ r_t^* ” *gözlemlenmeyen* değişken(ler)i içerecek şekilde oluşturulmuştur^Ω.

²⁷¹ A.g.e., s. 1174.

²⁷² Glenn D. Rudebusch, “Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia”, Journal of Monetary Policy, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.

²⁷³ Petra Gerlach- Kristen, “Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, No.1, 2004, ss. 1169-1186.

²⁷⁴ Gerlach-Kristen, s.1174.

* Sırasıyla Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri klasik faiz düzleştirme modelinde 0,787 ve 0,942 iken 3.24 nolu modelde 0,861 ve 1,015’tir.

²⁷⁵ A.g.e., s.1175.

^Ω Rudebusch (2002)’de gösterildiği gibi, geleneksel faiz düzleştirme modelinde gözlemlenmeyen (unobserved) ya da ihmal edilmiş (omitted) değişkenlerin bulunması nedeniyle, hata terimi ardışık bağımlı olarak dağılım

Gözlemlenmeyen değişken(ler)i ifade eden z_t 'nin faiz düzleştirme kuralı tarafından içerilmiş şekli olan 3.25 nolu modelin (nested model) tahmin edilmesi durumunda artık sahte düzleştirme katsayısı sorunu meydana gelmeyecektir. *Artık faiz düzleştirme katsayısı "P" sadece para otoritesinin uygulamadaki tepkisini ölçecek ve para otoritesinin faiz düzleştirme kuralını uygulayıp uygulamadığına yönelik sağlıklı bir sonuç verebilecektir.*

3.25 nolu denklemin Gerlach-Kristen²⁷⁶ tarafından yine Amerikan ekonomisi için 1987/04 – 1999/04 dönemini kapsayacak şekilde tahmin edilmesi sonucunda bulunan faiz düzleştirme katsayısı, 3.24'deki klasik faiz düzleştirme modelinde bulunan faiz düzleştirme katsayısına oranla düşük çıkmış* ve istatistiki olarak anlamlı sonuç vermiştir²⁷⁷. Akaike ve Schwarz bilgi kriterlerine bakıldığında ise tahmin edilen 3.25 nolu model, 3.24 nolu modele ve *Klasik* Faiz Düzleştirme modeline tercih edilebilir^Ω. Benzer bir sonuç English, Nelson ve Sack²⁷⁸ tarafından da bulunmuştur. Oluşturulan faiz düzleştirme modelinde ardışık bağımlı olarak üretilmiş hata terimine yer verilmiştir^γ. Yapılan tahmin sonucu tüm parametreler anlamlı sonuç üretmiş ve asıl modeldeki değişkenler olan enflasyon ve çıktı açığı kadar, ihmal edilmiş değişkenlerin de Merkez Bankasının faiz politikasını açıklamakta önemli rol oynadığı gösterilmiştir. Bu sonuçlara göre, gözlemlenmeyen değişkenlerin modele dahil edilmesi, faiz düzleştirme modelinin etkinliğini arttırmakta ve kısa vadeli faizin gerçekteki hareketini yakalayabilmesini sağlamaktadır.

3.5.2. Faiz Düzleştirme Modelinde Gözlemlenmeyen Değişken Hipotezine Göre Kullanılan ve Kullanılabilecek Değişkenler

Bundan önceki açıklamalarda yer verildiği gibi klasik faiz düzleştirme modelinde gözlemlenmeyen, ihmal edilen değişkenler bulunmakta ve bunların etkisi kendisini faiz düzleştirme katsayısı içinde göstermekte, bu durum da sahte düzleştirme katsayısının meydana gelmesine neden olmaktadır. Sonuç olarak ise gerçekteki kısa vadeli faizin hareketini yakalamakta model zayıf kalmaktadır. Bu nedenle *klasik* olarak görülen faiz düzleştirme modelinin ilk haline (3.21 nolu model), gerçekte Merkez Bankalarının göz önünde bulundurduğu ve değişimine tepki verdiği değişken(ler)in eklenmesi, klasik faiz düzleştirme modelinin uyarlanmış (nested model) olması için gerekmektedir.

Merkez Bankalarının uygulamada göz önünde bulundurduğu, bu değişken(ler)deki değişime kısa vadeli faizde ayarlama yaparak tepki gösterdiği ve klasik faiz düzleştirme modelinde ihmal edilen değişken(ler) olarak bir kısım değişkenden bahsetmek mümkündür. Bu değişkenleri ise, **finansal piyasalardaki stresi** yani bu piyasalarda yaşanan durumu yansıtan değişkenler olarak görmek mümkündür²⁷⁹. Belirlenecek bu değişken(ler), finansal piyasalardaki gelişmeleri ortaya koyan ve Merkez Bankalarının bu değişken(ler)deki

sergileyecektir. Ancak faiz düzleştirme kuralına bu değişkenlerin dahil edilmesi ile birlikte, 3.25 nolu modelde olduğu gibi hata terimi ardışık bağımlılık sorunundan kurtulacaktır. Bu nedenle, kısa vadeli faizin gerçek hareketini açıklamak için ilgili modele gözlemlenmeyen ya da ihmal edilmiş değişkenlerin eklenmesi sahte düzleştirme katsayısı sorununu ortadan kaldıracaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Driffill, vd (2006) ve Rudebusch (2002).

²⁷⁶ Petra Gerlach- Kristen, “**Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?**”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, No.1, 2004, ss. 1169-1186.

* Faiz düzleştirme katsayısı 0,712'den 0,583'e gerilemiştir.

²⁷⁷ Gerlach-Kristen, s.1176.

^Ω Sırasıyla Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri, 0,436 ve 0,707'dir. Bu değerler de klasik faiz düzleştirme modelinde ve 3.24 nolu modelde bulunan değerlerden küçüktür.

²⁷⁸ William English, Nelson, William, Sack, Brian, “**Interpreting The Significance of The Lagged Interest Rate in Estimated Monetary Policy Rules**”, Contributions to Macroeconomics, Vol.3, 2003, ss.1-16.

^γ Bu durumda, hata terimi *ihmal edilmiş veya gözlemlenmeyen* yani modelde olması gereken diğer değişken(ler)i göstermektedir.

²⁷⁹ Gerlach-Kristen, s.1177.

değişime kayıtsız kalamayacağı türden olmaktadır. Dolayısıyla da Merkez Bankalarının bu değişken(ler)de meydana gelen değişimlere, kısa vadeli faiz politikalarında yani faiz düzleştirme modellerinde yer vermeleri gerekmektedir.

Uygulamalı çalışmalarda kullanılan, teorik olarak kısa vadeli faizler ile ilişkisinin bulunduğu ve *finansal istikrar ile istikrarsızlığın* kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini gösteren bu değişkenleri şu şekilde açıklamak mümkündür²⁸⁰.

İhmal edilmiş değişkenler arasında sayılabilecek ve literatürde de özellikle üzerinde durulan değişkenlerden ilki, hisse senedi fiyatlarıdır. Bernanke ve Gertler²⁸¹, Rigobon ve Sack²⁸², Rotondi ve Vaciago²⁸³ hisse senedi piyasasının izlenecek faiz politikası içindeki önemini vurgulamaktadır. Bu noktada Rigobon ve Sack, hisse senetleri piyasasındaki yukarı veya aşağı yönlü kırılmaların, toplam talep üzerinde yaratacağı etki üzerinde durmakta ve Merkez Bankalarının bu kanal üzerine odaklandığından bahsetmektedir. Merkez Bankaları hisse senedi piyasasındaki yukarı (aşağı) yönlü hareketlere bağlı olarak toplam talep üzerinde oluşacak olumlu (olumsuz) etkiyle birlikte, piyasalarda yaşanan genişlemeye (daralmaya) kısa vadeli faizlerde artış (azalış) yaparak karşılık verecektir.

Kısa vadeli faizlerde yapılan ayarlama ile birlikte hisse senetleri piyasasındaki yükseliş (düşüş) ve toplam talepteki canlanma (daralma) kontrol altında tutulabilecektir*. Yükselen piyasa açısından bakıldığında kısa vadeli faizlerde yapılan kısmi ayarlamalar, hisse senetleri piyasasındaki ve genel olarak *varlık fiyatlarındaki* köpük (bubble) karşısında bir sigorta işlevi görecektir ve piyasaya verilen mesaj ile birlikte yeni oluşacak köpüklerin (bubbles) de önüne geçilebilecektir. Kısa vadeli faizlerde hisse senetleri piyasasındaki (*genel olarak varlık piyasalarındaki*) yükseliş ve meydana gelebilecek köpük karşısında zamana yayılmış şekilde yapılan ayarlamalar, yani faiz düzleştirme politikası, hisse senetleri piyasasındaki köpüklerin de *düzleşmesini* sağlayabilecektir²⁸⁴.

Yukarıdaki paragraflarda açıklandığı gibi yapılan çalışmalarda vurgu hisse senetleri piyasasına yapılmakta ancak *varlık piyasaları* olarak genelleştirilmektedir. Bu nedenle konuyu sadece hisse senedi piyasası bağlamında düşünmek sınırlı bir yaklaşım olacağından, finansal piyasalardaki hareketi ve stresi ortaya koyacak diğer varlıklara da Merkez Bankası tepki fonksiyonunda yer vermek, faizin gerçek seyrini açıklamak açısından anlamlı olacaktır. Varlık piyasaları şeklinde genelleme yapılması durumunda özellikle bazı varlıklara ilişkin fiyatların seyri önem kazanmaktadır. Bunlar arasında, finansal piyasalardaki stresi ortaya koyma adına, ilgili ülkenin özelliğine bağlı olarak, döviz kuru ve altın fiyatları ile bono-tahvil fiyat ya da faizleri yer almaktadır. Bu değişkenlerde meydana gelen değişimler finans piyasalarında meydana gelen bazı riskleri ortaya koyması bakımından değerlendirilebilir. Merkez Bankalarının tepki fonksiyonlarında bu değişken(ler)e yer vermeleri, belirlenecek faiz düzleştirme modelinde ihmal edilmiş değişkenlerin olmamasını sağlayacaktır. Böyle bir yaklaşım aynı zamanda sahte faiz düzleştirme katsayısı sorununun da ortadan kalkmasına yardımcı olacaktır.

²⁸⁰ Driffill vd., s.101.

²⁸¹ Ben Bernanke ve Mark Gertler, “**Monetary Policy and Asset Market Volatility**”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 84, 1999, ss. 17-52.

²⁸² Rigobon, R. ve Sack, B., “**Measuring The Reaction of Monetary Policy to The Stock Market**”, Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, 2003, ss.639-669.

²⁸³ Zeno Rotondi ve Giacomo Vaciago, “**The Fed’s Reaction to Asset Prices**”, Rivista Di Politica Economica, Vol. 3, No. 4, 2005, ss. 221-243.

* Ancak Merkez Bankalarının etki tepki fonksiyonlarında, hisse senedi piyasası ve genel olarak varlık piyasalarındaki hareketlere yer verilmesi durumunda, yapılacak faiz ayarlamalarının varlık piyasalarının hareketini tersine çevirecek kadar güçte olmaması gerekmektedir. Böyle bir durum, örneğin varlık piyasalarının yeni canlanmaya başladığı dönemde meydana geldiğinde, hareket daha ilk aşamada zayıflamaya başlayacaktır.

²⁸⁴ Driffill, vd., s.108.

Hisse senetleri fiyatlarına yer veren çalışmalar arasında Bernanke ve Getrler²⁸⁵’den bahsetmek gerekmektedir. Bernanke ve Getrler, FED’in hisse senedi piyasasındaki hareketlere tepki verip vermediği yönündeki çalışmalarında FED’in hisse senetleri fiyatlarındaki değişime tepki verdiği ancak bu tepkinin anlamlı bir düzeyde olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Rotondi ve Vaciago²⁸⁶ ise hisse senetleri fiyatlarının Merkez Bankalarının tepki fonksiyonlarında yeni bir değişken olarak yer aldığına ve hisse senedi piyasasındaki köpüğün faiz düzleştirme ile birlikte düzleşeceği ya da ortadan kalkacağına dair bir uygulama yapmışlardır. Buna göre, hisse senetleri piyasası ve bono piyasası arasında bir ilişki olduğuna ve dolayısıyla da Merkez Bankası tepki fonksiyonunda yeni bir değişken olarak hisse senetleri fiyatlarının yer aldığı sonucuna, FED’in izlediği faiz politikasının analizinde ulaşmışlardır. Ancak hisse senedi piyasasında oluşan köpüğün ortadan kaldırılması veya düzleşmesi ile faiz düzleştirme kuralı arasında teorik olarak görülen ilişkiyi destekleyen ekonometrik bir sonuca ulaşamamışlardır.

İkinci olarak, Merkez Bankası reaksiyon fonksiyonunda ihmal edilmiş değişken olarak kullanılan bir diğer değişken, risk marjıdır (risk spread). Merkez Bankaları faiz düzleştirme kuralında aynı vadeli iki faiz veya getiri serisi farkı değişken olarak yer almalı ve bu değişkendeki değişime de Merkez Bankaları kısa vadeli faizlerde değişim yaparak tepki vermelidir. Bu tür bir değişkene oluşturulan model ve politikada yer vermek, Castelnovo²⁸⁷ ve Gerlach-Kristen²⁸⁸’e göre kısa vadeli faizin gerçek seyrini yakalamak için gereklidir. Bu tür bir değişken finansal kuruluşların karşı karşıya olduğu faiz riskini ortaya koymak için yararlı olmaktadır²⁸⁹. Ayrıca bu tür bir değişkeni risk marjını ve konjonktür dalgalanmalarını ortaya koyan bir gösterge olarak düşünmek de mümkündür²⁹⁰. Buna göre, belirlenen iki seri arasındaki fark açıldıkça Merkez Bankası da belirlediği faiz modeline göre tepki verecek ve kısa vadeli faizleri yukarı doğru uyarlayacaktır. Risk marjındaki artış ile birlikte kısa vadeli faizlerdeki yukarı doğru yavaşça uyarılma ise risk marjındaki artışı düzleştirecektir (Durumu tam tersi olarak da düşünmek mümkündür).

Risk marjı (risk spread) şeklinde oluşturulacak değişkene yönelik uygulamalara bakıldığında şu iki çalışma ön plana çıkmaktadır. Driffill, vd.²⁹¹ Risk marjı olarak Moody’s BAA şirket endeksi getirisi ile 10 yıllık Amerikan Hazine kağıtları getirisi arasındaki farkı kullanmıştır. Aynı çalışmada yine risk marjı olarak 3 aylık euro/dolar gelecek sözleşmeleri faizi ile aynı vadeli FED’in fon faizinin bugünkü değeri arasındaki fark da kullanılmıştır. Gerlach – Kristen²⁹² ise finansal stresi faiz düzleştirme modelinde göstermek için şirket bonoları üzerindeki risk primini kullanmıştır. Bunun için riskli bonolar olarak adlandırılan Moody’s BAA bono endeksi ile risksiz bonolar olarak görülen 10 yıllık Amerikan Hazine kağıtları fiyat indeksi arasındaki fark alınmıştır. Çalışmaların sonuçlarına bakıldığında ise, risk marjı olarak kullanılan bu değişkenler ile Merkez Bankası (yapılan çalışmalar FED’in

²⁸⁵ Ben Bernanke ve Mark Gertler, “**Monetary Policy and Asset Market Volatility**”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 84, 1999, ss. 17-52.

²⁸⁶ Zeno Rotondi ve Giacomo Vaciago, “**The Fed’s Reaction to Asset Prices**”, Rivista Di Politica Economica, Vol. 3, No. 4, 2005, ss. 221-243.

²⁸⁷ Efreem Castelnovo, “**Taylor Rules, Omitted Variables, and Interest Rate Smoothing in The US.**”, Economic Letters, Vol.81, 2003, ss. 55-59.

²⁸⁸ Petra Gerlach- Kristen, “**Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?**”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, No.1, 2004, ss. 1169-1186.

²⁸⁹ Brian Sack, “**Extracting the Exwected Path of Monetary Policy From Futures Rates**”, Journal of Futures Markets, Vol. 24, 2004, s. 742.

²⁹⁰ Castelnovo, s. 57.

²⁹¹ John Driffill, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, “**Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?**”, Journal of Financial Stability, Vol.2, 2006, ss. 95-112.

²⁹² Petra Gerlach- Kristen, “**Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?**”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, No.1, 2004, ss. 1169-1186.

izlediği para ve faiz politikası üzerinedir) faiz politikası arasında beklenen yönde bir ilişki bulunmuştur*.

Günümüz ekonomilerinin birbirlerine yüksek oranda entegre olmaları sonucuyla birlikte, Merkez Bankaları izledikleri kısa vadeli faiz politikalarında uluslararası finans piyasalarında meydana gelen etkileri göz önünde tutmakta ve bu piyasalarda meydana gelen değişimlere tepki vermektedir. Bu açıdan bakıldığında belirlenecek bir faiz düzleştirme modelinde (Merkez Bankası etki tepki fonksiyonunda) uluslararası finans piyasalarındaki stresi ve hareketi yakalayabilecek önemli ve ağırlığı olan değişkenlere de yer vermek, faizin gerçek seyrini yakalamak açısından ve sahte düzleştirme katsayısından korunmak açısından önemli olmaktadır. Uluslararası finans piyasalarındaki durumu ortaya koymak adına kullanılacak değişkenler arasında ise, belli başlı büyük ekonomilerin finans piyasaları ile ilgili değişkenler yer alabilir. Genel olarak bu değişkenler ilgili büyük ekonomilerin finans piyasalarındaki durumu ortaya koyma adına, para birimleri, pariteler, hisse senedi piyasaları ve bono-tahvil fiyat ya da faizleri olabilmektedir.

3.6. Faiz Düzleştirme Kuralının Yararları, Finansal İstikrarı Sağlaması ve Para Politikası – Finansal İstikrar İlişkisi Açısından Kullanımı

Faiz düzleştirme kuralı Merkez Bankalarının izlemekte olduğu faiz politikasını açıklamak için birçok çalışmada konu edilmiş ve zaman içinde geliştirilmiş bir modeldir. Merkez Bankalarının ana hedefi olan fiyat istikrarı yanında ikincil amacı olan finansal istikrarın gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesi için kısa vadeli faizlerin oynaklığının (volatility) düşük olması, yani istikrarlı hareket etmesi piyasa oyuncuları açısından çok önemlidir. İstikrarlı yani Merkez Bankası etki tepki fonksiyonundaki değişime *zaman içinde* uyarlanan bir kısa vadeli faiz serisi, finansal istikrarın sağlanması açısından anahtar bir rol oynamaktadır. Bu açıdan bakıldığında, Merkez Bankalarının izlediği kısa vadeli faiz politikasını açıklamak için geliştirilen faiz düzleştirme modeli ve bunun ilgili ülke için test edilmesi, o ülkedeki Merkez Bankasının finansal istikrar amacı paralelinde hareket edip etmediğine yönelik önemli bir yöntem olmaktadır. Bu bakımdan faiz düzleştirme modeli para politikası ve finansal istikrar arasında güçlü bir köprü görevi görmektedir.

Bu kısa açıklamayla birlikte Merkez Bankalarının finansal istikrar bağlamında neden faiz düzleştirme kuralı uygulaması gerektiğine ve uygulamakta olduğuna yönelik şu nedenlerden bahsetmek mümkündür;

İlk olarak, kısa vadeli faizlerin yavaşça (gradually) uyarlanması durumunda Merkez Bankası finansal kriz ihtimalini azaltabilecektir²⁹³. Finansal istikrara katkı sağlayacak bu duruma göre, Merkez Bankasının belirlediği etki tepki fonksiyonundaki değişimin, ilgili dönemde tamamının kısa vadeli faizlere yansıtılmaması, kısa vadeli faizin düzleştirilmeye çalışılması, finansal piyasalarda meydana gelen değişime yavaşça uyarlanma anlamına gelecektir. Bu şekildeki politika tercihi, finansal piyasalardaki hareketin ve oynaklığın hızını yavaşlatacak, ani hareketler olmasını önleyebilecektir. Örneğin, Ticari Bankaların kısa vadeli faiz ile topladığı çeşitli kaynakları, uzun vadeli sabit bir faiz oranından kredi olarak kullandırması durumunda meydana gelebilecek bir risk, Merkez Bankasının kısa vadeli faizleri düzlestirmesi durumunda azalacak ya da ortadan kalkacaktır²⁹⁴. Eğer Merkez Bankası kısa vadeli faizleri düzleştirmez ve piyasadaki değişime ilgili dönemde aynı oranda tepki

* Faiz düzleştirme modelinde ihmal edilen değişken olarak tanımlanan bu değişkenlerin yapılan uygulamalı çalışmalarda anlamlı sonuçlar vermesi, yukarıda açıklanmaya çalışılan ihmal edilmiş değişken hipotezini ve bunun faiz düzleştirme modeli ile olan ilişkisini desteklemektedir. Bu açıklamanın göz önünde bulundurulması konunun bütünlüğünün anlaşılması açısından önemlidir.

²⁹³ Marvin Goodfriend, "Interest-Rate Smoothing and Price Level Trend-Stationarity", Journal of Monetary Economics, Vol.19, No. 3, 1987, s. 338.

²⁹⁴ Alex Cukierman, (1991), "Why does The FED Smooth Interest Rates?", in Monetary Policy on The 75th Anniversary of The Federal Reserve System, Boston/Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers, 1991.

verirse, bankaların başarısızlığı ile ortaya çıkabilecek risk daha da büyüyecek ve piyasa kırılmalı bir hal alabilecektir. Ancak burada Merkez Bankasının belirlediği faiz düzeltme modeline (Merkez Bankası etki tepki fonksiyonuna) ait doğru parametrelerin bulunması ve gerçekte olması gereken düzeltme katsayısının elde edilmesi, *pek çok belirsizliğin* olmasına rağmen kilit rol oynamaktadır.

İkinci olarak, Merkez Bankaları finansal piyasaların oynak (volatile) olmasından her zaman rahatsızlık duyar²⁹⁵. Önsel olarak, Merkez Bankalarının finansal piyasalar üzerinde stres oluşmasını arzu etmeleri ve bu durumu ortadan kaldırmaya çalışmaları beklenir. Bu bakımdan Merkez Bankaları kısa vadeli faizleri düzeltmeye yönelir ve piyasaların oynaklığını azaltmaya çalışır. Daha açık bir ifade ile Merkez Bankaları finansal piyasadaki fiyatların geniş bir marj içinde dalgalanmasını arzu etmezler. Faizlerin yavaşça uyarlanması ve böylece daha tahmin edilebilir hale gelmesi, finansal piyasalardaki oynaklığın azalma ihtimalini artırır ve finansal piyasalardaki belli başlı kurumlardan kaynaklanan büyük kayıpların, finansal istikrarı tehdit etme ihtimalini de azaltır²⁹⁶. Ancak literatürde oynaklığın maliyetlerini ortaya koyacak tatmin edici bir açıklama bulunmamakta ve finansal piyasalardaki *oynaklığın*, kısa vadeli faizler düzeltilmesi ya da bu faizlerin değiştirilmesi ile ortadan kaldırılacağına yönelik sorunlar bulunmaktadır²⁹⁷. Ancak faiz düzeltme yöntemi ile oynaklığın ortadan kaldırılmasına yönelik sorunların olması ve kuralın finansal istikrara katkısı ayrı şeyler olduğu akılda tutulmalıdır. Oynaklıkların yaşanması finansal sistemin doğasında olan bir durumdur. Oynaklıkların ortadan kaldırılamaması ile finansal istikrarsızlığın yaşanması aynı şeyler değildir. Önemli olan faiz düzeltme kuralının finansal istikrarın oluşmasını ve sürdürülmesini desteklemesidir.

Faiz düzeltme politikasının finansal istikrar açısından yararları ile ilgili olarak yukarıda açıklanan nedenler yanında üçüncü diğer bir neden ise, Merkez Bankalarının kısa vadeli faizleri düzelterek ve bu politikayı sürdürerek finansal piyasalar ve oyuncuları ile etkin iletişim kurma şansını yakalamasıdır²⁹⁸. Etkin iletişimden kasıt ise, Merkez Bankasının izlediği politika açısından bir belirsizliğin olmaması ve ileriye dair olarak kısa vadeli faizler hakkında finansal piyasa katılımcılarının doğru tahmin yapma şansının artırılmasıdır. Piyasa katılımcılarına faizlerin sık sık değiştirilmesini açıklamak ve bunun gerekliliğine inandırmak zordur. Bu bağlamda düzeltilmiş bir faiz serisi oluşturmak açıklanması kolay ve kredibilitesi yüksek bir politikadır²⁹⁹. Eğer ekonomik birimler kararını geleceğe dönük olarak (forward-looking) alıyorsa, Merkez Bankalarının izlediği faiz düzeltme kuralı etkin olarak çalışacaktır³⁰⁰. Finansal piyasa katılımcılarının kararlarını ileriye dönük olarak almaları da Merkez Bankalarının politik süredurum şeklinde hareket ediyor olmalarını açıklayacaktır. Piyasa katılımcılarının kısa vadeli faizler hakkında etkin tahmin yapmaları ile birlikte, izlenen faiz düzeltmeye bağlı politik süredurum (political inertia) sayesinde *uzun dönem* faizler hakkında da etkin tahmin yapma şansı yakalanacaktır. Bu durum da izlenen faiz düzeltme politikasının etkinliğini daha da arttıracaktır³⁰¹. Piyasa katılımcıları ile faiz düzeltme politikası hakkında sağlıklı iletişim kurulması ve piyasa katılımcılarının geleceğe dönük olarak bu politika hakkında doğru ve etkin tahminler yapmaları, finansal istikrarı destekleyen bir süreç meydana getirecektir.

Bu nokta ile direkt ilişkili olarak, izlenen faiz politikasının piyasa oyuncuları üzerinde yarattığı etkiden (announcement effect) bahsetmek de gerekmektedir. Yapılan faiz

²⁹⁵ David Cobham, “**Why Does The Monetary Policy Committee Smooth Interest Rates?**”, Oxford Economic Papers, Vol. 55, 2003, s. 479.

²⁹⁶ Lowe ve Ellis, s. 292.

²⁹⁷ David Cobham, “**Why Does The Monetary Policy Committee Smooth Interest Rates?**”, Oxford Economic Papers, Vol. 55, 2003, s. 479.

²⁹⁸ Goodfriend, “**Interest Rates and The Conduct of Monetary Policy**”, s.9.

²⁹⁹ Cobham, s.479.

³⁰⁰ Michael Woodford, “**Optimal Monetary Policy Inertia**”, s.8.

³⁰¹ Gerlach- Kristen, s. 1169.

ayarlaması ile birlikte piyasa katılımcıları ileriye dönük olarak bu ayarlamaların devam edeceğine yönelik olarak beklentiye girmelidirler³⁰². İzlenen faiz düzleştirme politikasının politik süredurum olarak başarılı olabilmesi, bu etkinin yaratılabilmesine bağlıdır.

Faiz düzleştirme kuralının Merkez Bankaları tarafından uygulanıyor olmasına dair dördüncü neden ise, Merkez Bankalarının kısa vadeli faiz oranları ile toplam talebi etkilerken, aynı anda uzun vadeli faizlerin toplam talep üzerine olan etkisini de yönlendiriyor olmaları ile ilgilidir. Merkez Bankaları kısa vadeli faizlerde kısmi ayarlamalar (partial adjustment) ile uzun vadeli faizlerde de istediği değişikliği yakalayabilir ya da kısa vadeli faizlerdeki değişim ile birlikte uzun vadeli etkiler de yaratabilir³⁰³. Bu nedenle kısa vadeli faizlerin istikrarlı olması yani oynak olmaması, ki Merkez Bankalarının amacı olarak ortaya çıkmaktadır, uzun vadeli olumsuz etkiler yaratılmaması açısından da önem arz etmektedir^Ω. Bu durum faiz düzleştirme kuralının başka bir kanaldan finansal istikrarı besleyen bir unsur olarak ortaya çıkmasını sağlamaktadır.

Faiz düzleştirme kuralının finansal istikrar bağlamında uygulanıyor olmasının beşinci nedeni ise, ekonomik ve finansal verilere yönelik bilgi eksikliği, ulaşılan bilgi konusunda şüphenin olması, bilgi ve belirlenen modellerdeki parametreler konusunda belirsizliğin olması ile ilgilidir. Bu durumun ortaya çıkması Merkez Bankasının faiz oranlarını yavaşça uyarlamasına neden olabilir. Ekonomik modellerin parametrelerinin belirsizliği, Merkez Bankalarının *aktivist* bir politika izlemesini zorlaştırmaktadır^δ. Bu da Merkez Bankalarının meydana gelen şoklara kısa vadeli faizler ile kısmi oranda tepki vermesinde önemli bir etkendir³⁰⁴. Aynı şekilde ekonomik modellemelerin yapısında belirsizlik olgusunun olması da kısa vadeli faizlerin düşük oynaklığa sahip olması yani yavaşça (gradually) uyarlanmasını açıklamaktadır³⁰⁵. Ekonominin yapısı ve aktarım mekanizmalarına yönelik olarak belirsizliğin olduğu bu durumlarda, faiz düzleştirme politikası optimal olarak uygulanacak politika olarak ortaya çıkmaktadır. Faizlerin yavaşça uyarlanması, bu süreçte finansal ve ekonomik verilerin yakından izlenmesi, Klasik Taylor Kuralına benzer faiz politikası yürütülmesinden daha etkin sonuç verecektir*. Bu paralelde, Estrella ve Mishkin³⁰⁷, Peersman ve Smets³⁰⁸ ve Rudebusch³⁰⁹, faiz düzleştirme modelini veri ve parametre belirsizliğinin önemi bağlamında test etmiş ve veri belirsizliğinin önemli bir unsur olabileceğine yönelik bulgular elde etmiştir. Ek olarak Aoki³¹⁰ Merkez Bankalarının neden veri belirsizliği konusunda hassas olduğuna yönelik olarak kurduğu modelde, meydana gelen arz ve talep şoklarına vurgu yapmış, enflasyon ve çıktı açığının doğru olarak tahmin edilmesinde faizin gecikmeli değerinin kullanılmasının anlamlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

³⁰² Jeffery D. Amato ve Thomas Laubach, "The Value of Interest-Rate Smoothing: How The Private Sector Helps The Federal Reserve", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 84, No. 3, s. 52.

³⁰³ Carlos Montoro, "Why Central Banks Smooth Interest Rates? A Political Economy Explanation", Central Reserve Bank of Peru Working Paper Series, Ocak 2007. s.3.

^Ω Kısa vadeli faizlerin oynak olmaması veya istikrarlı olması, aynı zamanda önceki değerlerine bağlı olarak hareket etmesi yani geçmiş değerleri ile ilişkili olması şeklinde de tanımlanmaktadır (lagged dependence). Bu da " ρ " katsayısının büyük çıkması ile eşdeğer bir durumdur.

^δ Aktivist politika, Merkez Bankasının meydana gelen bir şoka karşı aşırı duyarlı hareket etmesi olarak kullanılmıştır.

³⁰⁴ Montoro, s.2.

³⁰⁵ A.g.e., s.2.

* Bu konuyla ilgili olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Orphanides (1998), Estrella ve Mishkin (1998), Sack ve Wieland (2000).

³⁰⁷ Arturo Estrella ve Frederic S. Mishkin, "Rethinking The Role of NAIRU in Monetary Policy: Implication of Model Formulation and Uncertainty", NBER Working Paper, No. 6518. Nisan 1998.

³⁰⁸ Gert Peersman ve Smets Frank, "The Taylor Rule: A Useful Monetary Policy Benchmark For The Euro Area?", International Finance, Vol. 8, ss. 85-116.

³⁰⁹ Rudebusch, Glenn D., "Is The Fed Too Timid?", Review of Economics and Statistics, Vol. 83, ss. 203-217.

³¹⁰ Masanao Aoki, "Modeling Aggregate Behavior and Fluctuations in Economics: Stochastic Views of Interacting Agents" UCLA Economics Online Papers, 142, UCLA Department of Economics. 2001.

Bu noktada Goodhart³¹¹'in üzerinde önemle durduğu ve faiz politikasında kullanılan değişkenler hakkında tahminler yapılması, faiz düzeltme kuralınının gerektirir şeklindeki görüşünden, altıncı bir neden olarak bahsetmek gerekmektedir. Merkez Bankaları genel olarak tahminler yerine gerçekleşmiş veriye tepki verme konusunda daha fazla isteklidirler. Örnek olarak enflasyon konusunda ileriye dönük olarak bir baskı olacağını tahmin edilmesi durumunda Merkez Bankaları bu duruma faiz oranları ile şimdiden tepki verirken temkinli davranacak ve yapılan tahminin tamamını faizlere yansıtmaya eğiliminde olmayacaktır. Faizlerin düzeltme eğilimine girmesi anlamına gelen bu durum finansal istikrarı destekleyen bir durum yaratacaktır.

Faiz düzeltmenin kuralının uygulanmasına yönelik olarak belirtilen yedinci neden ise, Merkez Bankalarının güvenilirliği ile ilgilidir. Merkez Bankalarının faiz politikası olarak faiz düzeltme kuralını uygulamaması durumunda, yani faizleri ilgili dönemdeki gelişmelere bağlı olarak bire bir belirlemesi, piyasa katılımcıları tarafından Merkez Bankasının belirli bir faiz politikasına sahip olmadığı, sürekli politika değiştirdiği ve izlenen politikanın gücünün zayıf olduğu şeklinde bir izlenim doğurabilir³¹². Bu süreçten kaçınmak ve piyasaya doğru sinyal verebilmek adına faiz düzeltme kuralı anlamlı görünmektedir

Sekizinci ve son neden olarak, Cukierman³¹³ faiz düzeltme kuralı ile finansal istikrar ilişkisi bağlamında farklı bir yaklaşım ortaya koymuştur. Finansal sistem içinde önemli bir yer tutan bankaların varlık - yükümlülük dengesini kuramadığı dönemlerde, Merkez Bankalarının faizleri düzeltmedeki başarısı, faiz oranlarının tahmin edilebilirliğini arttıracak ve faizleri istikrarlı hale getirecektir. Faizlerin düzleşmesi ise bankaların varlık-yükümlülük dengesizliğinden kaynaklanan risklerin azalmasına yardımcı olacaktır.

*Faiz düzeltme kuralının finansal istikrarın sağlanması sürecinde açıklanan özellikleri ile birlikte, kuralını uygulanması ve yüksek faiz düzeltme katsayısı para politikasının finansal istikrarı sağlama ve sürdürme şansını artırır. Daha açık olarak faiz düzeltme kuralının uygulanması ve yüksek nispeten yüksek düzeltme katsayısı, para politikasının finansal istikrarı amaçladığına, finansal istikrarı sağlama ve sürdürme gücünün yüksek olduğuna işaret eder. Bununla birlikte ilgili kural değerlendirilirken Merkez Bankasının diğer para politikası uygulamaları ve etkin denetim – gözetim yapan kurumun finansal istikrara yönelik uygulamaları da göz önünde bulundurulmalıdır. **İlgili bu uygulamaları, faiz düzeltme kuralının yorumlanmasında bir alt yapı olarak düşünmek ve veri olarak kabul etmek gerekmektedir.** Bu açıdan Finansal istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü sonucuna ulaşmak için finansal istikrara yönelik diğer para politikası uygulamaları, etkin denetim ve gözetim fonksiyonu da değerlendirilmelidir.*

3.7. Faiz Düzeltme Kuralı ile İlgili Olarak Literatürde Yer Alan Çalışmalar

Klasik Taylor kuralından itibaren kısa vadeli faizlerin hareketini açıklamaya yönelik bir çok çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalar daha çok birbirinin tekrarı şeklinde değil, oluşturulan faiz kurallarını eleştiren ve geliştiren çalışmalar şeklindedir. Literatüre bakıldığında farklı ülkeleri ve farklı periodları kapsayan pek çok çalışma olduğu görülmektedir³¹⁴. Bu alt bölümde, Merkez Bankalarının izlediği faiz politikasını açıklamakta kullanılan ve finansal istikrar kavramı ile bağlantılı olan faiz düzeltme modeli ile ilgili olarak literatürde yer alan çalışmalar özetlenecektir.

³¹¹ Goodhart, Charles, “Why Do The Monetary Authorities Smooth Interest Rates?”, European Monetary Policy, S. Collignon Edition, Pinter, Washington, DC, 1997, ss.119-178.

³¹² Gerlach- Kristen, s. 1169.

³¹³ Cukierman, Alex, (1991), “Why does The FED Smooth Interest Rates?”, in Monetary Policy on The 75th Anniversary of The Federal Reserve System, Boston/Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers, 1991, ss. 111-144.

³¹⁴ Sack ve Wieland, s.206

Faiz düzleştirme kuralının geçerliliğini destekler nitelikte olan uygulamalı çalışmalar arasında Orphanides ve Wieland³¹⁵ tarafından yapılan çalışma bulunmaktadır. 1980:Q1 – 1996:Q4 dönemi FED'in izlediği faiz politikasını inceleyen çalışmada enflasyon ve çıktı açığı ile oluşturulduğu modelde 0.79 gibi yüksek bir faiz düzleştirme katsayısına ulaşılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, anlamlı ve yüksek değerde bir faiz düzleştirme katsayısına bağlı olarak ilgili dönemde FED, enflasyon ve çıktı açığındaki değişmelere göre bire bir kısa vadeli faiz politikası sergilememiş, faizleri istikrarlı bir şekilde hareket ettirmeye çalışmıştır. Bunu yaparken de enflasyon ve çıktı açığından kaynaklanan riskleri, kısa vadeli faizleri düzleştirerek faizlere yansıtılmış ve finansal istikrarı destekler nitelikte bir para politikası yürütmüştür.

Faiz düzleştirme modeli ile ilgili uygulamalı literatür içinde önemli yeri olan Clarida, Gali ve Gertler³¹⁶ tarafından yapılan çalışmada, FED'in izlediği faiz politikası açıklanmaya çalışılmıştır. Bunun için II. Dünya Savaşı sonrası dönem kullanılmış ve Paul Volcker'in FED başkanlığı öncesi ve sonrası olarak dönem ikiye ayrılmıştır. Çalışmada Merkez Bankası tepki fonksiyonu enflasyon ve çıktı açığını gösterecek şekilde ileriye dönük (forward-looking) olarak oluşturulmuş ve iki dönem finansal istikrar açısından karşılaştırılmıştır. Genelleştirilmiş Moment Yöntemi (GMM – Generalized Moment Movement) ile yapılan tahmin sonuçlarında modelin, beklenen enflasyondaki değişime, Paul Volcker sonrası dönemde öncesine oranla daha fazla duyarlı olduğu bulunmuştur. Merkez Bankası tepki fonksiyonunda enflasyon değişkeninin katsayısı Volcker öncesi dönem 0.83 iken Volcker sonrası 2.15'e çıkmıştır. Çalışma aynı zamanda iki dönem finansal istikrar açısından da karşılaştırmış ve Volcker sonrası dönemin daha istikrarlı olduğunu göstermiştir. Kısmi ayarlama katsayısı (faiz düzleştirme katsayısı) Volcker öncesi 0.68 iken sonrasında 0.79'a çıkmıştır. İleriye dönük olarak oluşturulan faiz düzleştirme modeli, farklı gecikme sayıları ile de tahmin edilmiş bu tahminler de yukarıda açıklanan durumu teyit etmiştir. Ancak bulunan faiz düzleştirme katsayıları tüm dönemlerde 0.60 - 0.75 aralığında dalgalandığından, tüm dönemlerde mutlak olarak istikrarlı bir finansal sistem olduğu gösterilmiştir.

Rudebusch³¹⁷ ise genel olarak faiz düzleştirme modelinin Merkez Bankalarının izlemekte olduğu faiz politikasını açıklamakta zayıf olduğu ve gerçeği tam olarak yansıtmadığı üzerinde durmuştur. Yüksek bir faiz düzleştirme katsayısı ve dolayısıyla politik süredurum olduğu şeklinde sonuç bulan çalışmaların üçer aylık verilerle tahmin yapılması nedeniyle sağlıklı sonuç üretmedikleri vurgulanmıştır. Merkez Bankalarının genel olarak kısa vadeli faizleri aylık olarak ayarlamaları yanında, oluşturulan faiz modellerinin dönem içinde meydana gelebilecek şokları göz ardı etmesi sağlıklı sonucun en önemli nedenleri olduğu söylenmiştir. Rudebusch'a göre, faiz düzleştirme modellerinde yer alan hata terimlerinin serisel korelasyon sergilemesi de (modelde ihmal edilmiş değişkenlerin bulunması) bulunan faiz düzleştirme katsayılarının gerçekteki değerlerinden yüksek olmalarına neden olmuş ve bu durum ihmal edilmiş değişkenlerin varlığına işaret etmiştir. Gözlemlenmeyen veya ihmal edilen değişkenlere örnek olarak da yaşanan krizler gösterilmiş ve faiz kuralının bu tür krizleri içermediği belirtilmiştir. Ayrıca yüksek bir faiz düzleştirme katsayısı ve dolayısıyla oldukça yavaş bir kısmi ayarlama söz konusu olmuş olsa bile, piyasa oyuncularının bu tür bir politikayı öngörmemeleri durumunda, oluşturulan politikanın istikrarlı bir finansal yapı için yeterli olmayacağı ifade edilmiştir. Çalışmada ayrıca, yine FED için, faiz düzleştirme modelinin, kısmi ayarlama katsayısı içermeyen modellere oranla, kısa vadeli faizin hareketini açıklama gücünün zayıf olduğu gösterilmeye çalışılmıştır.

³¹⁵ Orphanides, Athanasios, Wieland, Volker, “**Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero**”, Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of The Federal Reserve System, No.35, 1998.

³¹⁶ Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, “**Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory**”, Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

³¹⁷ Glenn D.Rudebusch, “**Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia**”, Journal of Monetary Policy, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.

Gerlach - Kristen³¹⁸ ise faiz düzleştirme modeline yönelik eleştirilere bağlı olarak faiz düzleştirme modelini, gözlemlenmeyen – ihmal edilmiş değişkenleri kapsayacak şekilde geliştirmiştir. Bunun için de finansal piyasaların içinde bulunduğu koşulları yansıtacak değişkenler kullanmış ve kısmi ayarlama katsayısının sahte (spurious) olduğu şeklindeki eleştirileri ortadan kaldırmıştır. İhmal edilmiş değişken olarak ise riskli bonolar olarak adlandırılan Moody's BAA bono endeksi ile risksiz bonolar olarak görülen 10 yıllık Amerikan Hazine kağıtları fiyat endeksi arasındaki farkı almış ve bunu risk marjı olarak tanımlamıştır. Gerlach – Kristen, Amerikan ekonomisinde 1987:04 - 1999:04 dönemi için yaptığı tahminde, risk marjını içermeyen yani ihmal edilmiş değişkeni göz ardı eden faiz düzleştirme modelinde kısmi ayarlama katsayısını 0.71 olarak bulmuştur. Faiz düzleştirme modelini içerilmeyen değişkenleri modele katmak adına kullandığı risk marjı ile birlikte tahmin ettiğinde ise, kısmi ayarlama katsayısını 0.58 olarak tahmin etmiştir. Model, bu şekilde sahte kısmi ayarlama katsayısı sorunundan kurtulmakla birlikte aynı zamanda modelde olması gereken ancak yer almayan değişkenlerin bireysel etkileri de gösterilmiş olmaktadır*. Ancak kısmi ayarlama katsayısının değerinin düşmesine rağmen yüksek bir değer üretmesi Amerikan ekonomisinde ilgili dönemde kısmi ayarlama katsayısına bağlı olarak faiz oranlarının düzleştiğini ve istikrarlı bir finansal yapının var olduğunu söyleme imkanı vermiştir.

Oldukça yeni ve Driffill, vd.³¹⁹ tarafından yapılan çalışmanın temel amacı ise, para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Bu bağlamda genel kabul gören *finansal istikrarı sağlamak için Merkez Bankasının faiz oranlarındaki değişimi düzleştirmekte olduğu savı* (yüksek bir faiz düzleştirme katsayısı) test edilmiştir. İhmal edilmiş değişkenler olarak, finansal piyasalardan kaynaklanan stresi gösteren yeni değişkenler kullanılmıştır. İlgili değişkenler aylık euro/dolar gelecek sözleşmeleri faizi ile aynı vadeli FED'in fon (fund) faizinin bugünkü değeri arasındaki fark (credit spread), Moody's BAA şirket endeksi getirisi ile ABD 10 yıllık hazine bono getirisi arasındaki fark ve Wilshire 500 hisse senedi endeksidir.

Kullanılan bu değişkenler ile 1987:Q4 - 2003:Q2 dönemi için yapılan GMM tahminleri sonucu FED'in ilgili bu değişkenlere kısa vadeli faiz politikasında yer verdiği, bunlardaki değişime tepki gösterdiği bulunmuştur. Yani FED'in finansal piyasalardan kaynaklanan riskleri ortadan kaldırmaya yönelik olarak, finansal istikrar motivasyonu ile faiz politikası yürütmüş olduğu görülmüştür. Ayrıca modelde yer alan "credit spread" şeklindeki değişkenin gecikmeli ve bugünkü değerine göre yapılan GMM tahmin sonuçlarında 0.78 ve 0.80 faiz düzleştirme katsayıları bulunmuştur. Bu katsayıların da yüksek değerler vermesi, FED' in ilgili dönemde kısa vadeli faizleri düzleştirmekte olduğu yani faizleri yavaşça uyarlamakta olduğu sonucunu göstermiştir. *Etki tepki fonksiyonlarında kullanılan değişkenlerin parametrelerinin anlamlı olmasının yanında faiz düzleştirme katsayısının yüksek değer üretmesi FED' in finansal istikrarı gözeterek faiz politikası yürüttüğünü ve finansal istikrarı sağlamakta olduğunu göstermektedir.*

Rudebusch³²⁰,a cevap olarak English, Nelson ve Sack³²¹ kısmi ayarlama katsayısının (faiz düzleştirme kuralının) kısa vadeli faizin hareketini açıklayacak güce sahip olduğunu ve bu gücün *serisel korelasyon sergileyen hata terimlerinin varlığı altında bile yüksek bir değerde olduğunu ve istatistiki olarak anlamlılığını koruduğunu vurgulamıştır.* ABD ekonomisi için 1987:Q1 – 2000:Q4 dönemini kapsayan, serisel korelasyon sergileyen hata

³¹⁸ Petra Gerlach- Kristen, "Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?", Contributions to Macroeconomics, Vol.4, 2004, ss. 1-17.

* İhmal edilmiş değişkenlerin modelde içerilmesi, hata terimleri arasında serisel korelasyon olduğu şeklinde eleştirileri de ortadan kaldırmaktadır.

³¹⁹ John Driffill, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, "Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?", Journal of Financial Stability, Vol.2, 2006, ss. 95-112.

³²⁰ Glenn D. Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", Journal of Monetary Policy, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.

³²¹ William English, Nelson, William, Sack, Brian, "Interpreting The Significance of The Lagged Interest Rate in Estimated Monetary Policy Rules", Contributions to Macroeconomics, Vol.3, 2003, ss.1-16.

terimi altında oluşturulan faiz düzeltme modeli GMM yöntemi ile tahmin edilmiş, 0.75 gibi yüksek ve istatistiki olarak anlamlı bir kısmi ayarlama katsayısına ulaşmıştır. Ayrıca modele ait \bar{R}^2 'de 0.97 gibi bir değer üreterek modelin bütün olarak da kısa vadeli faizdeki hareketi açıklayacak güçte olduğunu göstermiştir. Aynı model ileriye dönük (forward-looking) olarak oluşturulup tahmin edildiğinde ise ilk tahmine yakın 0,67 değerinde kısmi ayarlama katsayısı bulunmuş ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. *Bu sonuçlar, ilgili dönemde FED' in izlemekte olduğu kısa vadeli faiz politikasının faiz düzeltme modeli ile açıklanabileceğini ve sonuçların istikrarlı finansal yapıyı gözetten bir para politikasını işaret ettiğini göstermektedir.*

Drew ve Plantier³²² ise para birimi olarak dolar kullanan ülke ekonomilerindeki faiz düzeltme kuralının geçerli olup olmadığını test etmiştir. Judd ve Rudebusch³²³ tarafından kullanıldığı gibi oluşturulan faiz düzeltme modeli, Yeni Zelanda, ABD, Avustralya ve Kanada ekonomileri için karşılaştırmalı olarak test edilmiştir*. Tahmin sonuçları Tablo 3.1'de verilmiştir.

Tablo 3.1'e göre bulunan parametreler istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Her dört ülke için de ilgili dönemde faiz düzeltmenin gerçekleştiği görülmektedir. Ancak ABD ve Avustralya ekonomileri için bulunan faiz düzeltme katsayıları (1-p), göreceli olarak diğer iki ülkeye göre daha küçüktür. Yani bu ülkelerde faiz düzeltme daha yüksek oranda gerçekleşmektedir. Bu da ABD ve Avustralya Merkez Bankalarının faiz düzeltme konusunda daha hassas olduğuna ve bu ülke finansal piyasalarının nispi olarak daha istikrarlı olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 3.1: Dolar Ekonomileri İçin Faiz Düzeltme Kuralı Tahmin Sonuçları

	Yeni Zelanda	ABD	Avustralya	Kanada
Tahmin Dönemi	88-02/99-02	87-03/99-02	90-01/98-04	84-01/98-04
Düzeltilme Katsayısı (1-p)	0.379 (0.080)	0.208 (0.064)	0.222 (0.056)	0.461 (0.102)
R^2	0.960	0.976	0.980	0.938
<i>Düzeltilme katsayıları için parantez içinde verilen değerler, t testlerinin istatistiki anlamlılık düzeyleridir.</i>				

3.8. Eşanlı Denklem Sistemleri, İçsel Yanlılık, Belirlenme Sorunu ve Genelştirilmiş Moment Yöntemi (Generalized Moment of Movements / GMM)

Bölümdeki önceki altbaşlıklarda ayrıntılı olarak vermeye çalışılan faiz düzeltme kuralına ait denklem sistemi bir eş anlı denklem sistemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bundan dolayı bu sistemin taşıdığı özellikler ve tahminine yönelik açıklamalar yapmak gerekmektedir. Bu alt bölümde, eş anlı denklem sisteminin özellikleri, belirlenmesi ve tahmin yöntemleri ile ilgili bilgiler vermeye çalışılacaktır.

En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edilen modeldeki parametrelerinin Doğrusal, Sapmasız tahmin ediciler arasında en küçük varyanslı (DESTE) olduğu bilinmektedir. Ayrıca bu tahmin ediciler aynı zamanda tutarlıdır yani örneklem büyüklüğü sonsuza doğru arttıkça kendi gerçek değerlerine (ana kütle katsayılarına) yakınsamalarının yanında, açıklayıcı değişken(ler) ile hata terimleri arasında bir ilişki de (orthogonality) yoktur.

³²² Aaron Drew ve L. Christopher Plantier, "Interest Rate Smoothing in New Zealand and Other Dolar Bloc Countries", Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series, DP2000/10, 2000.

³²³ John Judd ve Glenn Rudebusch, "Taylor Rule and The Fed: 1990-1997", Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1998, ss. 3-16.

* İlgili çalışmada kullanılan faiz düzeltme modeli, genel mantık ve değişkenler olarak açıklanan *klasik* faiz düzeltme model ile aynıdır. Değişkenler olarak enflasyon ve büyümenin beklenen değerinden sapma kullanılmıştır. Sadece denklem yapısı ve düzeltme katsayısı (1-p) farklılık göstermektedir. Bu nedenle sonuçlar ve yorumlar açısından bir fark bulunmamaktadır.

Açıklayıcı değişken(ler)in olasılıklı olmaması ve modeldeki hata terimlerinden bağımsız dağılmaması durumunda, yani orthogonality varsayımının sağlanamaması ile birlikte, tahmin ediciler sapmalı hale gelmekle birlikte, tutarlılık özelliklerini de kaybetmektedirler. Bu çerçevede, açıklanan değişkenin gecikmeli değerinin açıklayıcı olarak modelde olması da sapmalı ve tutarsız tahmin edicilere sebep olacaktır³²⁴. Bu durumda içsel yanlılık problemi (endogeneity bias) meydana gelmiş olmaktadır. Böyle bir durumun ortaya çıkmasına neden olan faktör ise, açıklayıcı değişken ile açıklanan değişken arasındaki ilişkinin tek yönlü olmaması ilişkinin yönünün iki taraflı olmasıdır. En Küçük Kareler yönteminde ilişkinin yönü tek taraflı yani açıklayıcı değişkenden açıklanan değişkene doğrudur. Buna bağlı olarak da EKK yöntemi *tek denklemlili modellere* uygulanmaktadır³²⁵. İki yönlü nedenselliğin olduğu durumlarda ise ilişkiyi tam olarak ortaya koyacak bir eş anlı denklem sisteminin oluşturulması *gerekmektedir*³²⁶. 3.25 nolu denklem tek bir model olmasına rağmen bir eş anlı denklem sistemidir. *Yani açıklayıcı değişkenin açıklanan halini aldığı bir denklem de eş anlı olarak modelde yer almaktadır.*

Yukarıda açıklandığı gibi EKK yönteminde tek denklem olmasıyla birlikte, aynı zamanda *açıklayıcı değişken modelde dışsal yani bağımsızdır*. Eş anlı denklem sistemlerinde ise değerleri model içinde belirlenen, denklem sistemlerinde ortak olan değişkenler içsel değişkenler (endogenous regressor) adını almakta ve değerleri önceden belirli, yani olasılıksız olan değişkenler ise dışsal değişken (predetermined or instrument variable) olarak tanımlanmaktadır. *Bir değişkenin içsel olduğuna ya da önceden belirlendiğine yazar kendi karar vermelidir.* Ancak ilgili değişkenlerin gecikmeli değerleri modelde yer alıyorsa (t-n) bu değişkenler önceden belirlenmiş (dışsal) değişken olurlar. Çünkü değişkenlerin t dönemindeki değerleri bilinmektedir³²⁷. Ayrıca bir açıklayıcı değişken önceden belirlenmiş değil (olasılıklı) ve içsel yanlılık özelliği taşıyorsa (yani orthogonality koşulunun ortadan kalkması) o değişken içsel değişken adını almaktadır³²⁸. Ek olarak, *önceden belirlenmiş* (dışsal) değişkenler ile *açıklayıcı içsel değişkenler* arasında korelasyon (korelasyon katsayısı sıfırdan farklı) olmakla birlikte, hata terimleri ile aralarında korelasyon katsayısı ise sıfırdır.

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_t + \alpha_3 Z_t + v_t \quad (3.26)$$

$$X_t = b_0 + b_1 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.27)$$

Yukarıdaki 3.26 ve 3.27 nolu denklemlere bakıldığında Y_t ve X_t içsel değişkenlerdir. Bu değişkenlerin değerleri sistem içinde belirlenmekte ve dolayısıyla X_t , v_t aralarında korelasyon bulunmaktadır. Diğer bir değişken olan Z_t 'nin değeri ise sistem dışında belirlenmektedir. Dışsal bir değişken olması nedeniyle de Z_t ile v_t arasında korelasyon bulunmamaktadır. Y_{t-1} ve X_{t-1} değişkenleri de sistemde dışsaldır. Ancak bunların dışsal yani değerleri önceden belirlenmiş değişken olması için ayrıca ait olduğu denklemdeki hata terimlerinin *oto korelasyonsuz* olması da gerekmektedir³²⁹. 3.26 ve 3.27 nolu denklemler ikilisinde açıklayıcı ve açıklanan değişken ayrımı ortadan kalkmakta; içsel değişken ve dışsal değişken kavramları ayrımı ortaya çıkmaktadır. Tanımlanan değişkenlere bağlı olarak ilgili değişkenlerin *davranış şeklini* ortaya koyan eş anlı denklem sistemindeki denklemlerin parametrelerinde meydana gelen bir değişiklik ya da sistemde kayma (shift)

³²⁴ Badi H. Baltagi, **Econometrics Analysis Of Panel Data**, Third Edition, England: John Wiley & Sons Ltd. 2005. s. 135.

³²⁵ Recep Tarı, **Ekonometri**, İzmit: Kocaeli Üniversitesi Yayın, No:172, 3. Baskı, 2005. s.297.

³²⁶ Tarı, s.297.

³²⁷ Gujarati, Damodar N., **Temel Ekonometri**, İstanbul: Literatür Yayınları:33, 2. Baskı, 2001. s.642.

³²⁸ Fumio Hayashi, **Econometrics**, Princeton: Princeton University Press, 1997. s.187.

³²⁹ Tarı, s.299.

meydana getiren hata terimlerindeki bir değişiklik, diğer denklemi de etkilemektedir. Bu nedenle ilgili denklemlerin eş-anlı olarak çözümlenmesi gerekmektedir. 3.26 ve 3.27 nolu denklemlerin oluşturduğu eş anlı denklem sisteminde açıklayıcı değişkenlerin tamamı dışsal yani değerleri önceden belirlenmiş olmadığından, içsel yanlılık sorununun olması nedeniyle, EKK yönetiminin uygulanması durumunda ulaşılabilecek parametrelerin *sapmalı ve tutarsız* olacağına da dikkat edilmelidir.

Eş-anlı denklem sistemleri ile ilgili yapılan tanımlama ve açıklamalarla birlikte bu sistemlere ait parametrelerin ana kütle katsayıları için *tek bir* tahmin değeri verip vermeyeceği konusu olan belirlenme problemi de (identification) yapılan bu çalışma için önem arz etmektedir. Eğer eş-anlı denklem sistemindeki denklem sayısı modeldeki içsel değişken sayısına eşit ise tek bir tahmin değeri elde etmek yani belirleme yapmak mümkündür. Ancak bu durumda modelin eksiksiz olması ile birlikte sistem içindeki bir denklemin içerdii tüm değişkenleri içeren başka bir denklemin *olmaması* da gerekmektedir³³⁰.

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + v_t \quad (3.28)$$

$$Z_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \eta_t \quad (3.29)$$

$$Y_t = Z_t \quad (3.30)$$

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \alpha_2 \Psi_t + \varepsilon_t \quad (3.31)^*$$

Şeklinde tanımlanan bir eş-anlı denklem sisteminde 3.28 veya 3.29 denklemlerinden herhangi birinin parametrelerinin tahmin edilmeye çalışılması durumunda, hangi denklemin tahmin *ediliyor olacağı* konusu yani denklemlerin belirlenmesi konusunda sorun yaşanacaktır. Çünkü sistemde hiçbir dışsal değişken açıklayıcı değişken olarak bulunmamakta iki denklem de tek ve aynı açıklayıcı değişkeni içermektedir. Bu eş-anlı denklem sistemindeki denklemlerin *belirlenmesi* için açıklanan değişkenlere ait ek bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır. 3.28 ve 3.29 nolu denklemlerde hata terimleri içinde bulunan, tahmin edilen Y_t ve Z_t 'de kayma (shift) yaratan ve gözlemlenebilen (observable) dışsal değişkenlerin belirlenmesi ve sisteme dahil edilmesi gerekmektedir. Belirlenen bu değişken, ki burada 3.31 nolu denklemde Ψ_t ile gösterilmiştir, *hata terimleri ile ilişkisiz, denklemdaki açıklayıcı içsel değişken ile ilişkilidir*³³¹. Aksi durumun olması durumunda ise, aynı ve tek içsel değişken içeren bu eş-anlı denklem sisteminin *tahmin edilmesi mümkün olmayacaktır*.

Sonuç olarak 3.28 nolu denklem 3.31 nolu denklem haline getirilerek yani bir dışsal gözlemlenebilen açıklayıcı değişken eklenerek ek bilgi üretilmesiyle birlikte, sistemdeki her denklem belirlenmiş ve böylece eş-anlı denklem sistemi tahmin edilebilecek hale getirilmiş olacaktır. Belirlenme ile ilgili olarak sisteme çok fazla dışsal açıklayıcı değişken eklenmesi durumunda *aşırı belirlenme*, çok az dışsal açıklayıcı değişken eklenmesi halinde *eksik belirlenme*, sistemin eksiksiz hale gelmesini sağlayacak kadar bilgi setinin kullanılması durumunda ise *tam belirlenme* durumu ortaya çıkacaktır.

Belirlenme sorunu ile ilgili olarak literatürde iki ölçüt bulunmaktadır. Bunlar sayma koşulu ve sıra koşulu olarak adlandırılmaktadır. Sayma koşulu (Order Condition) ile ilgili

³³⁰ A.g.e., s.306.

* 3.31 nolu denklemde artık hata terimi (ε_t) gözlenemeyen dışsal değişkenleri içermektedir.

³³¹ Hayashi, s.188.

genel açıklama aşağıda verilmiştir³³². Diğer belirleme yöntemleri için Hayashi³³³, Verbeek³³⁴, Hamilton³³⁵, Greene³³⁶,e bakılabilir.

$K \geq L$ (Aşırı Belirlenme)

$K \leq L$ (Eksik Belirlenme)

$K = L$ (Tam Belirlenme)

K= Dışsal, Önceden Belirlenmiş (Predetermined, Instrument) Değişken Sayısı
L= Açıklayıcı Değişken Sayısı (Regressor)

Sayma koşulu bir denklemin belirlenme *derecesini* göstermek için kullanılmaktadır. Sayma koşulu bir denklemin belirlenip belirlenmeyeceğini ortaya koymak için gerekli ancak yeterli bir koşul değildir. Bu nedenle ikinci ölçüt olan Sıra Koşulu (Range Condition)'na da bakmak gerekmektedir. Sıra koşuluna göre, N tane içsel değişkeni olan N denklemlilik bir eş-anlı denklem sisteminde diğer denklemlerde yer alan ancak bir denklemden dışlanmış değişkenlerin katsayılarından oluşturulacak (N-1)(N-1) boyutlu sıfır olmayan en az bir tane determinant elde edilebilmesi durumunda belirlenme mümkün olmaktadır^{337,*}. Ancak sıra koşulunu hesaplamak çok fazla denklem barındıran eş-anlı denklem modellerinde güçleşeceğinden sayma koşulu genel olarak belirlenme için yeterli olarak kabul edilmektedir³³⁸.

Yapılan bu açıklamalara ek olarak eksik belirlenme durumunda sistemdeki parametreleri doğru belirlemek mümkün olmamakta, sistemin parametreleri çözümsüz olmaktadır. Tam belirlenme durumunda ilgili eş-anlı denklem sistemini *Dolaylı* EKK yönetimi ile tahmin ederek ana kütle katsayılarına yönelik olarak tek bir tahmin edici bulmak mümkündür³³⁹. Aşırı belirlenme durumunda ise *Dolaylı* EKK yöntemi ile ana kütle katsayılarına yönelik olarak tek bir çözüm, tek bir tahmin edici bulmak mümkün olmayacaktır. *Ancak GMM yöntemi, aşırı belirlenme durumunda tutarlı ve etkin tahmin ediciler üretmek için kullanılacak bir yöntem olmaktadır*³⁴⁰.

Aşırı belirleme durumu sapmasız ve tutarlı tahmin edilme açısından üzerinde durulması gereken önemli bir durumdur. Anderson ve Hsiao³⁴¹,e göre, açıklayıcı içsel değişkenlerin farkları ile GMM tahmini yapmak hem sapmasız hem de tutarlı tahmin ediciler üretmek için yeterli değildir. Bu tahmin ediciler tutarlı olmamaktadır. Anderson ve Hsiao açıklayıcı değişken olarak $(Y_{t-1} - Y_{t-2})$ yerine araç değişken olarak $(Y_{t-2} - Y_{t-3})$, Y_{t-2} veya Y_{t-3} 'ü kullanmayı önermişlerdir. Ancak bu durumda da tahmin ediciler tutarlı olmalarına

³³² A.g.e., s.201.

³³³ Fumio Hayashi, **Econometrics**, Princeton: Princeton University Press, 1997.

³³⁴ Marno Verbeek, **A Guide to Modern Econometrics**, John Wiley & Sons, 2 nd. Edition, 2004.

³³⁵ James D. Hamilton, **Time Series Analysis**, New Jersey: Princeton University Press, Princeton, 1994.

³³⁶ William H. Greene, **Econometric Analysis**, NewYork: Prentice Hall, 5 th. Edition, 2002.

³³⁷ Gujarati, s.667.

* Bu konuyla ilgili daha ayrıntılı bilgi için Hayashi (1997), Verbeek (2004), Hamilton (1994), Greene (2002)'e bakılabilir.

³³⁸ Andrew Harvey, **The Econometric Analysis of Time Series**, Cambridge: The MIT Pres, 2 nd. Edition, Mass, 1990. s.328.

³³⁹ Dolaylı EKK yöntemi için Bkz. Hamilton (1994), Greene (2002).

³⁴⁰ GMM yönteminin belirtilen içsel yanlılık ve aşırı belirlenme durumu altında, tutarlı ve etkin tahmin ediciler üretebilmesi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Hansen (1982).

³⁴¹ T.W. Anderson ve C. Hsiao "Estimation of Dynamic Models with Error Components", Journal of American Statistical Association, Vol. 76, No. 375, 1981, ss. 598-606.

rağmen sapmasız (etkin) değildir. *Bu değişkenler açıklayıcı içsel değişkenlerle ilişkili ve hata terimleri ile ilişkili değildirler*³⁴². Bu sonuca rağmen, tutarlı tahmin ediciler elde edilememesinin arkasında, *araç değişkenlerin yeterli olmaması yatmaktadır*. Bu noktada açıklayıcı ve açıklanan değişkenlerin *olası tüm gecikme değerlerini* araç değişken olarak kullanmak yani araç değişken sayısını arttırmak sapmasız (etkin) ve tutarlı tahmin ediciler elde etme noktasında çözüm olmaktadır^δ. Bu sayede GMM tahmin edicileri açıklayıcı ve açıklanan değişkenlerin olası tüm gecikmelerini araç değişken olarak kullanabilecektir^π.

Açıklayıcı değişken ya da parametre sayısından daha fazla araç değişken kullanılması durumda yani aşırı belirlenme durumunda kullanılan araç değişkenlerin yeterliliğinin/geçerliliğinin de test edilmesi gerekmektedir (the test of overidentifying restrictions). *Diğer bir ifade ile kullanılan araç değişkenler hata terimleri ile ilişkisiz olmalıdır*. Bu test için kullanılan Hansen³⁴³ J İstatistiğinden bahsetmek gerekmektedir. Parametre sayısından daha fazla araç değişken kullanılması sonucu J istatistiğinin bu amaçla kullanılması durumunda, ilgili hesaplamaların yapılması ile birlikte sıfır hipotezi (H_0) “aşırı belirlenme durumunda tüm araç değişkenler yeterli/geçerlidir” (valid overidentifying restrictions /overidentifying restrictions are satisfied) şeklindedir. Sıfır hipotezinin kabul edilmesi ile tutarlı ve etkin tahmin ediciler üretilebilmektedir*. Bu amaçla J istatistiğinin kullanılması için istatistiki değer gözlem sayısı ile çarpılması gerekmektedir. Karar için ise χ^2 tablosu kullanılır ve serbestlik derecesi, dışsal değişken sayısından parametre sayısının çıkarılması ile bulunur³⁴⁴. Hesaplanan J istatistiği tam belirleme ve aşırı belirleme durumlarında her zaman pozitif değer üretir. Ancak ilgili değer ne kadar küçük ve olasılık değeri ne kadar büyük ise kullanılan araç değişkenlerin geçerliliği o kadar yüksek olacaktır. Sıfır hipotezinin kabulü ile birlikte araç değişken kullanmak tahmin tekniği açısından güçlü bir yaklaşımdır. Ayrıca sıfır hipotezinin kabulü altında örneklemin çok büyük olması, daha etkin katsayılar üretilmesine de yardımcı olacaktır.

GMM (Generalized Method of Moments) yönteminin tutarlı ve sapmasız (etkin) tahmin ediciler üretme süreci hakkında açıklamalar yapmak, yöntemin işleyişinin gösterilmesi için gereklidir.

Eş-anlı denklem sisteminin şu varsayımları sağladığı kabul edilmektedir³⁴⁵;

$$y_i = z_i' \delta + \varepsilon_i \quad (i=1,2,\dots,n) \quad (3.32)$$

Sistemde tahmin edilen denklemler 3.32 nolu denklemdeki gibi lineerdiler. Burada z_i tahmin edici (regressor), içsel ve önceden belirlenmiş değişkenleri kapsayan, L-boyutlu vektördür. δ katsayı vektörü ve ε_i ise gözlemlenemeyen değişkenleri içeren hata terimidir. 3.33 ve 3.34'te x_i 'nin K-boyutlu enstrüman* (instrument) vektörü olması ile w_i 'nin tek ve

³⁴² Badi H. Baltagi, s.136-139.

^δ Bu konuyla ilgili detaylı bilgi için Arellano ve Bond (1991), Anderson ve Hsiao (1981) ve Baltagi (2005)'e bakınız.

^π Ayrıntılı Bilgi için Bkz Arellano ve Bond (1991).

³⁴³ Hansen, Lars P., “Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators”, *Econometrica*, 1982, ss.1029-1054.

* Tutarlı ve etkin tahmin ediciler elde edilmesi için ilgili araç değişkenlerin açıklayıcı içsel değişkenlerle ilişkili olması da gerekmektedir. Araç değişken seçiminde bu duruma dikkat etmek gerekmektedir.

³⁴⁴ Whitney K. Newey ve Kenneth D. West, “**Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments Estimation**”, *International Economic Review*, Vol. 28, No. 3 Ekim 1987, s. 780.

³⁴⁵ Hayashi, s.198

* Burada enstrüman ve tahmin edici ayırımı yapılmıştır. Ancak enstrümanlar, tahmin edici olarak modelde de yer alabilirler. Bu durumda enstrüman değişken (instrument variable) adını alırlar. Bu değişkenler de önceden belirlenmiş özelliği gösterirler bkz. Hayashi, 1997 s. 199.

(y_i, z_i, x_i) 'nin sabit olmayan elementlerini göstermesi varsayımı altında, w_i ortaklaşa (jointly) durağan ve türetilmiştir (ergodic).

Bütün gözlem (i) ve x_i olarak tanımlanmış "k" kadar önceden belirlenmiş değişkenler için, x_i ile hata terimleri " ε_i " arasında orthogonality vardır. Yani aralarında korelasyon yoktur.

$$E(x_{i,k} \varepsilon_i) = 0 \quad (k=1,2,\dots,K) \quad (3.33)$$

ya da

$$E[x_i \cdot (y_i - z_i' \delta)] = 0 \quad g_i \equiv x_i \cdot \varepsilon_i \quad E(g_i) = 0 \quad \text{şeklindedir.}$$

Sıra koşuluna burada yeniden dönersek, aynı zamanda şu eşitlikler de yazılabilir;

$$g_i = g(w_i; \delta) \equiv x_i \cdot (y_i - z_i' \delta) \quad E[g(w_i; \delta)] = 0 \quad (3.34)$$

3.34 nolu olarak verilen eşitliklerden ikincisi orthogonality koşulunun sadece farklı açıdan ifade edilmiştir. $\bar{\delta}$ 'nin varsayımsal değeri ifade etmesi altında şunu da yazmak mümkündür;

$$E[g(w_i; \bar{\delta})] = 0 \quad (3.35)$$

Buna göre eş anlı denklem sisteminin gerçek çözümü olan δ , 3.35 nolu eşitlikteki varsayımsal değer olan $\bar{\delta}$ 'yi tam tahmin etmektedir. Bu durumda ancak ve ancak $\delta = \bar{\delta}$ olduğu için belirlenme (identified) sağlanmıştır³⁴⁶. Yani denklem tahmin edilebilir.

MM (Method of Moments)'in temel noktası ise $g(\bar{\delta})$ 'in değerini sıfır yapmasıdır. $g(\bar{\delta})$ 'yi şu şekilde tanımlamak mümkündür³⁴⁷.

$$\begin{aligned} g(\bar{\delta}) &= 1/n \sum_{i=1}^n x_i \cdot (y_i - z_i' \bar{\delta}) \\ &= 1/n \sum_{i=1}^n x_i \cdot y_i - \left(1/n \sum_{i=1}^n x_i z_i' \right) \bar{\delta} \equiv s_{xy} - S_{xz} \bar{\delta} \end{aligned} \quad (3.36)$$

$g(\bar{\delta})$ 'nin değerinin sıfır olması durumunda;

$$1/n \sum_{i=1}^n x_i \cdot y_i = \left(1/n \sum_{i=1}^n x_i z_i' \right) \bar{\delta} \quad (3.37)$$

$$s_{xy} = S_{xz} \bar{\delta}$$

³⁴⁶ A.g.e., s.205

³⁴⁷ A.g.e., s.205

Eşitliği sağlanmış olmaktadır. Ancak bu durum *tam belirlenme* koşulu altında gerçekleşmekte *aşırı belirlenme* durumu altında ise $g(\bar{\delta})=0$ sağlanamamaktadır. Aşırı belirlenme durumunda* , $K>L$, $g(\bar{\delta})=0$ koşulu sağlanamamaktadır^Ω. Ancak GMM yöntemi bu noktada bir çözüm olmakta ve GMM ile $g(\bar{\delta})$ 'nin değerini sıfıra yaklaştıracak $\bar{\delta}$ değeri seçilebilmekte, tek ve tutarlı tahmin edici üretebilmektedir³⁴⁸.

Yukarıda açıklanan koşulu şu şekilde ifade etmek de mümkündür, $E\{f(\delta, z_i, x_i)\} = 0$ 'nin R elementli vektör fonksiyonunun moment koşulu olması durumunda (fonksiyonun beklenen değeri sıfır iken) ve $g(\delta) \equiv 1/n \sum_{i=1}^n f(w_i, z_i, \delta)$ g fonksiyonunda R tane elementi sıfıra eşitleyerek δ katsayı değerini tek ve tutarlı olarak elde etmek mümkündür. Ancak bu durum moment koşulu R'nin modeldeki parametre sayısına eşit olması koşulu altında geçerlidir. Moment koşulunun modeldeki parametre sayısından fazla olması durumunda R tane elementi sıfıra eşitleyerek, katsayı değerini tek ve tutarlı olarak elde etmek mümkün olamamaktadır. Bu durumda GMM yaklaşımı, tahmin ediciyi, R tane elementi sıfıra *yaklaştıracak*, $E\{f(\delta, z_i, x_i)\} \cong 0$, şekilde seçerek, tek ve tutarlı tahmin ediciyi elde eder³⁴⁹.

* Aşırı belirlenme durumu, orthogonality koşulunun modeldeki katsayı sayısından fazla olması şeklinde de tanımlanmaktadır.

^Ω GMM tahmin edicilerinin özellikleri için ayrıntılı bilgi için Bkz. Hamilton (1994), Greene (2002).

³⁴⁸ A.g.e., s.207.

³⁴⁹ Verbeek, s.150.

Dördüncü Bölüm

4. TÜRKİYE EKONOMİSİ AÇISINDAN PARA POLİTİKASI - FİNANSAL İSTİKRAR İLİŞKİSİ VE T.C. MERKEZ BANKASININ FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMA GÜCÜNÜN ANALİZİ

Günümüz ekonomilerinde gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede Merkez Bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez Bankaları bu amacı gerçekleştirmeye yönelik olarak para politikası uygularken (örtük ya da açık bir şekilde enflasyon hedeflemesi politikası son dönemde yoğun olarak kullanılmaktadır) finansal sistemin istikrarını da göz önünde bulundurmaktadırlar. Yaşanan gelişmelere paralel olarak günümüzde T.C. Merkez Bankasının da asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak, bu amacı gerçekleştirirken de finansal sistemi izlemek ve finansal istikrarı gözetmektir. Bu nedenle T.C. Merkez Bankası para politikası kapsamında finansal sistem ve bu sistemin istikrarını sağlamaya yönelik olarak uygulamalar yer almaktadır. Ayrıca Merkez Bankaları etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu bir başka kamu kurumuna devretmekte ve bu kurum ile *etkileşim* halinde çalışmaktadır. Türkiye ekonomisinde belirtilen bu kurum ise Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'dur (BDDK).

Merkez Bankalarının finansal istikrarı gözetmesini sistemin kendisi de zorlamaktadır. Bu duruma en büyük neden, finansal piyasalardan kaynaklanan ve ekonominin tamamını durgunluğa sürükleyen krizlerdir. Krizlere karşı mücadele edilmesi ve karşılaşılmaması için sistem içinde para arzı ve politikası açısından tekel konumunda olan Merkez Bankaları rol üstlenmektedir*. Türkiye ekonomisinde de özellikle 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan finansal kaynaklı krizler, finansal istikrarsızlığın son noktası olan krizlerin ağır sonuçlarından kaçınılması için T.C. Merkez Bankasına sorumluluk yüklemektedir. Bu noktada Türkiye ekonomisinde de ödemeler sisteminin sağlıklı işlemesi, kredi piyasalarının fonksiyonlarını yerine getirebilmesi, bankaların yakından izlenmesi ve bilançolarının güçlendirilmesi, sistemdeki tasarruf sahiplerinin güvence altına alınması, finansal değişkenlerin izlenmesi ve gerekli görüldüğü hallerde para politikası ile müdahalelerde bulunulması vb. uygulamalar etkin bir para politikası kapsamında T.C. Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir. Uygulamalar ile ilgili ayrıntılı açıklamalara bu bölümde yer verilecektir.

Çalışmanın Türkiye kısmını oluşturan bu bölümde, yapılan bu girişe paralel olarak Türk finansal sistemi ve bu sistemin önemli bir parçası olan bankalar ve T.C. Merkez Bankası para politikası hakkında açıklamalara, para politikası kapsamında finansal piyasalara ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik para politikası uygulamalarına yer verilecektir. Bölümde para politikası ve finansal sisteme yönelik gelişmeler ile para politikasının finansal istikrara yönelik uygulamaları *tarihsel bir süreç içinde analiz edilmeye çalışılacaktır*. Bu nedenle bölüm, *para politikasının ve finansal sistemin etkinliğinin sağlanmasına ve para politikasının finansal istikrara yönelik uygulamaları* temelinde, tarihsel bir bakış açısından oluşturulmaya çalışılacaktır. Bölümün amaçlardan biri, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı öncesi T.C. Merkez Bankasının finansal istikrarı gözetecek uygulamalarının çok kısa vadeli ve etkisiz kalmasına neden olan faktörlerin süreç içinde görülmesini sağlamak ve bu süreçte para politikası ve finansal sistemde yaşanan gelişmelere özetlemektir. Böyle bir yaklaşım Güçlü Ekonomiye Geçiş ve sonrasında yaşananların anlaşılabilmesi açısından gerekli görülmektedir.

Çalışma açısından Mayıs 2001 Tarihli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ve bu programdan sonra yaşananlar T.C. Merkez Bankası açısından önemlidir. Bu nedenle bölümde, *bu tarihten sonraki süreç daha yoğun olarak açıklanmaya ve analiz edilmeye*

* Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlama ve sürdürme, finansal istikrarsızlık ve finansal krizleri önleme ve yönetme konusunda başarılı olup olmayacağı farklı bir konudur.

çalışılacaktır. Mayıs 2001 tarihi milat olarak alındığında, T.C. Merkez Bankasının hem kanuni hem de uygulamalı olarak araç ve amaç bağımsızlığının tam olarak sağlanması ile birlikte, finansal istikrarı gözetmesi, finansal istikrarı bir amaç olarak alması ve finansal istikrarı oluşturacak ve sürdürecektir uzun vadeli para politikaları uygulamaları yürütmesi, bu çalışma açısından büyük önem arz etmektedir. Bölüm bir bütün olarak değerlendirildiğinde, *2001 Mayıs “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” öncesi ve sonrası* olarak düşünülmelidir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı öncesi ile ilgili belirlenen başlıklarda “Finansal İstikrar” kavramı yerine “Finansal Sistem” kavramı kullanılmıştır. Bunun nedeni ise T.C. Merkez Bankasının kanuni ve uygulamalı olarak finansal istikrarı açık bir şekilde *hedefleyememiş* olması; *daha çok tarihsel süreç içinde, para politikası ve finansal sistemde yaşanan gelişmelerle birlikte, bu yönlü, uzun vadeli olamayan para politikası uygulamalarına yönelebilmemiş olmasıdır!*

4.1. 1980 Öncesi Para Politikası ve Finansal Sistemin Değerlendirilmesi

T.C. Merkez Bankasının para politikası yürütmesi ve para politikası üzerinde etkin olması açısından 14 Ocak 1970 Tarihli yeni Merkez Bankası kanunu önemlidir. Bu tarihte 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanununun kabul edilmesi ile birlikte çeşitli komitelere dağıtılmış para politikası yetkileri T.C. Merkez Bankasında toplanmış ve emisyonun belirlenmesinde bankalar ile paylaşılan yetkiler T.C. Merkez Bankasına devredilmiştir. Daha önceki dönemde para politikasının oluşturulması ve yürütülmesi “Banka Kredilerini Tanzim Komitesi” olarak isimlendirilen ve üçü bakan olmak üzere çeşitli kurumlardan toplam on dört kişilik bir komitenin sorumluluğundaydı³⁵⁰. T.C. Merkez Bankasının kanunen belirlenen görevleri arasında, emisyonu kontrol etmek ve para arzını kontrol etmek, bankaların kredi ihtiyaçlarını karşılamak, para politikası araçlarını belirlemek ve amaçları doğrultusunda bu araçları kullanmak, hükümetle işbirliği halinde milli paranın değerini korumak ve döviz piyasasına gerekli gördüğü hallerde müdahalelerde bulunmak sayılabilir³⁵¹. Bu dönem itibarıyla T.C. Merkez Bankası devletin bankacıdır ve bu kapsamda devletin hesabını tutar ve devlete ödünç borç verir³⁵².

1211 sayılı yasa ile T.C. Merkez Bankası’na verilen önemli yetkiler arasında açık piyasa işlemlerinin gerçekleştirilmesi ve orta vadeli senetlerin reeskontuna imkan sağlanması bulunmaktadır. Fakat 1211 sayılı yasa ile oluşturulan Merkez Bankası yasası daha çok para ve kredi politikalarının belirlenmesinde hükümet ile ortak karar alınmasına yöneliktir. 1970’li yıllarda enflasyonda hızlı bir artış ile birlikte kamunun borçlanma gereğindeki artış para politikasının etkinliğinin sağlanmasını zorlaştırmıştır. 1970’li yıllar boyunca kamu kesimi açıklarının finansmanına yönelik olarak izlenen para politikası uygulaması enflasyon sürecini beslemiş, düşük faiz ve kur politikasına bağlı olarak izlenen genişleyici para politikası uygulaması ise enflasyonu daha da hızlandırmıştır. Döneme bakıldığında para politikası daha çok enflasyonu finanse etmeye ve faizleri düşük tutmaya yönelik uygulanmıştır. Kamunun gelir gider dengesinin oluşturulamaması T.C. Merkez Bankasının hazineye aktardığı kısa vadeli avansların aşırı şekilde kullanılmasına neden olmuştur. Bu dönemde hükümet KİT’lerin ve genel bütçe açıklarının finansmanı için yoğun bir şekilde T.C. Merkez Bankası (TCMB) kaynaklarına başvurmuştur. 1970’lerin sonlarına doğru ise piyasadan borçlanma yoğun şekilde kullanılmıştır. Bu uygulamalar enflasyonun en önemli nedenleri olmuştur³⁵³. 1970’ler, fiyat istikrarına yönelik politikalar ve finansal sistemi düzenleyici – denetleyici ve istikrarı gözetici politikalarından daha çok, kamunun açıklarını kapatma ve yaşanan enflasyonu finanse etmeye yönelik politikaların uygulandığı yıllar olmuştur³⁵⁴.

³⁵⁰ İlker Parasız, “Para Politikası Türkiye Uygulaması”, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, 1. Baskı, 1998. s.363.

³⁵¹ İlker Parasız, “Para, Banka ve Finansal Piyasalar”, Bursa: Ezgi Yayınları, 6. Baskı, 1997. s. 269-272.

³⁵² S. Rıdvan Karluk, “Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Gelişim”, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 5. Baskı, 1997., s.338.

³⁵³ Hüseyin Şahin, “Türkiye Ekonomisi”, Bursa: Ezgi Kitapevi, 5. Baskı, 1998. s.154.

³⁵⁴ Parasız, “Para Politikası Türkiye Uygulaması”, s.363.

1970'li yıllar boyunca T.C. Merkez Bankasının para politikası araçlarını kullanım şekillerine bakıldığında, yukarıda da belirtildiği gibi daha çok kamudan ve KİT'lerden kaynaklanan açıkların kapatılması ve enflasyonu finanse etmeye yönelik olduğu görülmektedir. 1211 sayılı yasa ile T.C. Merkez Bankası'na tanınan açık piyasa işlemleri yapma yetkisi de para politikası açısından etkin olarak kullanılamamıştır. Bu durumu, açık piyasa işlemleri açısından belirlenen parasal hacmin üst sınırının toplam para stokunu kontrol etmeye yetecek bir boyutta olmaması da desteklemiştir. İlgili yasada Bankanın sermaye ve yedek akçelerinin beş katına kadar açık piyasa işlemi yapma yetkisi verilmekteydi. Ancak T.C. Merkez Bankasının 1970'lerin sonlarında ilgili rakam toplamı 4.5 milyar lira civarındaydı. Para stokunun 450 milyar lira olduğu dönemde 22 milyar liralık bir hacim, parasal taban ve para stoku üzerinde etkili olabilecek bir rakam olarak gözükmemektedir³⁵⁵. Dönem itibarıyla asıl amaçlarına yönelik bir para politikası uygulanamamasına paralel, açık piyasa işlemleri için belirlenen parasal hacmin yüksek olduğu varsayılsa bile, bu durum yine daha çok kamusal açıkların finansmanına yönelik olarak kullanılabilirdi. Durum reeskont oranları açısından da farklı gözükmektedir. Her ne kadar T.C. Merkez Bankası'na senetlerin reeskontu için yetki verilmiş olsa da ilgili dönemde Merkez Bankası kaynaklarının daha çok kamusal açıkları finansa etmeye yönelik olarak kullanılması ve bu kullanımın reeskont oranları ile ilgili olmaması, bu aracın parasal taban ve para stoku üzerinde kullanımını mümkün kılmamıştır.

T.C. Merkez Bankası tarafından kullanılan diğer bir araç olan zorunlu karşılık oranları ise diğer iki araca göre para arzının, kredilerin kontrolünde kullanılabilmiş ancak yine kamusal finansman yaratma aracı özelliği göstermiştir. Kaldı ki dönemin kendine özgü yapısı Merkez Bankacılığı açısından zorlu bir dönem olduğundan para politikası etkinliğinden söz etmek mümkün görünmemektedir. Zorunlu karşılık oranlarının 1970'li yıllar boyunca kapsamı genişlemiştir. İlk olarak vadesiz mevduatlara uygulanırken zaman içinde vadeli mevduatlar ve dövize çevrilebilir mevduatlara da uygulanmaya başlamış bunlar üzerinde kontrol aracı olarak kullanmıştır. Bunun dışında kredilerin kontrolüne yönelik ve kredilerin belli alanlara kanalize edilmesine yönelik olarak da kullanılmıştır. Dönemin yapısına uygun olarak kamuya aktarılacak kaynaklara ilişkin karşılık oranlarının düşük tutulması da kamusal açıkların finansmanına yönelik bir uygulamadır. Para politikası ve amaçlarını bir bütün olarak düşünmek gerektiğinden tek bir aracın para stoku üzerinde etkili olması anlamlı görünmemektedir.

1970'li yıllarda fiyat istikrarı ve finansal istikrarın gözetilmesi ve sağlanması aşamasından uzak olan T.C. Merkez Bankasının ilgili dönemde kullandığı diğer bir araç ise genel disponibilitè oranlarıdır. 1211 sayılı kanun ile genel disponibilitè oranlarının belirlenmesinin T.C. Merkez Bankasını devri ile birlikte ilgili araç parasal taban ve para stokunun kontrolüne yönelik olarak kullanılmaya başlanmıştır. Ancak yine dönemin genel yapısına uygun olarak ilgili araç da kamusal açıkların finansmanına yönelik kullanılmıştır. Bu bağlamda bankalar arası mevduat dışındaki tüm mevduatlar taahhüt kapsamına alınmış ve toplanan mevduata göre kademeli disponibilitè oranları belirlenmiştir. Asıl amaç hazine plasman bonusu ve devlet iç istikraz tahvili satışlarının teşvik edilmesidir³⁵⁶. Sonuç olarak çalışmanın asıl konusu olan para politikası ve finansal istikrar açısından 1970'li yıllara bakıldığında ne yasal olarak ne de uygulamaya dönük olarak her hangi bir yaklaşım görünmemektedir. Yeni oluşum aşamasında olan T.C. Merkez Bankası, geleneksel olarak Merkez Bankalarının amaçları ve yürütmekte olduğu politikaların uzağındadır.

Bankacılık kesimine bakıldığında ise, izlenen ithal ikameci sanayileşme stratejisi altında bankacılık kesiminin kontrol altında tutulduğu söylenebilir. Bankalar bu dönemde daha çok, kalkınma planları kapsamına alınan yatırımları finanse etmek, mevduat toplamaya

³⁵⁵ A.g.e., s.365.

³⁵⁶ A.g.e., s.366.

yönelik şube açmak şeklinde faaliyet göstermektedir³⁵⁷. Serbest bir finansal sistemin olmaması ve rekabetçi bir ortamın oluşmaması nedeniyle yeni finansal araçlar geliştirme gibi uygulamalar görünmemektedir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından önem arz eden iki konu olan fiyat ve faizler ile ilgili uygulamalar da çalışmanın ikinci bölümde ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılan süreçten çok uzak görünmektedir. Bu iki değişken açısından dönemin belirgin özelliği daha öncede değinildiği gibi yüksek enflasyon ve düşük faiz politikasıdır. Enflasyonu ve kamusal açık finansman yükünü hafifletmeye çalışan bir Merkez Bankasının varlığında izlenen düşük faiz politikası tasarruf oranlarının aşırı düşmesine ve faiz farklılığına dayalı kredilerin sektörel dağılımını yani kredi politikasını imkansız hale getirmiştir. Faizlerin düşük düzeyde tutulması ve reel faizlerin neredeyse eksi değerlere gerilemesinin altında yatan kamusal açık tehdidi, devlet tahvili ile genel faizler arasında bir denge kurulmaya çalışmasına neden olmuştur. Özel sektörde çıkarılan tahvillerin faizlerine sınırlandırma getirilmesi ve kamusal fonlama maliyetinin düşük tutulmaya çalışılması buna en önemli örnektir³⁵⁸. Faizlerin baskı altında tutulması, özel sektörün ve finansal kurumların kredi kullanımı ve yatırım kararlarında etkinliği bozmuş ve politika, istikrarsızlığın temel kaynaklarından olmuştur. Enflasyon ve fiyat istikrarı açısından durum farklılık göstermemektedir. 1970'li yıllarda yaşanan enflasyon ve Merkez Bankasının para stokunu enflasyonu destekler nitelikte arttırması, süreci beslemiştir. Kamu sektörü finansman yetersizliğini ortadan kaldırmaya yönelik emisyon artışları ve bankaların özel sektöre kullandırdığı kredi hacimlerinin düşük seviyelerde oluşu, enflasyon ve fiyat istikrarı açısından durumun değişmemesine olmuştur.

1980'li yıllara gelindiğinde finansal sistem çeşitli açılardan zayıflıklar ve sorunlar içermektedir. Durum, mali sistemin etkinliğini azaltmasının yanında, makroekonomik olarak dengesizliklerin bulunduğu Türkiye ekonomisi için bir risk ve istikrarsızlık unsuru olmaktaydı. Zayıflıklar dahilinde şu durumları saymak mümkündür³⁵⁹; T.C. Merkez Bankası tarafından mevduat ve kredilere uygulanan faiz oranları kontrol altında tutulmaktaydı. Etkin finansal sistem açısından olumsuz olan bu duruma ek olarak, enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesi de getiri anlamında reel faizlerin çok düşük hatta negatif düzeylerde seyretmesine neden olmaktaydı. Bu açıdan *faizin bir Merkez Bankası politika aracı olarak kullanılmaması* yanında, üçüncü bölümde yoğun olarak tartışıldığı gibi faiz düzleştirme kuralı gibi bir kuralın da oluşturulması ve yürütülmesi için gerekli ortam bulunmamaktaydı*. Kamu açıklarının finansmanı açısından faizler üzerinde baskı kurulması ile birlikte bu dönemde, döviz işlemleri üzerinde kısıtlamalar da bulunmakta, kişilerin portföylerinde döviz bulundurmaları mümkün olmamaktaydı. Bu durumun nedeni olarak, kamu açık finansmanında döviz olan ihtiyacın önemli olduğunu söylemek mümkündür.

Bu dönemde para politikasının yürütülmesinde tercihli krediler önemli bir yer tutmaktaydı. Tercihli krediler aracılığıyla sektörler sübvansiyon imkanı sağlanmaktaydı. Para politikasının siyasi karar alma süreci ile yakın ilişki içinde olması, tercihli kredilerin para politikasında ağırlığının olmasında önemli gözükmemektedir. Kalkınmada ön planda görülen sektörler ucuz kredi imkanları yaratılmaktaydı. Finansal sistemin gelişmesini ve büyümesini engelleyecek şekilde mali piyasalarda yürütülen işlemler ve elde edilen gelirlerden yüksek vergiler alınmaktaydı. Yabancı ve yerli bankaların finansal sisteme katılımlarının önünde önemli kısıtlamalar bulunmaktaydı. Buna ek olarak, finansal sistemin yeni oluşmakta olması ile makro ekonomik zayıflıklara bağlı olarak sistem, kurumsal bir yapı sergilememektedir.

³⁵⁷ Ömer Faruk Çolak, “**Finansal Piyasalar ve Para Politikası**”, Ankara: Gazi Kitapevi, 5. Baskı, 2007, s.36.

³⁵⁸ Parasız, “**Para Politikası Türkiye Uygulaması**”, s.367.

³⁵⁹ Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, “**Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü (1980-1997)**”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Aralık 1998, [Http://www.tcmb.gov.tr/%7eresearch/discus/dpaper2.html](http://www.tcmb.gov.tr/%7eresearch/discus/dpaper2.html)

* Faiz düzleştirme kuralı gibi bir kurala bağlı Merkez Bankası etki tepki fonksiyonunun oluşturulabilmesi için, en temel olarak kanuni ve uygulamalı olarak araç ve amaç bağımsızlığının sağlanması gerekmektedir. Aynı zamanda faiz ve kur gibi değişkenlerin piyasa şartlarında belirlenmesi, yani piyasa katılımcılarının, oluşan risklere karşı beklentilerini tam olarak fiyatlara yansıtılmaları gerekmektedir.

Özel sektörün finansman kaynağı, menkul kıymetler piyasasının olmaması nedeni ile, banka kredileriydi. Bu durum finansal sistemin derinliğinin olmamasının ana nedenlerinden arasındadır. Derinliği, finansal araç çeşitliliği ve türev araçları olmayan bir finansal sistemin etkin çalışması bu dönem içinde mümkün görünmemekteydi. Bunların dışında zorunlu karşılık oranlarının yüksek olması ve Türk Lirası piyasasının çok sığ olması da sistemin derinliğini azaltan bir faktör olmaktadır. Son olarak, sistemin etkin çalışmasını olumsuz etkileyecek diğer bir durum da bankaların genellikle bazı grup şirketlerine ait olması ve bu şirketleri finanse etmeye yönelik olarak çalışmasıdır. Sonuç olarak, finansal sistemin derinliğinin olmaması, katılımcı sayısının yetersiz olması ve etkin olarak çalışmamasını destekleyen unsurların varlığı yanında, para politikası da kamudan kaynaklanan sorunlar nedeniyle etkin olarak yürütülememekteydi.

1970'lerin sonuna gelindiğinde ithal ikameci sanayi politikasına bağlı olarak meydana gelen döviz darboğazları, kurun aşırı değerli hale gelmesi, döviz talebinin karşılanamaması, enflasyonda yaşanan hızlı yükselişlerin yapılan devalüasyonların etkisini ortadan kaldırması ve ekonomik daralmanın yaşanması ile birlikte bazı tedbirler alınması kaçınılmaz olmuştur³⁶⁰. T.C. Merkez Bankası para politikasının da kamusal açıkları ve yaşanan enflasyonu finanse edici şekilde izlenmesi, durumu destekler nitelikte olmuştur. 1970'lerin sonunda çıkan petrol krize de döviz sıkıntısı ve sanayileşme açısından dışa bağımlı olan Türkiye ekonomisi için ödemeler dengesi krizinin yaşanmasına neden olmuştur. 1980'li yıllara gelindiğinde makro ekonomik koşulların sürdürülmesinin (yüksek enflasyon, ödemeler bilançosu açıkları, işsizlik ve eksik kapasite kullanımı) güçleşmesi sonucu 24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri olarak bilinen ekonomide dönüşüm sağlayamaya yönelik tedbirler alınmıştır. 24 Ocak Kararlarının en büyük iki özelliği, ekonomide liberal bir yapılanma açısından dönüm noktası olması ve politika araçlarının değişmesidir. 24 Ocak Kararları *para politikası ve para politikası araçlarının* ön plana çıktığı ve yoğun olarak kullanıldığı bir dönemin başlangıcı olmuştur³⁶¹.

4.2. 1980 – 1990 Arası Para Politikası ve Finansal Sistemin Değerlendirilmesi

Para politikasının ve serbest piyasa güçlerine güvenin ağırlıkta olduğu 24 Ocak 1980 kararlarında Monetarist görüş etkili olmuştur. Monetarist görüşün etkili olmasının altında yatan neden 1970'li yıllarda maliye ve gelirler politikası uygulamalarının istenilen başarıyı yakalayamamış olması, ekonomik ve yapısal sorunların hızlı bir şekilde artmasıdır. 1980'lerden itibaren dünyadaki eğilime paralel olarak para politikası ağırlığını arttırmakta, etkin bir para politikası izlenmesi için finans sektörünün derinliğinin arttırılmasına ve ekonominin serbest piyasa düzenine göre dönüştürülmesine önem verilmektedir. 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar tedbirleri dünyada ilk defa uygulanmakta olan politika ya da uygulamaları kapsamakta, paket Monetarist görüşü destekleyecek şekilde Ortodoks iktisat politikalarının temel özelliklerini içermektedir³⁶². 1980 İstikrar Tedbirleri sıkı para ve maliye politikasını, kamusal açıkların ve kamu harcamalarının azaltılmasını, kamu kurumlarının küçültülmesini, KİT'lerin özelleştirilmesini, özel girişimin teşvik edilmesini, ticaretin serbestleştirilmesini ve piyasa güçlerine dayalı bir ekonomik yapılanmayı öngörmektedir. İlk plandaki amaç, 1970'li yıllarda ekonomi ve para politikası üzerinde kısıtlayıcı ve etkinliği bozucu etkenleri ortadan kaldırmak, toplam talebi daraltıcı ve enflasyonu düşürücü etkiler yaratmaktır. Bu amaçla ilk planda ekonominin soğumasına ve belli bir dengeye geldikten sonra sistemin liberal yapılanma altında şekillenmesine öncelik verilmiştir. 1980 öncesi dönemde izlenen ithal ikameci sanayi politikasından petrol krizi ile birlikte tamamen sürdürülemez hale gelmesi nedeniyle vazgeçilmiştir. Yeni döneme uygun olarak liberal anlayış içinde ihracata dönük sanayileşme politikasına geçilmiş, ithalata

³⁶⁰ Şahin, s.173.

³⁶¹ Karluk, s. 218.

³⁶² Şahin, s.178.

serbestlik sağlanmış ve uluslararası sermayenin girişine yönelik teşvik tedbirleri alınmaya başlanmıştır³⁶³.

24 Ocak 1980 ekonomik istikrar tedbirleri ile birlikte finans sektörünün derinliğinin arttırılmasına yönelik eylemlerin dışında, sistemin serbest piyasa düzenine göre şekillendiği, sistemin etkinliğini ve sisteme katılımı destekleyecek şekilde yeni finansal araçların geliştirildiği görülmektedir. Serbest piyasa düzeninin ve etkinliğin sağlanmasına yönelik olarak mal ve faktör fiyatları dışında, döviz kuru ve en önemlisi faiz oranları serbest piyasa koşullarında belirlenmeye başlanmıştır³⁶⁴. Özellikle faizlerin likidite, piyasa, kur vb. riskleri kapsayacak şekilde piyasa katılımcıları tarafından belirlenmeye başlanması, faizlerin denge faiz oranına doğru hareket etmesini sağlayacak ve tasarruf – yatırım kararlarında etkinliğin sağlanmasına yardımcı olacaktır. Ayrıca finans kesiminin kamusal açıkları finansa etmeye yönelik değil, reel sektörü finanse etmeye yönelik uygulamaların *başlamakta* olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, dönem içinde halen finansal sistemin tekelci yapısı (bu sayede faizler ve diğer finansal değişkenler üzerinde manipülasyon yapmanın mümkün olması), sistemin tabana yayılmaması faizler ve piyasa katılımcıların kararlarında etkinliğin sağlanmasını mümkün kılmamış, serbest faiz politikası altında büyük bankaların reel faizleri düşürmeye istekli davranmamasını sağlamıştır. Bu nedenlerle dönem içinde faizler üzerinde T.C. Merkez Bankasının piyasa koşulları dışından denetimi ve kontrolü devam etmek zorunda kalmıştır. Temmuz 1983’de bankalar denetim altına alınmış, Aralık 1983’ten sonra mevduat ve taban faiz oranları ile ilgili olarak T.C. Merkez Bankası yetkili olmuştur³⁶⁵. Para ve Kredi Kurulu adında bir kurulun oluşturulması ve Başbakanlık Müsteşarlığına bağlı olarak çalışması para ve kredi politikaları konusunda T.C. Merkez Bankasının etki alanını daraltmıştır. *T.C. Merkez Bankası tarafından para politikasının yürütülmesi açısından bu durum, etkinliği bozan bir uygulama olmuştur.*

Liberalizasyon süreci ve finansal sistemin yapılanmasına yönelik bazı önemli gelişmeler daha olmuştur. 1986 yılında Bankalar arası para piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur³⁶⁶. 1982 yılında uygulamaya giren Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’da oluşturulmuştur. Ayrıca 1987 yılından itibaren, açık piyasa işlemleri para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmış ve Devlet İç Borçlanma Senetlerinin ikinci el piyasası oluşturulmuştur. Bu uygulamalar finansal piyasaların derinliğinin ve işlerliğinin arttırılması ve finans sektörünün fonksiyonlarını yerine getirebilmesi adına önemli adımlardır. Tablo 4.1’de finansal sistemin derinliğindeki değişim yıllar itibariyle görülmektedir. Para piyasasında da liberal bir yapılanma ve etkin bir döviz kuru sistemi oluşturulması için Türk Lirasına Konvertibilite getirilmiştir. Ekonomik birimlerin yabancı para birimi ile işlem yapmalarının önü açılmıştır. 1981 yılında yayımlanan tebliğ ile birlikte TCMB’ ye TL ile yabancı para birimleri arasında pariteyi belirleme yetkisi devredilmiştir. Bu durum TCMB’ nin döviz kurlarını ulusal ve uluslararası ekonomik değişkenlerde meydana gelen değişime göre belirleme yetkisine sahip olması anlamına gelmektedir. 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Paketi dahilinde kurların belirlenmesine yönelik daha liberal bir yapılanmaya gidilmiştir. Bu kapsamda bankalar, özel finans kuruluşları ve yetkili müesseseler döviz kurunu serbestçe belirleyebileceklerdir. Serbestlik sağlanmasıyla birlikte döviz piyasadaki en büyük alıcı ve satıcı olan TCMB kurlar üzerinde asıl belirleyici faktör olmaya devam etmiştir. TCMB gerekli gördüğü hallerde kurların belli bir bant içinde hareket etmesine yönelik olarak müdahalelerde bulunmuştur. Çalışma açısından istikrara yönelik bu müdahaleler önemlidir. Tüm bu gelişmeler ileriki yıllarda TCMB’ nin finansal istikrarı gözetecek şekilde para politikası yürütmesinin *alt yapısını oluşturmaktadır.*

³⁶³ Karluk, s. 218.

³⁶⁴ Şahin, s.180.

³⁶⁵ Karluk, s. 387.

³⁶⁶ Günal, s. 126.

Tablo 4.1: Toplam Mali Varlıklar 1980 – 1990 (Emisyon+Toplam Mevduat+Toplam Menkul Kıymetler / GSMH)*

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
15.6	18.3	23.1	23.4	24.0	28.2	27.6	30.4	27.7	29.4	28.7

*Binay ve Kunter, s.25'ten derlenmiştir.

07.07.1984 Tarihli ve 30 sayılı karar ve bu kararın alanını genişleten 11.08.1989 Tarihli ve 32 sayılı karar döviz kuru rejimini daha liberal hale getirmiş, yabancı para birimine bağlı tasarruf imkanın sağlanması ile yabancı para birimine bağlı finansal araçların (Menkul Kıymetler ve Döviz Tevdiat Hesapları) alım satımına imkan sağlamıştır. 32 sayılı karar ile bankaların yurtdışından kredi bulma imkanının önü de açılmıştır³⁶⁷. 1988 yılında döviz ve efektif piyasaları, 1989 yılında ise döviz karşılığı altın piyasası kurulmuş, konvertilibiteye, sermaye transferine yönelik önemli değişiklikler yapılmıştır^δ. Bu gelişmeler uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, finansal sistemin derinliğine ve finansal piyasaların gelişimine yardımcı olmuş, ancak *risklerin arttığı dönemlerde finansal piyasalardaki oynaklıkların boyutunun artmasına da neden olmuştur*. Finansal piyasalar ve uluslararası yabancı sermaye açısından serbestleştirilmenin erken ve aşırı şekilde gerçekleştirilmesi, finansal varlık fiyatlarında aşırı dalgalanmalara neden olmuştur³⁶⁸.

Bankacılık sektörünün gelişmesi ve yurt içi tasarruf düzeyinin artırılmasına yönelik olarak 1981 yılında yürürlüğe giren 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve 1985 yılında bu Kararnamenin 3182 sayılı Kanun haline gelmesi önemlidir. Temelde bu Kanun bankacılık kesimine girişi kolaylaştırırken, Mevduat Sertifikası uygulaması ile de sistem içinde olmayan (yastık altı) kaynakları sisteme çekmeyi amaçlamıştır³⁶⁹. 1980 öncesi Kamunun güdümünde ve kamusal ağırlığın yüksek olduğu bankacılık kesiminde yaşanan gelişmelerden sonra özel sektörün ağırlığı artmaya başlamış, yabancı bankaların ve ticari bankaların sayısında hızlı artışlar olmuştur. 1980-1990 döneminde 8'i yabancı olmak üzere 19 ticari banka kurulmuştur. Ayrıca 4'ü yabancı sermayeli olarak 8 kalkınma ve yatırım bankası kurulmuş ve Türk bankaları yurtdışında şube açmış, banka kurmuş veya iştiraklerde bulunmuştur³⁷⁰. Bu gelişmeler, bankacılık kesiminde belli bir oranda rekabetin oluşmasına, sistemin derinliğinin ve etkinliğinin artırılmasına katkı sağlamıştır.

Tedbirlerin yürürlüğe koyulması ile birlikte 1980'lerin başında reel para stoğu azalmış ve tüketim harcamalarında istenilen düşüş sağlanmıştır. Ancak kamusal açıkların finansmanına yönelik olarak önceleri T.C. Merkez Bankası tarafından faizlerin baskı altında tutulması ve reel para stoğunda meydana gelen düşüşler, serbest bırakılan faizlerin hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Fiyatların artış hızının düşürülebilmesi ve bu yönde beklentilerin oluşması, portföy kararlarını faiz getiren varlıklar yönünde kullanan ekonomik birimlerin tüketim harcamalarını arttırmalarına neden olmuştur³⁷¹. Bu duruma ek olarak kamu kesimi ve KİT'lerin açıklarının kapatılamaması ve kamu borçlanma gereğinin düşürülebilmesine bağlı olarak iç borçlanma miktarında yaşanan artış ve parasal finansman kaynaklarının kullanılması enflasyonu yeniden beslemiş, istikrarsız ekonomik ve finansal yapı devam etmiştir.

³⁶⁷ Karluk, s. 511.

^δ 1995 yılında ise İstanbul Altın Borsası ve TCMB dahilinde Vadeli İşleme Piyasası oluşturulmuştur. Vadeli İşlemler piyasasının en önemli katkısı, dönem içinde kurların daha sağlıklı öngörülmesini sağlaması ve kurların istikrarlı hareket etmesine yardımcı olmasıdır.

³⁶⁸ Şahin, s.202.

³⁶⁹ Çolak, s.191.

³⁷⁰ Günal, s.161.

³⁷¹ Parasız, "Para Politikası Türkiye Uygulaması", s. 374.

1980'li yıllardaki para politikasına ayrıntılı olarak bakıldığında dönemi 1986 öncesi ve sonrası olarak düşünmek, analiz açısından gerekli görünmektedir. Bu ayrımın gerekçesi 1986 yılından sonra kamu ve özel sektörün portföy yapısına yönelik para politikası yerine toplam rezervlerin kontrolüne dayalı para ve kredi politikası izlenmesidir³⁷². Bu nedenle bu noktada 1980'li yıllardaki para politikası 1986 yılı öncesi ve sonrası şeklinde incelenmeye çalışılacaktır.

4.2.1. 1980 – 1986 Arası Para Politikasında Yaşanan Gelişmeler

24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri ile birlikte liberal bir yapılanmaya giden Türkiye ekonomisinde daha öncede değinildiği gibi dönem başında faiz oranları serbest bırakılmış ve reel faizlerde artış meydana gelmiştir. Aynı şekilde kurlarında yeni faiz politikasını destekleyecek şekilde, ekonomideki gelişmelere uygun olarak belirlenmesinin para talebini arttıracığı ve fiyat istikrarına bu durumun önemli katkısı olacağı beklenmekteydi. Bu açıdan *para politikasının fiyat istikrarına yönelik olarak kullanılmaya başlandığını söylemek mümkün görünmektedir*. Beklendiği gibi 1980'lerin başında, 1970'li yıllarda faizlerin baskı altında tutulması ve reel faizlerin çok düşük seviyede olması nedeni ile finansal sistem dışında çıkan kaynaklar, sisteme yeniden girmeye başlamış ve para talebindeki artış ile birlikte paranın dolaşım hızında da düşüşler meydana gelmiştir. Fiyat istikrarı ve finansal sistem açısından olumlu olan bu gelişmeler ile birlikte daha önce de belirtildiği gibi faizlerin piyasa tarafından değil T.C. Merkez Bankası tarafından belirlenmesi uygulamasına geçilmesi ve *üç ayda* bir gelişmelere bağlı olarak yeniden belirlenmesi, reel faizlerin istenilen seviyelerde olmasına yeterli olmamıştır. Enflasyonda yeniden yaşanan artışlar ile birlikte faizlerin *aylık* olarak T.C. Merkez Bankası tarafından belirlenmesi uygulamasına geçilmiştir³⁷³. Yapısal sorunlarla birlikte enflasyonda kalıcı düşüşün yakalanamaması nedeniyle para talebindeki artış, finansal sisteme fon girişi ve fiyat istikrarı açısından dönem başında yakalanan başarının etkisi sınırlı olmuştur. Ancak T.C. Merkez Bankası para politikasının kısmi de olsa etkinliğinin artmaya başlaması ve doğrudan amaçlanmasa bile fiyat ve finansal sisteme yönelik uygulamaların başlamış olması, bu dönem için önemli gelişmelerdir.

Ekonomik yapılanmanın daha liberal bir hale getirilmesi ile birlikte para politikası ve dolayısıyla T.C. Merkez Bankasının etkinliğinin sağlanmasına yönelik olarak bu dönemde yapılan bir düzenleme de zorunlu karşılık oranlarının yeniden belirlenmesidir. 1970'li yıllarda zorunlu karşılık oranları kısmi olarak para arzı ve kredilerin kontrolünde kullanılabilmiş ancak bu dönemde yine enflasyon ve kamusal finansman problemleri aracın etkin kullanımını zorlaştırmıştır. 1980 – 1986 arası dönem uygulamasına bakıldığında ise, zorunlu karşılık oranlarının yüksek düzeylerde seyrediyor olması bankaların yükümlülüklerini yerini getirmesini zorlaştırmış ve dolayısıyla gerçekte zorunlu karşılıkların olması gerekenden düşük olmasına neden olmuştur. Zorunlu karşılıkların T.C. Merkez Bankası neznindeki hesaplara yatırılma süresi 6 haftayı kapsamaması da aracın etkinliğini azaltmıştır³⁷⁴. İlgili bu iki durum para politikasının parasal tabanı ve parasal büyüklükleri etkilemesini zorlaştırmıştır. Alınan kararın gecikmeli olarak parasal büyüklükler üzerinde etkisinin meydana gelmesi istenilen etkinin gerçekleştirilmesini zorlaştırmıştır. Dönemin sonu itibarıyla zorunlu karşılık aracının ve dolayısıyla para politikasının etkinliğini attıracak bir takım düzenlemelere gidilmiştir. Bu bağlamda zorunlu karşılıkların yatırılma süresi kısaltılmış, karşılık oranları ve zorunlu karşılıklarının yatırılmasında yaşanan gecikme durumunda alınan faizler de arttırılmıştır.

Reel faizlerin arttırılması, finans piyasaları dışına çıkan kaynakların tekrar sisteme dahil edilmesi, TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybı ile birlikte para

³⁷² Mehtap Kesriyeli, "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", TCMB Araştırma Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Ankara, Mart 1997. s.8.

³⁷³ A.g.e., s.5.

³⁷⁴ A.g.e., s.6.

talebindeki artış sonucu para hacminin kontrol altına alınması, 1983 yılından itibaren tersine dönmüştür. Bankacılık kesiminde yaşanan sıkıntılar (bankerlerin batması) sonucu likiditenin arttırılması ve kamusal finansman ihtiyacında yeniden artış ile birlikte para politikasının gevşetilmesi, parasal tabanın ve dolayısıyla para hacminin artmasına neden olmuştur³⁷⁵. Bankacılık kesiminde yaşanan likidite sıkışıklığını ortadan kaldırmaya ve sistemi işler hale getirmeye yönelik T.C. Merkez Bankasının uyguladığı politika da enflasyonist etki meydana getirmiştir. Liberal yapılanmaya bağlı olarak dış ekonomik işlemler hacmindeki artış, T.C. Merkez Bankası dış varlıklarında ve dolayısıyla parasal tabanda artışa neden olmuştur. 1983 yılında bankaların faiz yarışı içinde enflasyonun %30 olduğu bir ortamda %80'ler civarında faiz vermesi ise T.C. Merkez Bankası tarafından sisteme yönelik risklerin arttığına dair bir sinyal olarak algılanmış ve çeşitli önlemler alınmıştır. Bankalar, ortak faiz uygulama konusunda TCMB tarafından zorlanmış ve uyum sağlamayan bankalar için yaptırımlar öngörülmüştür. Ayrıca bankerler olayı ile birlikte sisteme olan güven kaybı sonucu, likiditede yaşanan azalmaya yönelik olarak finansal sisteme önemli miktarda likidite verilmiştir. *T.C. Merkez Bankasının ilk defa bu şekilde net bir duruş sergilediği ve oluşan risklere karşı harekete geçtiği görülmektedir*³⁷⁶.

1980 – 1986 dönemi para politikası genel olarak değerlendirildiğinde finansal istikrara yönelik doğrudan uygulamalar görmek pek mümkün değildir. Gerekçe olarak ise TCMB' nin araç -amaç bağımsızlığının sağlanamaması ve kamu kesiminden kaynaklanan sorunların dışında, özellikle finansal sistemin yeni oluşmakta olması, derinliğinin ve bu kapsamda katılım düzeyinin düşük olması, etkinliğe dönük olarak serbestleşme eğilimlerinin uygulama aşamasında olması sayılabilir.

4.2.2. 1986 – 1990 Dönemi Para Politikasında Yaşanan Gelişmeler

Dönemin en önemli özelliği, uzunca bir süredir T.C. Merkez Bankasının para politikasında etkinliği sağlayamamasına neden olan kamu açık finansmanının doğrudan T.C. Merkez Bankası kaynakları ile karşılanmasını önlemeye yönelik uygulamadır. Bu dönemde Hazine'nin doğrudan piyasaya yönelik olarak bono ve tahvil satışı uygulamasına başlanmıştır. Para politikası uygulamasının, *kamusal açık finansmanı dışına çıkartılmaya* başlanması, etkinlik adına önemli bir adımdır. Banka rezervlerinin izlenmeye başlanması, açık piyasa işlemleri ile kontrol altında tutulması ve likidite açığı olan bankaların bu açığı likidite fazlası olan bankalardan karşılamasına yönelik olarak interbank (bankalara arası) para piyasası uygulaması Nisan 1986'da yani yine bu dönemde başlamıştır*. Bankalar arası para piyasasının oluşması ve işler hale gelmesi ile TCMB bankaların rezervlerini kontrol etmeye başlamıştır. Ayrıca bankalar arası para piyasası, para arzının kontrolüne yönelik politikalara ve banka likit rezervlerini kontrol etmede yeni araçlar oluşturulmasına yardımcı olmuştur³⁷⁷.

Bankalar arası para piyasasının (interbank piyasasının) oluşturulması ve faaliyete geçmesi ile birlikte bu piyasa, finans sistemi içinde ağırlık kazanmış ve T.C. Merkez Bankasının para politikası uygulamasında önemli görev üstlenmiştir. Bankalar arası para piyasasının hacmindeki artış ile birlikte, T.C. Merkez Bankasının bu kanaldan para piyasasını

³⁷⁵ A.g.e., s.7.

³⁷⁶ Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, "Türkiye'de Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997", İşletme Finans Dergisi, Ocak 1999, s. 34.

* Bankalar arası para piyasası nakit açığı bankaların nakit fazlası olan bankalardan bu açığı serbest piyasa koşullarında belirlenen faiz oranında ve Merkez Bankası aracılığıyla karşılanmasına imkan tanıyan bir piyasadır. Bu piyasa bankaların yerli ve yabancı paraya bağlı likidite ihtiyaçlarının hızlı ve etkin bir şekilde karşılanmasına imkan sağlamaktadır. Merkez Bankaları bu piyasa kanalı ile piyasada likiditeye bağlı düzenlemeleri gecikmesiz, etkin ve istenilen düzeyde yapabilmektedirler. Bu kapsamda Merkez Bankaları, portföylerinde bulundukları kağıtlar ile repo ve ters repoya bağlı açık piyasa işlemleri yapmaktalar, böylece likiditeyi ve parasal büyüklükleri kontrol edebilmektedirler.

³⁷⁷ Kesriyeli, s.11.

faiz ve hacim açısından izlemesi ve yönetmesi mümkün olmuştur. T.C. Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerini kullanmaya başlaması ve bankalar arası para piyasasının işler hale gelmesi, T.C. Merkez Bankasının para arzı üzerinde gücünü arttırmıştır. Ayrıca Liberalizasyon süreci ile birlikte döviz işlemleri ve döviz kuru üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ile birlikte DTH'nin (döviz tevdiat hesabı) kullanılmaya başlanması ve para piyasasında önemli bir hacme ulaşması ile birlikte M2Y (M2+döviz tevdiat hesapları) para tanımı önemli olmaya başlamıştır. İlk defa yabancı paraya bağlı işlemlerin kontrol altına alınmasına yönelik para politikası uygulamaları da bu dönemde görülmektedir. Bu kapsamda, DTH 'larına karşılık ayrılması, bankaların taşıdıkları döviz pozisyonlarına yönelik likidite düzenlemeleri, bankaların dövizde açık ve fazla pozisyonda kalmasına bağlı olarak ortaya çıkan döviz kuru riskinin izlenmesi ve kontrolüne yönelik düzenlemeler sayılabilir. Ayrıca bu dönemde SPK' nın kurulması ile kısa vadeli finansal araçlar çeşitlenmiş, İMKB'nin kurulması ise finansal araçların ikincil piyasası işlemlerinin gerçekleşmesine imkan vermiştir. Bu gelişmeler T.C. Merkez Bankasının para politikasının etkinliğini arttıran açık piyasa işlemlerinin yoğun şekilde kullanılmasını ve merkez bankacılığı fonksiyonlarının yerine getirmesinde önemli adımlardır³⁷⁸.

T.C. Merkez Bankasının gerçek anlamda merkez bankacılığı yapmasına zemin hazırlayan ve asli işlevlerini kazanmaya başladığı bu gelişmelere ek olarak, Ağustos 1988'de Döviz Efektif Piyasası ve Nisan 1989'da Altın Piyasası oluşturulmuştur. 1986 yılından itibaren bankaların tek düzen hesap planına göre faaliyetlerini muhasebeleştirme uygulamaları ise sistemin denetimini ve analiz edilmesini kolaylaştırmıştır. Liberalizasyon süreci ile birlikte bankaların uluslararası piyasalardaki faaliyetlerinin artması ve finansal sistemdeki gelişmelerle birlikte bankacılık kesiminde yaşanan büyüme, bankaların bağımsız denetimden geçmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu kapsamda 1987 yılından itibaren bankaların bağımsız denetimden geçmesi zorunlu kılınmıştır³⁷⁹. Denetim T.C. Merkez Bankası ve Hazine kurumlarının istediği kapsamda ve bu kurumlar tarafından seçilen bağımsız denetim firması tarafından yapılmaktadır. Denetim sistemin daha etkin olarak işlemesi için ise 1986 yılında "Bankaları Gözetim Müdürlüğü" kurulmuştur³⁸⁰. Denetim sürecinde, T.C. Merkez Bankası bağımsız denetim firmasından gelen raporlar ile birlikte ilgili bankayı kendi bilgi seti ile değerlendirmekte, gerektiği durumlarda bu banka ile diyaloga geçmekte ve böylece sistemi riske sokacak unsurlar büyümeden önlem alınmaya çalışılmaktadır. Bu uygulama İkinci Bölümde teorik olarak üzerinde durulan etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun işlerlik kazanması adına önemli bir uygulamadır. T.C. Merkez Bankasının tam olarak özerkliğinin sağlanmaması, dönemin koşullarının tam olarak merkez bankacılığı ve etkin denetim – gözetim için uygun olmamasına rağmen bu tür bir gelişimin yaşanması, ileriye dönük olarak önemli bir adımdır.

Liberalizasyon süreci ile birlikte finansal piyasalarda meydana gelen gelişim ve değişimler T.C. Merkez Bankasının izlediği para politikasında da değişimlere neden olmuştur. Süreç yasal ve yoğun olarak değil ancak uygulamalı olarak T.C. Merkez Bankasının sisteme yönelik uygulamalara girişmesini ve finansal sistemin yönetimine yönelik politikaları beraberinde getirmiştir. 4 Şubat 1988 kararları içinde dövize yönelik aşırı talebi kesmeye, yani döviz piyasasındaki dengesizliği ortadan kaldırmaya yönelik olarak TL mevduat faizleri, munzam karşılıkları ve disonibilite oranları arttırılmıştır. Bu sayede TL cinsinden finansal araçların getirileri attırılabilir ve dövize yönelik olarak ortaya çıkan aşırı talep azaltılarak istikrarsızlık ortadan kaldırılabilir^{*}. Uygulama bu dönem içinde para

³⁷⁸ A.g.e., s.12.

³⁷⁹ Binay ve Kunter, s. 39.

³⁸⁰ A.g.e., s. 39.

* 1980 sonrası finansal piyasalarda yaşanan liberalleşme eğilimleri ve sıcak paraya yönelik engellerin ortadan kalkması ile birlikte yaşanan en büyük sorun, sıcak paranın finansal piyasalarda meydana gelen değişimlere çok hızlı ve ani tepki vermesidir. 1980 sonrası ekonomide yaşananlar bir bütün olarak düşünüldüğünde, hem finansal hem de reel açıdan aşırı dalgalı bir dönem olduğu görülür. Sıcak para hareketlerinde meydana gelen ani

politikasının finansal sistemin istikrarına yönelik olarak kullanıldığına yönelik önemli bir örnektir. Diğer bir örnek ise para ve döviz piyasaları arasındaki ilişkilerin T.C. Merkez Bankası tarafından anlaşılmasına yönelik adımların atılması ve ilişkinin para politikası araçlarıyla kontrol altına alınmaya başlanmasıdır³⁸¹. Ancak döviz ve sermaye piyasalarında yaşanan liberalleşme ile birlikte para politikası uygulama sürecinin karmaşık ve güç bir hal almaya başladığı da göz önünden kaçırılmamalıdır³⁸². Bu dönemden itibaren faiz, kur ve bu değişkenlerdeki oynaklıklar, T.C. Merkez Bankası açısından önemli faktörler haline gelmeye başlamıştır. Ayrıca faiz ve kur politikalarındaki değişimler, finansal liberalleşme ile birlikte, sistemin istikrarını önemli ölçüde etkilemeye başlamıştır.

1986 – 1990 dönemi değerlendirildiğinde finansal piyasalar ve para politikasında yaşanan önemli gelişmelerle birlikte özellikle parasal istikrarın sağlandığını söylemek mümkündür³⁸³. Bu dönemde fiyatlar, kurlar ve faizler aşırı dalgalanmalar göstermemiştir. T.C. Merkez Bankasının finansal piyasalarda yaşanan gelişmeleri göz önünde bulundurduğunu ve bu gelişmelere uygun politikalar geliştirdiğini görmek de mümkün olmuştur. T.C. Merkez Bankası para politikası finansal sistemi gözetmeye ve bu piyasalarda meydana gelen dalgalanmalara karşı duyarlı hale gelmeye *başlamıştır*. Bu yıllar T.C. Merkez Bankasının ileriki dönemlerde finansal istikrara yönelik uygulamaları ve gerçek *merkez bankacılığı* için önemli *sinyaller* vermektedir. Dönem, finansal istikrarı gözetken ve bu yönlü etkin politikalar üreten, meydana gelen kırılmalıkları ortadan kaldırmaya yönelik para politikası üreten Merkez Bankası kavramı açısından sadece bir *başlangıç* olmuştur. Yapısal sorunların çözülememesi, kamusal açıkların devam etmesi ve finansmanı sorunu ile birlikte, finansal piyasalarda yaşanan hızlı ve yüksek düzeydeki liberalleşme, T.C. Merkez Bankası ve para politikası için önemli kısıtlardır. Tablo 4.2’de KKBG’deki artış gösterilmiştir.

Tablo 4.2: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (1980 – 1989)*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
KKBG (Bin TL)	465	319	374	689	1.194	1.267	1.869	4.563	6.235	12.283

TCMB internet veri tabanından alınmıştır.

4.3. 1990 – 2000 Arası Para Politikası ve Finansal Sistemin Değerlendirilmesi

1990’lı yıllara gelindiğinde para politikası açısından bazı zorluklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Dönemin hemen başında yaşanan körfez krizi, siyasi istikrarın sağlanamaması ekonomik açıdan sıkıntıların yeniden yaşanmasında etkili olmuştur. Seçim nedeniyle para politikasının gevşemesi, bu doğrultuda kamu kesimi borçlanma gereğindeki hızlı artış, körfez krizi nedeniyle de bankacılık kesiminden büyük miktarda kaynak çıkışı yaşanmıştır³⁸⁴. Dönem TCMB için finansal piyasalarda oynaklıkların yüksek olduğu bir dönemin başlangıcı olmuştur. 1980’li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı ve büyük çaplı liberalleşme hareketi, yüksek düzeyde oynaklıkların oluşmasına neden olmuştur. Konvertibl olan TL ve büyük oranda serbest bırakılmış faiz oranları altında sıcak para hareketleri 1990’lara gelindiğinde derinliği olmayan döviz, para ve sermaye piyasalarında yüksek düzeyde oynaklıklar meydana getirmiştir³⁸⁵. Faiz, kur ve hisse senetleri fiyatlarında yaşanan oynaklıklar kurumsal ve yasal olarak yeni yapılanan finansal sistemin etkinliğini ve derinliğini

değişimler ve bu değişimler sonucu finansal değişkenlerdeki yüksek oynaklıklar TCMB için önemli bir sorun olmuştur. TCMB’ nin tam bir merkez bankacılığı yapamaması, kanuni olarak hükümete bağlı olarak çalışması ve en önemlisi kamusal açık finansmanı problemi, TCMB’ nin oynaklıkları giderecek uzun vadeli politikalar oluşturması ve yürütmesini mümkün kılamamıştır.

³⁸¹ Kesriyeli, s.12.

³⁸² Binay ve Kunter, s. 40.

³⁸³ Kesriyeli, s.15.

³⁸⁴ Karluk, s.389.

³⁸⁵ Şahin, s.202.

olumsuz etkilemiştir*. Döviz yükümlülükleri içinde yerleşiklerin payında hızlı artışlar yaşanmasının, kaynakların döviz cinsinden borçlanması anlamına gelmesi T.C. Merkez Bankası açısından önemli bir sorun oluşturmuştur³⁸⁶. Oynaklıkların yaşanmasında körfez krizi, siyasi istikrarsızlık, yapısal sorunların devam etmesi ve *kamu finansman açığının kapatılmaması* ve bu durumun *parasal büyüme üzerinde yarattığı baskı* gösterilebilir. Kamu açık finansmanının para politikası etkinliğini bozmasının en büyük nedeni, parasal büyüklüklerin denetlemesini zorlaştırmasıdır³⁸⁷.

Dönem içinde makro ekonomik politika araçlarının kullanımı ve bu araçlar ile ekonominin yönetimi zorlaşmaya başlamıştır. Finansal piyasaların liberalizasyonu ile birlikte kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak meydana gelen oynaklıklar, T.C. Merkez Bankasının para politikası uygulamalarının kapsamlı parasal program şeklinde değil, TL ve döviz piyasalarında yaşanan oynaklıkları ortadan kaldırmaya ve parasal büyümeyi kontrol altında tutmaya yönelik olarak kullanılmasına neden olmuştur. Finansal değişkenlerde yaşanan oynaklıklar ile birlikte dönemin özelliklerinden kaynaklanan risklerdeki artışa bağlı olarak mevduatlarda yaşanan hızlı düşüşler de T.C. Merkez Bankasının bankalara ve kamuya büyük oranda likidite aktarmasına neden olmuştur³⁸⁸. T.C. Merkez Bankasının finansal piyasalardaki oynaklıkları azaltmaya yönelik eylemleri ve bankalara likidite desteği sağlaması, bu dönemde Bankanın finansal sistemin istikrarına verdiği önemi ortaya koymaktadır.

1980'li yıllarda yaşanan Liberalizasyon hareketi ile birlikte para ve sermaye piyasalarında kurumsallaşma adına önemli adımlar atılmasından sonra, güçlenmeye ve büyümeye başlayan bankacılık kesimi, 1990 yılından itibaren farklı bir yapıya kavuşmuştur. Bankacılık sektörüne yönelik denetim ve gözetimin zayıf kaldığı 1990'lı yıllarda banka kurmanın kolaylaştırılmış olması banka sayısının artmasına neden olmuştur. Bu sayı Kasım 2000 krizi öncesi 80'e yaklaşmıştır. Kurulan bu bankaların özellikleri ise sermayelerinin yetersiz, küçük ölçekli olmaları ve daha çok ait olduğu grup faaliyetlerini finanse etmeye yönelik çalışmalarıydı³⁸⁹. Bankacılık kesiminin bu tablosu altında, TCMB' nin para politikası üzerindeki hakimiyet alanının ciddi anlamda arttırılmaya başlandığı 1990 Para Programı ile birlikte kamuya açılan krediler sınırlandırılmış, kamunun harcamaları kısılarak açıkları küçültülmek istenmiştir³⁹⁰. Ancak kamusal açıkların küçültülmeye ve finansmanının TCMB kaynakları dışına çıkarılmaya çalışılmasına rağmen, KİT ve İDT kanalıyla özel kesimden borçlanılmaya başlanması, hem faizlerin hızla yükselmesine hem de bankacılığın şeklinin değişmesine neden olmuştur.

Bankalar 1990'lı yıllarda kamuya yüksek miktarda borç vererek, yüksek reel faizli kamu bono ve tahvilleri satın almaya ve "kolay para" kazanmaya yönelmişlerdir³⁹¹. Ancak faiz-kur makasının açılması, kısa vadeli sermaye girişlerinde hızlı yükselişler ve kur riskindeki artış sonucu bankaların açık pozisyonlarının hızlı bir şekilde büyümesi bankacılık kesiminde risklerin artmasına neden olmuştur. Tablo 4.3'de 1994-2000 döneminde bankacılık kesiminin açık pozisyonları verilmiştir. Tablo'da özellikle 1996 yılından sonra açık pozisyonlardaki hızlı

* Dönemin özelliklerinden birisi de "döviz büfesi" olgusudur. 1980'li yıllarda ve sonrasında TL'ye olan güven kaybı nedeniyle yabancı paranın TL'yi ikame etmeye başlaması, döviz kuru üzerindeki hareketleri güçlendirmiştir. Özellikle ekonomik durumun ve krizlerin olduğu dönemlerde kurlardaki dalgalanmalar daha yüksek düzeylere ulaşmıştır. Döviz Büfeleri aracılığıyla en küçük ekonomik birimlerin bile bu harekete katılabilmesi oynaklığı arttırmıştır. Ayrıca IMKB' nin derinliğinin düşük olması sıcak paranın daha çok döviz ve dövize bağlı varlıklara yönelmesini ve dolayısıyla kurlardaki dalgalanmalarının daha güçlü olmasına neden olmuştur.

³⁸⁶ Karluk, s.339.

³⁸⁷ A.g.e., s.348.

³⁸⁸ Kesriyeli, s.23.

³⁸⁹ Yay, s. 1249.

³⁹⁰ Çolak, s.139.

³⁹¹ Günal, s.162.

artış görülmektedir. Bu duruma bankacılık kesiminin portföylerinde yoğun bir şekilde kamu kağıtlarına yer vermeleri neden olmuştur. 1990 Para Programı ile birlikte kamuya açılan kredilerin sınırlandırılması sadece 1990 yılı için geçerli olmuş, 5 Nisan 1994 yılına kadar açılan krediler tekrardan artış göstermiş ve 1990 yılında iç varlıklar içindeki payı %15 iken 1994 yılına doğru bu oran %68'lere çıkmıştır³⁹². 2000'li yılların başında finansal sistemin kırılganlığını arttıran en önemli faktörün başında bu durum gelmektedir.

Finansal piyasalarda oynaklıkların ortadan kaldırılamaması ve ekonomik yapının istikrara kavuşturulamaması, 1990'lı yılların başında Türkiye ekonomisinde kriz ortamının devam etmesine neden olmuştur³⁹³. Kamusal açık finansmanın sağlanamaması, kamusal açıkların kontrol altına alınamaması ve yüksek reel faizler nedeniyle kamu tarafından T.C. Merkez Bankası kaynaklarının yoğun olarak kullanılmaya başlanması, piyasadaki likidite fazlası nedeniyle özellikle faizler ve kurlardaki oynaklıkların daha da artmasına ve 5 Nisan 1994 öncesi finansal sistemin risk altına girmesine neden olmuştur. Dönemin diğer sorunları ile birlikte kamu açığı ve açık finansmanın T.C. Merkez Bankası kaynakları ve para arzı üzerinde yarattığı baskı nedeniyle 1994 öncesi, Bankanın finansal istikrarı gözetecek şekilde finansal değişkenlerdeki oynaklıkları ortadan kaldırmaya yönelik uygulamaları net sonuçlar verememiştir. Bu duruma kamusal açık finansmanın T.C. Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmasının bankacılık kesimine aktarılacak kaynakları dışlamasının çok önemli payı bulunmaktadır³⁹⁴.

Tablo 4.3: Bankacılık Kesimi Açık Pozisyonları* (Milyon \$)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Net Pozisyon	- 1.215	- 4.946	- 4.920	- 9.690	- 11.722	- 13.219	- 17.301

Günel, s. 163'ten derlenmiştir.

1994 yılı öncesi dönem, para politikasının finansal sistemdeki riskleri ortadan kaldıramamasına neden olarak TCMB' nin kamuya açtığı kredilerin azaltılamaması, Merkez Bankası Parasının Banka bilançosu içindeki payının düşük kalması ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin Banka bilançosu içinde yüksek olması gösterilebilir. Kamuya açılan kredilerin yüksek ve bu doğrultuda Merkez Bankası Parasının bilanço içindeki payının azalması, Merkez Bankasının para politikası üzerindeki etkinliğini azaltıcı etkide bulunmuştur³⁹⁵. Aynı şekilde yabancı para cinsinden yükümlülüklerdeki artış da Bilançonun Merkez Bankası kontrolü dışına çıkması, para politikasının gücünü kaybetmesi anlamına gelmektedir. 1994 İstikrar Tedbirleri açıklanmadan önce kamuya açılan nakit kredilerin iç varlıklar içindeki payı %68'e çıkmış, Merkez Bankası Parasının toplam bilanço içindeki payı %31'e düşmüş, yabancı para yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı %68'e yükselmiştir³⁹⁶. Bu koşullar altında TCMB' nin finansal piyasalardaki oynaklıkları ve riskleri azaltmasını beklemek mümkün görünmemektedir.

5 Nisan 1994 Tarihine gelindiğinde krize girme eğiliminde olan Türkiye ekonomisinde istikrar paketi açıklanmak durumunda kalmıştır. Paketin amacı finansal istikrarın sağlanması için finansal piyasalardan kaynaklanan dalgalanmaların önlenmesi, TL'ye olan güven kaybının azaltılması, dövize olana yüksek talebin önüne geçilmesi ve

³⁹² Çolak, s. 139.

³⁹³ Şahin, s.203.

³⁹⁴ Karluk, s.348.

³⁹⁵ Çolak, s.140.

³⁹⁶ A.g.e., s.140.

böylece döviz rezervlerindeki düşüşün azaltılması, yüksek kamu açığına ve bu açığın finansmanına kalıcı çözümler bulmasıdır*.

T.C. Merkez Bankası bu doğrultuda sıkı para politikası izleyerek TL faizlerini yüksek tutmuştur. Amaç dövize olan talebi azaltarak kaynakların TL'ye bağlı varlıklara kaymasını sağlamaktır. Bu şekilde kaynaklar finansal piyasalara girecek ve döviz kurlarındaki hızlı yükselişlerin önüne geçilebilecekti³⁹⁷. Parasal büyüklükleri kontrol altında tutmaya yönelik olarak para politikasının yeniden düzenlenmesi ile birlikte, sıkı para politikası kapsamında döviz, para ve sermaye piyasalarındaki fazla likiditeyi azaltarak bu piyasaların sağlıklı işlemesine yönelik olarak bono satışları da yapılmıştır. Nisan 1994 yılında 1211 nolu TCMB kanununda Hazine'ye aktarılacak kısa vadeli avanslar yeniden düzenlenmiştir. İlgili avansların üst limitinin yıllar içinde düşürülmesi hedeflenmiştir³⁹⁸. Hazinenin Merkez Bankasından aldığı avansların düşürülmesini destekler nitelikte alınan diğer iki karar da kullanılacak avansların belli bir kurala bağlanması, Hazine ve Merkez Bankasının karşılıklı alacak ve borçlarının mahsuplaşma ile çözümü şeklindedir. Ancak mali disiplinin sağlanamaması ile birlikte pratikte bu uygulamalar etkili bir şekilde uygulanamamıştır.

1995 yılından itibaren Hazinenin Merkez Bankasından aldığı avansların azaltılması, para politikasının fiyat ve finansal istikrara yönelik olarak etkin bir şekilde kullanılmasına imkan sağlamış, bunun için bankaların hazine bonusu satın almaları da özendirilmiş, bu doğrultuda hazine bonolarından alınan fonlar kaldırılmıştır³⁹⁹. Ayrıca bankalardaki mevduatların tamamının (döviz tevdiat hesapları dahil) mevduat sigortası kapsamına alınması 1994 Krizinin aşılması, sisteme yönelik güven sağlanması ve istikrar açısından yararlı olmuştur. Ancak aynı uygulama 1999 yılında finansal krizin oluşumunda önemli bir faktör olmuştur^{400,δ}. Sistemin kırılganlığının azaltılmasında mevduatlara tam güvence verilmesi, panik döneminin aşılması için yararlı olmuş olsa da ilerleyen dönemlerde kırılganlığın kaynaklarından biri olmuştur. *Bu dönem için en önemli gelişme, T.C. Merkez Bankasının bağımsızlığının (amaç ve araç bağımsızlığı) sağlanması gerekliliğinin ortaya çıkmasıdır.*

5 Nisan 1994'ten istikrar tedbirlerinden sonra 1998 yılına kadar izlenen politikalar ve 1998 yılı başında uygulanmaya konulan, enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmeyi hedefleyen enflasyonla mücadele programı ile birlikte, T.C. Merkez Bankası bankacılık kesiminin açık pozisyonlarını azaltma ve finansal istikrarın oluşturulması anlamında başarılı uygulamalar yapabirmiştir. Bu dönem ile birlikte artık, *finansal piyasalarda yaşanabilecek istikrarsızlıklar yüksek enflasyon olgusu kadar önemli görülmeye başlanmıştır*. Para politikasının finansal piyasalardaki dalgalanmaları önleyecek şekilde uygulanışına bakıldığında, *döviz kurlarının beklenen enflasyona uygun olarak hareket ettiği ve bankalar arası faiz oranında ise oynaklıkların azalma eğiliminde olduğu* görülmektedir⁴⁰¹. Tedavül hacminde kamuya açılan kredilerin öneminin azalmaya başlaması, Hazine'nin borçlanma politikası açısından piyasaya yöneldiğini göstermektedir. Bu gelişme TCMB kaynaklarının kullanımında etkinliği arttırmış ve açık piyasa işlemleri para politikası aracı olarak

* 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Paketinin ilk paragrafında, kamudan kaynaklanan açıklar ve bu açığın finansmanında yaşanan sorunlardan bahsedilmektedir. Durumun tespit edilmesi ve çözülmesi gereken en önemli sorun olarak gösterilmesi, ileriki dönemler için anlamlı olacaktır.

³⁹⁷ Karluk, s.403.

³⁹⁸ Parasız, “**Para Politikası Türkiye Uygulaması**”, s.394.

³⁹⁹ Karluk, s.358.

⁴⁰⁰ Çolak, s.192.

^δ 2. Bölüm'de ayrıntılı olarak üzerinde durulduğu gibi mevduat sigortası uygulaması sisteme yönelik güvenin sağlanması ve finansal piyasaların fonksiyonlarını yerine getirmesi adına önemli bir araç olmaktadır. Ancak mevduatlara yönelik tam garanti verilmesi ahlaki risk olgusunun ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Türkiye ekonomisinde de bu dönemde bu sorun ile karşılaşmıştır.

⁴⁰¹ Parasız, “**Para Politikası Türkiye Uygulaması**”, s.397.

güçlenmeye başlamıştır⁴⁰². Ayrıca enflasyonun yarattığı belirsizliği azaltma adına TCMB' nin gerçekçi yaklaşımı ve para programı dahilinde enflasyon konusundaki net tavrı, finansal piyasa katılımcılarının beklentilerinde enflasyondan kaynaklanan risklerin azalmasını sağlamış ve TL'ye olan güven artmıştır. Ancak yakalanan *kısa vadeli* fiyat istikrarına rağmen, bu dönemde Thiers Kanunu TL açısından işlemeye devam etmiştir*. Yani yabancı para birimleri (iyi para) TL'yi (kötü para) piyasadan dışlamıştır⁴⁰³. Tablo 4.4 Döviz Tevdiat Hesabının toplam mevduatlar içindeki hızlı artışı bu durumun önemli bir göstergesidir.

Tablo 4.4: DTH'lerin TL Mevduatlara Oranı (1990 – 2001)*

1990	0,34
1991	0,49
1992	0,62
1993	0,79
1994	1,04
1995	1,07
1996	0,94
1997	1,02
1998	0,80
1999	0,85
2000	0,83
2001	1,36

*TCMB internet veri tabanından derlenmiştir.

Süregelen yapısal sorunların çözülememesi, KİT'lerden kaynaklanan görev zararları, Özelleştirmede istenilen başarının yakalanamaması, kamu kesimi borçlanma gereğinin düşürülebilmesi ve kamusal açık finansman ihtiyacının azaltılamamasına bağlı olarak TCMB kaynaklarına yeniden yoğun olarak başvurulması, finansal istikrar anlamında yakalanan *kısmi* başarıyı tehdit etmeye devam etmiştir. Tablo 4.5 kamu kesimi finansman ihtiyacını gösterme adına verilmiştir. KKBG' deki artışı açık finansmanı sorununun devam etmekte olduğunu göstermektedir. Yaşanan Rusya Krizinin de ekonomide belirsizlikleri arttırması ile siyasi belirsizliğin de (erken seçim) yeniden oluşması, T.C. Merkez Bankasının gerçek anlamda merkez bankacılığı uygulamalarını *yeniden* engellemiş ve finansal istikrarın oluşturulması adına atılan adımlar iç ve dış ekonomik sebeplerden dolayı *uzun vadeli* olarak sürdürülebilmiştir.

⁴⁰² Rıza Kandiller, “1990’lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi”, Hazine Dergisi, Temmuz 1997, Sayı 7. s.3.

* 1800’lü yılların başında Fransız Tarihçi Luis A. Thiers tarafından ortaya atılmıştır. 1800’lü yıllarda, altın ve gümüş para birimlerine olan talebin artmasıyla birlikte Fransa’da sistem dışında olan (gömülenmiş) altın ve gümüş paralar dolaşıma çıkmaya başlamış ve İspanya’dan büyük miktarda değerli madeni paralar, Fransa’da dolaşıma girmiştir. Değerli altın ve gümüş paraların sisteme girmesi, değeri düşük olan paraların sistemin dışına çıkmasına neden olmuştur. İyi paranın kötü parayı piyasadan dışlaması şeklinde tanımlanan bu kanun Thiers kanunu olarak bilinmektedir.

⁴⁰³ Emin Ertürk, “Döviz Ekonomisi”, İstanbul: Der Yayınları, 1. Baskı, 1994. s. 74.

Tablo 4.5: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (1990 – 2001)*

Yıllar	KKBG (Cari, Bin TL)
1990	29
1991	64
1992	116
1993	239
1994	306
1995	392
1996	1294
1997	2259
1998	5017
1999	12149
2000	14796
2001	28926

DPT internet veri tabanından derlenmiştir.

2000'li yıllara gelindiğinde, enflasyondaki nispi iyileşme (fiyat istikrarı) ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklıkların nispi olarak düşürülmesi (finansal istikrara yönelik politikalar) yine uzun süreli devam ettirilememiştir. T.C. Merkez Bankasının araç ve amaç bağımsızlığının olmaması ve siyasi istikrarın sağlanamaması ile birlikte, kamu açığı ve bu açığın finansmanı sorunu, para politikası uygulamalarının etkinliğini, dolayısıyla fiyat ve finansal istikrara yönelik olarak kullanımını olumsuz yönde etkilemeye devam etmiştir. 1990'lı yıllarda, kamunun yoğun olarak ticari bankalardan finansmana gitmesi ve genel disponibilitenin devlet iç borçlanma senetleri şeklinde tutulmasına yönelik düzenlemelerin yapılması da bankacılık kesiminin kırılganlığını arttırmıştır. Sonuç olarak, tam mevduat sigortası ve yüksek faiz getirisi altında, dış kaynak aracılığıyla banka portföylerinin ağırlıklı olarak kamu kağıtlarından oluşması, kur riskini arttırmış ve bankacılık sisteminin kamu finansman aracı halini gelmesine neden olmuştur.

Kamu harcama ve gelir dengesinin sağlanamamasına paralel, borçlanma gereğindeki artışın (özelikle kısa vadeli borçlanmanın) önüne geçilememesi, Merkez Bankası parasının Banka bilançosu içindeki payının azalması ve yabancı paraya bağlı yükümlülüklerdeki yüksek artış altında, para politikasından ve para politikası araçlarından finansal riskleri azaltması ve sistemin istikrarına katkı sağlamasını beklemek mümkün olmamaktadır. Hazine'nin teşkilat kanununda para politikasını belirlemeye yönelik ifadeler yer verilmesi ve bu dönemde Ziraat Bankasının para otoritesi gibi uygulamalarda bulunması, TCMB'nin para politikası belirleme ve uygulamalarının etkin ve sağlıklı olmasını engelleyen ek faktörler olmuştur⁴⁰⁴. Para politikası yürütülme sürecinde TCMB'nin tek yetkili olamaması ile kamu açığı ve bu açığın finansman ihtiyacından TCMB'nin kurtarılamaması ile birlikte, bağımsızlıktan bahsetmek de mümkün olmayacaktır⁴⁰⁵.

4.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizleri Altında Para Politikası ve Finansal Sistemin Değerlendirilmesi

2000'li yıllar öncesinde para politikası ve finansal sistem açısından yapılan değerlendirmelerin ardından, Türkiye ekonomisinde Aralık 1999 yılında IMF destekli yeni bir enflasyonu düşürme programı uygulanmaya başlamıştır. Daha öncede sık sık vurgulandığı gibi TCMB para politikası uygulamalarında karşılaşılan en büyük sorun kamusal finansman açığı sorunuydu⁴⁰⁶. 2000'li yıllara kadar pek çok kez kamusal açık finansmanından gerçek bir

⁴⁰⁴ Ercan Kumcu, "İstikrar Arayışları", İstanbul: Doğan Kitapçılık, 1. Baskı, 2000. s.160.

⁴⁰⁵ Binay ve Kunter, s.46.

⁴⁰⁶ Gazi Erçel, "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", İşletme Finans Dergisi, Aralık 1996, s.10.

merkez bankacılığı için TCMB kurtarılmak istenmiş ancak başarılı olunamamıştır*. Daha önceki programlar gibi 1999 enflasyonu düşürme programının temel amacı da yüksek ve kronik enflasyon sorununu ve sürdürülemez hale gelen, TCMB ve finansal sistem için önemli bir problem olan, kamusal finansman açığına bağlı olarak ortaya çıkan iç borçlanma sorununu *çözmektir*. Kamu kesimi borçlanma gereğinde yaşanacak düşüş, mali sistemin ve para arzının nominal olarak büyümesinin önüne geçecektir. Bu kapsamda 2000 yılında GSYİH' nin %58'i olan kamu sektörünün toplam borcunun her yıl %1,5 ila 2 arasında azaltılması öngörülmüştür⁴⁰⁷. Kamu kesiminden kaynaklanacak likidite ihtiyacının parasal taban üzerinde aşırı genişletici olmasının önüne geçmek için TCMB uluslararası rezervlerine bir taban, net iç varlıklarına da bir tavan getirilmiştir^δ.

TCMB ve finansal sistemin üzerindeki baskı ve riskleri azaltmaya yönelik uygulamalar dışında, TCMB para ve kur stratejilerindeki değişimler de önemlidir. Bu kapsamda Merkez Bankası TL'nin kontrolünü, önceden açıklanan döviz kurları altında (döviz kuru çapası politikası) döviz alım satımı yapmayı garanti ederek sağlayacaktı. Bu nedenle TCMB bu dönemde açık açık belirtilmese de üstü kapalı olarak, para kurulu gibi çalışacaktı^Ω. TCMB günlük ilan edilen kurlar altında isteyene istediği kadar döviz satacak ve isteyen den istediği kadar döviz alacaktı. İç varlıklara getirilen tavan uygulaması ile birlikte TCMB kredi ve açık piyasa işlemler ile birlikte, ancak döviz alımı veya satımı ile likiditeyi etkileyebilecektir. Likidite, döviz almak veya satmak isteyenlerin talepleri doğrultusunda belirlenebilecektir⁴⁰⁸. Likiditeye olan talep artması durumunda, sermaye hareketlerinin serbestliği altında, faizlerdeki artış döviz girişini destekleyecek ve döviz piyasanın ihtiyacı olan dövizin kaynağı olacaktır. Kamu borçlanma gereğinde yaratılmak istenilen düşüş ile birlikte, TCMB kaynaklarına olan talep azalması, döviz kurlardaki belirsizliğin ortadan kaldırılması ve kura dayalı para politikası sonucunda faizlerin düşmesi beklenmektedir.

Para politikası ve finansal sistem açısından alınması düşünülen önlemler ile birlikte para ve kur politikaları birlikte düşünüldüğünde, piyasadaki belirsizliklerin ortadan kaldırılmaya ve risklerin düşürülmeye çalışıldığı görülmektedir. Bu kapsamda daha önceden de pek çok kez uygulanmaya çalışılan kamusal borçlanma gereğinin düşürülmesi ve TCMB kaynaklarının kamusal açık finansmanı dışa çıkarılmaya çalışılmasına yönelik, *uluslararası rezervlere bir taban, net iç varlıklara ise bir tavan getirilmiştir. Daha önceki dönemlerde de bu paralelde uygulamalar görülmüştür. Ancak Aralık 1999 yılı enflasyonu düşürme programının döviz kuru çapalı para ve kur uygulaması ve para politikasında yapılmak istenen dönüşümler, finansal sistem istikrarının ne derece önemli hale geldiğini göstermektedir.*

* Para politikasının finansal istikrara yönelik uzun vadeli olarak kullanılamamasının en önemli nedenlerinin başında bu durum gelmektedir.

⁴⁰⁷ Kumcu, s.383.

^δ Ayrıca, kamu finansman dengesinin sağlanmasına yönelik uygulamalara yer verilmiş ve enflasyonu 2002 sonunda tek haneli rakamlara düşürülmesi hedeflenmiştir. Kamu harcama reformu, gelir kalemlerini arttırıcı önlemler, vergi politikasının geliştirilmesi, faiz dışı fazla yaratılmasının *hedeflenmesi* ve bankacılık kesiminin güçlendirilmesi ve yeniden yapılandırılmasının *amaçlanması*, bu dönem için önemlidir.

^Ω Para kurulu sistemi, kısa vadeli alınan kararların meydana getireceği olumsuzlukları ortadan kaldırmaya ve kredibilitiyi sağlamaya yönelik geçici olarak uygulanan para politikasından daha çok, kural temelli bir politikadır. Bu para sisteminde, yerli paranın yabancı bir para birimine, sabit bir kur üzerinden dönüştürülmesi açık biçimde ve yasal olarak garanti edilmektedir. Yani yerli para birimi, sabit kur üzerinden önceden belirlenmiş yabancı para birimine bağlanmaktadır. Bu süreçte para yaratılması da doğrudan rezerv paranın artmasına bağlanmakta ve kural yasal düzenlemeler ile sıkılaştırılmaktadır. Para kurulu sistemi ile birlikte Merkez Bankası fonksiyonlarını bu sisteme devretmiş olmaktadır. Yasalarla sınırları çizilen para kurulu sayesinde para otoriteleri ile siyasi otorite arasında ilişki kalmamaktadır. Seçilen para birimi de uluslararası sistemde işlem gören ve istikrarlı bir para birimi olarak seçildiğinden, sistem daha sağlam temellere oturmaktadır.

⁴⁰⁸ A.g.e., s.385.

Tablo 4.6: Bankacılık Sektörü Yoğunlaşma Oranları*

	Toplam Aktifler	Toplam Mevduat	Toplam Krediler
1999 Haziran			
İlk Beş Banka	46	50	39
İlk On Banka	67	72	66
2000 Haziran			
İlk Beş Banka	47	49	40
İlk On Banka	65	67	63
2001 Haziran			
İlk Beş Banka	42	47	41
İlk On Banka	64	72	68

*Çolak, s.206.

Finansal sistemin güçlendirilmesine yönelik çok önemli bir gelişme de Haziran 1999 tarihli ve 4389 sayılı Yeni Bankalar Kanununu ve bu kanunda değişiklik yapan 4491 sayılı kanundur. Yeni kanun TMSF' nin bankalara el koymasına yönelik düzenlemelerin yanında, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'nun (BDDK) kurulmasını içerdiği için de önemlidir. İlgili kanun bankacılık sektöründe rekabeti arttırmayı, uluslararası kriterleri uygulamayı ve bankacılık sektörünün şeffaf bir yapıya kavuşmasını amaçlamıştır⁴⁰⁹. Yeni kanunun ardından, "Banka Operasyonu" olarak adlandırılan operasyon ile beş banka Mevduat Sigorta Fonu'na devredilmiş ve TMSF' deki bankaların sayısı sekize çıkmıştır. Bu bankaların 2.262 milyon doları bulan ve sektör için büyük bir risk unsuru oluşturan sorunlu kredileri durumun ne boyutta olduğunu göstermektedir⁴¹⁰. Süreç içinde TMSF' ye devredilen banka sayısı 11'e çıkmıştır. Bankacılık sektöründe yaşanan bu gelişmeler sistemin işleyişinde önemli aksaklıkların olduğunu göstermesinin yanında, artık siyasi iradenin de bankacılık kesiminin daha kontrol altında tutulmasını ve 1990'lı yıllar boyunca kolay olan yeni banka kurulmasını zorlaştırmak istediğini göstermektedir. Bu operasyon ve ilgili kanun, bankacılık kesiminin denetim ve gözetiminde önemli bir aşama, *siyasi iradenin* de finansal istikrarın önemini farkında ve bu konuda istekli olduğunun bir kanıtı olmuştur.

Finansal sistemin önemli bir parçası olan bankacılık sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi konusunda bu döneme kadar tek bir otorite oluşturulmamış yetki dağınık şekilde kullanılmıştır. 2000 yılına kadar, bankacılık ile ilgili kanunların hazırlanması, yerinde denetimlerin yapılması ve idari – cezai yaptırımların uygulanmasından Hazine Müsteşarlığı sorumlu olmuştur. TCMB ise bankacılık sisteminin denetim ve gözetim sürecinde sadece uzaktan gözetimini sürdürmüştü ve TMSF' nin idaresini üstlenmiştir⁴¹¹. Ancak denetim ve gözetim faaliyetinin etkin gerçekleştirilmesi, bağımsız bir karar alma mekanizması için yetkilerin tek bir kurumda toplanması gerekmektedir. Bu nedenle, yeni bankacılık kanunu ve banka operasyonu ile siyasi iradenin de finansal sistemdeki risklerden rahatsızlık olmasına ek olarak, 4389 Bankacılık Kanunu ile Haziran 1999 tarihinde BDDK' nın (Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu) kurulmasına karar verilmiş ve Ağustos 2000 tarihinde BDDK faaliyetlerine başlamıştır⁴¹². İlgili bu kurumun sistemdeki fonksiyonu, kredi sisteminin etkin çalışmasına katkıda bulunmak, tasarruf sahiplerinin haklarını korumak ve böylece güvenin tesis edilmesine çalışmaktır. Bu anlamda TCMB' nin finansal istikrara yönelik uygulamalarına katkı da bulunacak ve bu süreçte TCMB, Hazine, DPT, SPK, TMSF ile yani kamunun finansal sistem içinde yer alan kurumları ile bilgi alışverişine dayalı şekilde koordineli çalışacaktır. BDDK' nın denetim ve gözetim faaliyetleri içinde iki önemli unsur bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Avrupa Birliğine ait direktifler, daha sonra üzerinde durulacak olan Basel II ve Uluslararası Muhasebe Standartlarıdır. BDDK uluslararası standartlara göre bankacılık sisteminin etkinliğine yönelik düzenlemeler yapacaktır. İkincisi ise "risk odaklı

⁴⁰⁹ Çolak, s.192.

⁴¹⁰ Günal, s.164.

⁴¹¹ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, "BDDK Tanıtım Kitapçığı", Ankara, Aralık 2008. s.4.

⁴¹² A.g.e., s.4.

denetim” yaklaşımının ön planda olması yani bankaların risk profili ve risk yönetim sistemlerinin BDDK’ nin denetiminde belirleyici olmasıdır.

Ancak Yeni Bankacılık Kanunu ve BDDK’ nin kurulmasının finansal sistem ve istikrar üzerine etkisi bu dönemde sınırlı kalmıştır⁴¹³. Tablo 4.6’da bankacılık sektörünün yoğunlaşma oranlarında bir azalma yaşanmaması da, bu dönemde sistemin işleyişine ve oluşabilecek risklere karşı ne kadar zayıf kaldığını göstermektedir.

1999 yılı enflasyonu düşürme programı, para ve kur politikalarındaki değişim, bankacılık operasyonu ve yeni bankalar kanunu, BDDK’ nin kurulması, kamusal açık finansmanı konusunda alınan önlemler ve uygulamalar ile birlikte risk algılaması ve iç borçlanma faizleri 2000 yılında düşüş eğilimine girmiş, faizler %40 seviyelerine gerilemiştir. Faizlerdeki düşüş eğilimi ve TCMB para ve kur politikası uygulamaları ile birlikte enflasyon beklentileri aşağı çekilmiş ve enflasyon oranları da %40'lara gerilemiştir. Faiz ve enflasyondaki aşağı doğru seyir ile birlikte kamusal açıkları düşürücü önlemler, yeni vergi düzenlemeleri ve kamusal açık finansmanı maliyetindeki düşüş, faiz dışı bütçe fazlasını da arttırmıştır. İlgili rakam (altı sıfır atılmış şekilde) enflasyonu düşürme programından sonra 1.6 trilyondan 7.6 trilyona yükselmiştir.

1999 yılı enflasyonu düşürme programı ile birlikte ilk başta yakalanan başarı geçmiş dönemlerde olduğu gibi uzun sürmemiştir. Yakalanan kısmi istikrarın bozulmasında, bankacılık kesimine yönelik düzenlemelerin yapılmaya başlanmasına rağmen, finans sektörü ve özellikle bankacılık kesimi ön plana çıkmıştır. Özellikle 1990’ların ikinci yarısından itibaren, finansal sistemin yaklaşık %80’nini oluşturan Bankaların, büyük oranda kamusal açık finansmanı aracı haline gelmesi ve bu finansmanı dış kaynak ile gerçekleştirmeleri, istikrarın bozan faktörlerin başında gelmektedir. Para politikasının etkinliğini sağlama adına, TCMB kaynaklarının kamusal finansman aracı halinden kurtarılmaya başlanması, sorununun sadece *şeklini değiştirmiştir*. 2000’li yıllara gelindiğinde bankalar kur riski altında ve portföylerinin büyük bir bölümü kamu kağıdı olarak faaliyet göstermeye başlamışlardır. Yüksek reel faiz getirisi altında kamu iç borçlanma aracı haline gelen bankalar, normal bankacılık faaliyetlerini neredeyse tamamen bırakmışlardır.

Ekonomide yakalanan kısmi iyileşmeye paralel, faizlerdeki düşüşler ve iç borçlanma vadelerinde yaşanan artış ile birlikte, bankalar ellerindeki uzun vadeli kağıtları gecelik borçlanma altında kısa vadeli kaynaklar ve dış borçlarla finanse etmeye zorlanmışlardır⁴¹⁴. Kur riski altında açık pozisyonlardaki artışa ek olarak bu durum, vade uyumsuzluğuna bağlı *faiz ve likidite riskini* de bankalar üzerine yüklemiştir. Program ile birlikte kurların sabit hale gelmesi kur riskini de sabitlediği için bankaların açık pozisyonlarını büyüterek getirisi yüksek kamu kağıtları almaya devam etmeleri kolaylaşmıştır. Kısaca 1999 Enflasyonu Düşürme Programı finansal sistemde önemli bir yeri olan bankaların likidite, faiz ve kur riskini artırıcı bir etken olmuştur⁴¹⁵. Durum, aynı zamanda kamu kesimi için de kolay borçlanma ve döviz rezervlerinin artışı olarak görülmüş ve 12 milyar dolar toplam sermaye tabanı bulunan bankaların açık pozisyonları 2000 yılında 19 milyar dolara ulaşmıştır⁴¹⁶. Şekil 4.1’de bankacılık kesimi açık pozisyonları verilmiştir⁴¹⁷. Buradan da görüldüğü gibi krize doğru son dönemde hızlı bir artış yaşanmıştır. Açık pozisyon ile ilgili bankaların yarattığı asimetrik bilginin yanında, TCMB’ nin de döviz ve vade uyumsuzlukları ile belirlediği kuralları işletmediği görülmektedir*. Bankalar döviz borçlarının riskini döviz forward kontratlarıyla

⁴¹³ Günal, s.165.

⁴¹⁴ Yay, s.1247.

⁴¹⁵ Parasız, “**Finansal Kurumlar ve Piyasalar**”, s.179.

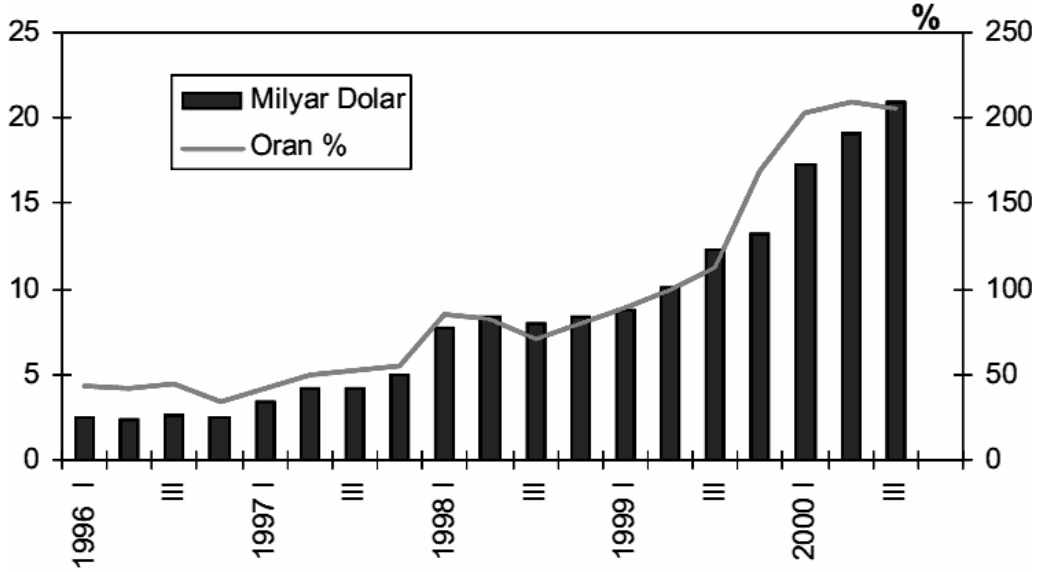
⁴¹⁶ Yay, s. 1249.

⁴¹⁷ Ercan Uygur, “**Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 01/2001. s.15.

* Eylül 1999 tarihinde açık pozisyon sınırı banka sermayesinin %20 olarak belirlenmişti ve bu sınırı aşan bankalar için %100 munzam karşılık oranı getirilmişti.

karşılıklarını ve bunları da bilanço dışı nazım hesaplarda tuttuklarını rapor etmişlerdir. Ancak bu kontratlar gerçekte döviz borçlarının çok küçük bir kısmını karşılayacak şekildedir⁴¹⁸.

Şekil 4.1: Bankaların Döviz Açık Pozisyonları (Milyar Dolar)*



*Uygur, s.15. Açık pozisyonlar "toplam sermaye + kar" içindeki oran şeklinde hazırlanmıştır.

Bankacılık kesiminin yüklü açık pozisyon altında ve portföylerinin büyük kısmının kamu kağıdından oluştuğu bu dönemde kamu bankaları da ayrı bir sorun teşkil etmiştir. Bankacılık kesiminde önemli bir payı olan kamu bankalarına ait "görev zararları" finansal sistem ve kamu dengesi için önemli bir istikrarsızlık kaynağı olmuştur. Görev zararlarının meydana gelmesinde iki önemli neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki, bazı kurumlara düşük faizli ve uzun vadeli kredi verilmesi, ikincisi ise, yine kamu açığı finansman sorununa bağlı olarak ortaya çıkan, hazinenin piyasa faizi altında ve uzun vadeli kamu kağıtlarını bu bankalara "nakit karşılığı olmayan" adı altında satmasıdır⁴¹⁹. Kamusal açıkların devamı ve finansmanı sorununa bağlı olarak finansal sistemde 1999 Enflasyonu Düşürme Programından önce oluşan ve daha sonrasında artan bu risklere, faizlerde oynaklığa neden olan yabancı sermaye giriş/çıkışlarının artmış olması ve mevduat sigortası uygulamasına bağlı ahlaki risk sorununun devam etmesi de eklenmiştir. Bankacılık kesimindeki riskleri ve kırılganlığı arttıran bu faktörler uygulanmakta olan program ve ekonomi için önemli riskler meydana getirmiştir.

Finansal sistem ile ilgili yukarıda açıklanan risklerdeki artışa ek olarak 2000' lerin sonuna doğru, kronik hale gelen sorunların devam etmesi, beklentileri ve sermaye girişlerini olumsuz etkilemiş ve faizlerde tekrar yukarı yönlü bir harekete neden olmuştur^Ω. Portföylerindeki uzun vadeli kamu kağıtlarını gecelik borçlanma altında kısa vadeli kaynaklar ile finansa eden bankacılık kesimi için faizlerin hızlı bir şekilde yükselişi, var olan kırılganlığı daha da arttırmıştır. Ekim 2000 tarihinde Etibank ve Bank Kapital'in TMSF' ye devredilmesi, sistemde güven sorununun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Risk faktörünü içerecek

⁴¹⁸ A.g.e., s.16.

⁴¹⁹ Yay, s. 1249.

^Ω İlgili süreçler daha çok para politikası, finansal sistem ve para politikasının finansal sisteme yönelik uygulamaları etrafında açıklanmaya çalışıldığı için konunun net olarak ortaya koyulması adına, farklı noktadaki ayrıntılara girilmemeye özellikle dikkat edilmektedir.

şekilde faizlerin artışının devam etmesi bankaların likidite riski altına kalmasına neden olmuştur. Bu gelişmeleri, istikrarsızlık unsurları altında güven problemi yaşamaya başlayan yabancı sermayenin çıkışı ve döviz rezervlerini azaltması da desteklemiştir. Uygulanmakta olan programda, likiditenin kaynağının TCMB rezervlerine döviz girişine bağlanması, likidite riskinin artmasına neden olmuştur.

Sistemdeki likiditenin hızla azalması ile birlikte gecelik borçlanma faizlerinin hızlı yükselişi, 2000 Kasım tarihinde *kısmi* bir likidite krizinin yaşanmasına neden olmuştur. Riskler ve güven problemi ile birlikte altın fiyatlarında hızlı artışlar, kamu kağıtları ve hisse senetleri fiyatlarında hızlı düşüşler meydana gelmiştir. Programa olan güvenin kaybolması ve panik ortamının oluşması ile birlikte, TCMB' nin kurlardaki baskıyı ortadan kaldırmak ve krizi önleme adına piyasaya yüklü miktarda (5,5 milyar dolar) döviz satışı, döviz rezervlerindeki hızlı düşüşler ve likiditedeki azalış sadece yabancı sermaye çıkışlarının kolay ve hızlı olmasına yardımcı olmuş, gecelik faizler de *ortalama* olarak %195.95'i görmüştür^δ. TCMB bu süreçte finansal sistemin ve kredi piyasalarının ihtiyacı olan likiditeyi vermeyi değil, programa sadık kalmayı tercih etmiş, dövize olan talep, artış eğiliminde olan faizleri daha da arttırmıştır⁴²⁰. bankaların portföy yapıları, yüksek miktarda açık pozisyonda olmaları ve bankalar arası para piyasasının işletilememesi, yaşanan finansal istikrarsızlığın derinleşmesinde önemlidir. Faizlerdeki hızlı yükseliş süreci TMSF' nin Demirbank'a el koymasıyla sonuçlanmıştır. Interbank gecelik borçlanma faizlerinin seyri Tablo 4.7'de görülmektedir. Tabloya bakıldığında programın uygulanması ile birlikte kısa dönemde yakalanan başarı ve yaşananlar ile birlikte gelinen nokta görülmektedir.

Tablo 4.7: Aylık Interbank Gecelik Borçlanma Faizleri*

Aylar	Faiz Oranları
01/00	35.90
02/00	49.23
03/00	39.08
04/00	36.16
05/00	41.29
06/00	42.00
07/00	25.97
08/00	35.57
09/00	46.20
10/00	38.41
11/00	79.46
12/00	198.95
01/01	42.16
02/01	436.00
03/01	81.89

* TCMB İnternet Veri Tabanından Derlenmiştir. Faiz oranları bir gecelik gerçekleşen ağırlıklı ortalama basit faiz oranını göstermektedir.

Finansal sistemin temelinde yer alan önemli sorunların varlığı altında, TCMB' nin finansal sisteme olan güvenin tesisi ve sistemin dönüşümü için yürüttüğü para ve kur programı, bu süreçte Bankaya esnek bir politika imkanı sağlamadığından ve otomatik bir

^δ Demirbank yaşanan gelişmeler açısından önemli bir örnektir. Toplam DİBS (Devlet İç Borçlanma Senedi) stoğunun %10'unu portföyünde bulunduran ve bu kağıtları kısa vadeli iç ve dış borçlanma ile finanse eden Demirbank'ın risk düzeyinin çok yüksek olduğunun *anlaşılması*, bu banka için iç ve dış borçlanma kaynaklarının kapanmasına neden olmuştur. Likidite ihtiyacını DİBS' lerini satarak karşılamaya çalışan banka faizlerin hızla artışı yönünde önemli bir etken olmuştur. Panik ortamında ise yerli ve yabancı pek çok banka DİBS' lerini ellerinden çıkarmaya başlamışlardır. Bu durum sistemdeki kırılma noktasına önemli bir etken olmuştur.

⁴²⁰ Güloğlu, Bülent, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri", Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı 1, Eylül-Ekim 2001. s. 6.

mekanizma olduğundan, meydana gelen istikrarsızlığı besler bir görüntü sergilemiştir. Tablo 4.8 de görüldüğü gibi 2000 Kasım'da TCMB rezervleri 18,9 düzeyine gerilemiş, enflasyonu düşürme programının belirttiği alt sınırın da altına inmiştir. Döviz rezervlerindeki hızlı azalış finansal piyasalardaki baskının derecesini göstermiştir⁴²¹. 1999 Enflasyonu düşürme programı IMF'den temin edilen 7,5 milyar dolarlık kredi ile devam ettirilmeye çalışılmıştır. Alınan bu kredinin ek rezerv kolaylığı ve kısa vadeli olarak alınabilmesi ise programı sürdürmenin maliyetinin yüksek olmasına ve yeni bir oynaklık durumunda TCMB savunma gücünün azalmasına neden olmuştur⁴²². Kasım 2000 krizinden sonra rezervler IMF'den alınan kredi ile artmış ancak risklere bağlı kırılganlığın devamı ile birlikte rezervler erimeye devam etmiştir. Durum, Şubat 2001'de daha derin bir likidite ve bankacılık krizi halini almış, bankalar arası gecelik faizler ortalama Tablo 4.7'de görüldüğü gibi % 436'yı görmüş, bankacılık sistemi ve bankalar arası para piyasası fonksiyonlarını yerine getirmeyen duruma gelmiştir. TCMB döviz rezervlerinde yaşanan daha hızlı azalış ile program sürdürülemez bir hal aldığından, programın çapası olan kurlar dengelerinin yeniden sağlanması ve sermaye çıkışının azalması için 22 Şubat 2001 tarihinde serbest bırakılmış ve aynı gün %30'a yakın kurlarda artışlar yaşanmıştır^Ω.

Tablo 4.8: TCMB Döviz Rezervleri (Haftalık, Milyon Dolar)*

Tarih	Rezervler
03.11.2000	24.256
10.11.2000	23.583
17.11.2000	24.433
24.11.2000	21.583
01.12.2000	18.942
08.12.2000	19.624
15.12.2000	19.823
22.12.2000	19.934
29.12.2000	19.635
05.01.2001	25.097
12.01.2001	26.593
19.01.2001	26.143
26.01.2001	25.691
02.02.2001	25.928
09.02.2001	26.565
16.02.2001	27.943
23.02.2001	22.581
02.03.2001	21.521
09.03.2001	21.529
16.03.2001	20.060
23.03.2001	19.170
30.03.2001	18.445

*TCMB internet veri tabanından derlenmiştir.

Yeni bankalar kanunu, siyasi iradenin bankacılık kesiminde düzenleme yapma çalışmaları, BDDK'nın kurulması, *TCMB para politikasının kurala bağlanması ve kamu açık finansmanı dışına çıkarılması*, beklentilerdeki iyileşmeye paralel olarak kısa dönemde enflasyon, faiz ve kurlarda yakalanan istikrar bu dönem için önemli gelişmelerdir. Ancak kurala bağlı ve otomatik mekanizma haline getirilen para politikası, bankaların açık pozisyon, faiz riski, görev zararları altındaki görüntüsü ve oynaklığı arttıran yabancı sermaye giriş/çıkışları, finansal sistem istikrarına yönelik politikaların geliştirilmesini, yakalanan kısmi iyileşmeye rağmen mümkün hale getirememiştir. Net iç varlıklara bir tavan ve döviz rezervlerine bir taban getirilmesi ile kamu açık finansmanı dışına çıkarılmaya başlanan

⁴²¹ Uygur, s. 6.

⁴²² A.g.e., s. 8.

^Ω Dolar kuru ortalama olarak (Eski TL olarak) 685.000 TL seviyesinden 950.000 TL seviyesine yükselmiştir.

TCMB, yaşanan bu dalgalanmada belli bir oranda sorumluluk taşımaktadır. TCMB 'nin kurula bağlanmış döviz çapalı para ve döviz politikaları, kısa dönemde başarılı olsa da ilerleyen dönemde oynaklığın artması ve durumun krize dönmesinde rol üstlenmiş, ayrıca finansal sistemin sorunları da bu politikaları sürdürülemez hale getirmiştir. Bu dönemde *Faiz - likidite riskleri ve yabancı sermaye çıkışlarındaki artış ile birlikte TCMB'nin erken önlem olarak ilgili politikadan, oynaklık krize dönmeden, vazgeçmesi gerekmektedir.*

Daha önceki dönemlerde, finansal sistemden kaynaklanan risklerin ve kamu açık finansmanı sorunlarına bağlı olarak TCMB' nin finansal sistemin istikrarına yönelik olarak politika geliştirmede zayıf kaldığı şeklinde açıklamalara sık sık yer verilmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde ise ilk defa TCMB para politikasının belli oranda payı bulunmaktadır. Kurula bağlı kalmaktan ziyade likidite krizine yönelik esnek ve gevşek bir para politikasına *hızlı geçiş* yapması, krizi yönetme, etkilerini azaltma ve dolayısıyla finansal sistemin işleyişi ve istikrarı için önemli bir adım olabilirdi. Ancak, *Finansal sistemden ve kamudan kaynaklanan sorunların yanında, TCMB 'nin kanuni ve uygulamalı araç – amaç bağımsızlığının olmaması yani özerkliğinin tam olarak sağlanmamış olması bu noktada akıldan çıkarılmamalıdır.*

Yaşanan likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarının günlük yüksek miktardaki likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur⁴²³. TCMB likidite sıkışıklığını aşacak şekilde programdan vazgeçmiş olsaydı, sistemin ihtiyacı olan likidite sağlanabilir, sistemin işleyişi yeniden tesis edilebilir ve kurların garanti altında olmasına bağlı olarak hızlı sermaye çıkışlarının da önüne geçilebilirdi. Ayrıca, BDDK' nın faaliyetlerine Ağustos 2000 tarihinde yeni başlamasının geç bir tarih olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Etkin denetim ve gözetim faaliyetlerinin sağlıklı yapılabilmesi adına, BDDK daha önceki tarihlerde kurulsaydı, yaşanan krizlerin derinliği daha da az olabilir ya da yaşanan oynaklıklar krize dönüşmeyebilirdi. Bu dönemde, bankaların sermayelerinin %20'sini aşan açık pozisyonlarının tespiti ve buna yönelik düzenlemelerde BDDK' nın etkin rol üstlenemediği de bir gerçektir. BDDK' nın bu başarısızlığı sonucu sermaye yetersizliğine düşen ve kamuya büyük yük getiren bankaların TMSF' ye devri de finansal sistem istikrarı için önemli bir sorun teşkil etmiştir.

Bölümün girişinde de belirtildiği gibi, bölümün bu kısmına kadar Mayıs 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı öncesinde, tarihsel süreç içinde para politikası ve finansal sistemde meydana gelen gelişmeler ve finansal istikrarı gözetecek şekilde önemli görülen para politikası uygulamalarına yer vermeye çalışıldı. Bu şekilde bir analize gidilmesinin iki önemli nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Güçlü Ekonomiye Geçiş programı öncesi para politikası ve finansal sistemde yaşanan önemli gelişmeleri ortaya koymaktır. İkincisi ise, para politikasının finansal sisteme ve finansal istikrara yönelik olarak kullanılmasına dair gelişmelerin ve bu süreçte uygulamaların kısa süreli ve etkisinin düşük olmasının nedenlerini tarihsel süreç içinde göstermektir. Bu iki amaç, 2001 yılına gelindiğinde para politikası ve finansal istikrarın durumunun ve ilişkisinin hangi boyutta olduğunun anlaşılması için yararlı olacaktır.

4.5. Mayıs 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Kapsamında Finansal Sistem, T.C. Merkez Bankası Statüsü ve Para Politikasında Yaşanan Önemli Dönüşüm ve Gelişmeler

Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz süreçlerinde yaşananlar ve güven unsurunun kaybı ile birlikte Aralık 1999 Enflasyonu düşürme programı uygulanabilirliğini kaybetmiştir. Krizler ile birlikte, ekonomideki ve finansal sistemdeki risklerin artarak büyümesi nedeniyle, bu programın devamı niteliğinde olan, IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ve yeni para politikası 14 Nisan 2001 Tarihinde kamuya duyurulmuş ve Mayıs 2001 Tarihinde ise

⁴²³ Parasız, İlker, "Finansal Kurumlar ve Piyasalar", s.179.

uygulamaya koyulmuştur^Ω. Kamuya açıklanması ve iyi anlatılması, programa olan güvenin oluşturulması ve bekleyişlerin olumlu etkilenmesi için önemli bir adım olmuştur. Programın girişinde “**eski düzene dönmek gerçekten mümkün değildir**” ifadesi, durumun ciddiyetinin tespiti ve bundan sonra yapılacaklara yönelik olarak pek çok şeyi özetlemektedir⁴²⁴. Programda ödemeler dengesindeki tikanlıkların giderilmesi, sisteme yeniden işlerlik kazandırılması ve dolayısıyla *finansal istikrar* ilk hedef, ikinci hedef ise enflasyonun düşürülmesidir. Enflasyonla mücadele yani doğrudan enflasyonun hedeflenmesi (Açık Enflasyon Hedeflemesi), ancak yapısal sorunların çözüldüğü, piyasalarda güven unsuru ve istikrarın tekrar sağlandığı ortamda mümkün görülmüş, şartlar oluştuğunda “Açık Enflasyon Hedeflemesi” politikasına geçileceği belirtilmiştir*. Böylece TCMB, 2002 yılında “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” ne dayalı para politikası stratejisini uygulamaya koymuştur^δ. Ayrıca bu strateji, kamu finansman dengesinin sağlanması, finansal sistemin güçlendirilmesi ve finansal istikrarın sağlanması açısından gerekli görülmüştür. Bu nedenle, etkin çalışan bankacılık kesimi için kamu kesiminin bu sektördeki yerinin yeniden belirlenmesi ve kamunun kısa vadeli finansman sorunlarının çözülmesi de ilk planda amaçlanmıştır⁴²⁵.

1999 Haziran Tarih ve 4389 Sayılı Bankalar kanunu ve bu kanunda değişiklik yapan 4491 nolu yasa ile bankacılık kesiminde önemli düzenlemeler yapılmıştı. Ancak yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, ilgili kanun ve kanuni değişiklikleri genişletecek “Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı” ‘nı gerekli kılmıştır^π. Bu nedenle BDDK tarafından 15 Mayıs 2001 Tarihinde “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” kamuoyuna açıklanmış ve uygulamaya konulmuştur. *Etkin denetim ve gözetim*

^Ω 11 Eylül 2001 tarihinde yaşanan gelişmelerle birlikte, Hazine’nin dış finansman ihtiyacı ve makro ekonomik hedeflerde meydana gelen sapma ile birlikte, programın 2002-2004 arasını kapsamı öngörülmüştür.

⁴²⁴ TCMB, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, 14 Nisan 2001.

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf (2 Ocak 2009), s.12. (27. madde).

* Tek Aşamalı para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi, (inflation targeting) Merkez Bankalarının ara amaç olmadan, enflasyonu doğrudan hedeflediği ve para politikasının bu amaçla belirlenen ve kamuoyuna açıklanan bir enflasyon hedef ya da hedef aralığına yönelik, direkt olarak uygulanmasıdır. Para politikası sürecinde ara hedef (kur, faiz vs) seçilmemekte, politika araçları gelecek dönem enflasyon hedeflerine yönelik olarak doğrudan uygulanmakta, hedeften sapmalara karşı para politikası araçlarının kullanımı belirlenmekte ve kamuya duyurulmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin amacına ulaşabilmesi için bazı önemli ön koşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Para politikasının ana amacı fiyat istikrarı olmalı, Merkez Bankasının bağımsızlığı sağlanmış olmalı, istikrarlı bir finansal sistem olmalı, kamu maliyesi disiplini sağlanmalı ve fonksiyonlarını yerine getiren bir döviz piyasasının varlığı gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesine bağlı para politikası sürecinde başarının sağlanması için, Merkez Bankası hesap verilebilirliği ve şeffaflığının sağlanmış olmasının yanında, *güvenilirlik* ve *esneklik* unsurları da çok önemlidir. Bu bölümde yeri geldikçe Türkiye ekonomisinde, bu koşulları sağlayacak gelişmeler açıklanmaya çalışılacaktır. Yapısal sorunların çözümünde yaşanan gelişmeler ile piyasalarda güven ve istikrarın yakalanması sonucu açık enflasyon hedeflemesi, 2006’dan itibaren gelecek üç yılı kapsayacak şekilde uygulanmaya başlanmıştır. TCMB kanununda yapılan değişikliklerle birlikte, açık enflasyon hedeflemesi para politikası açısından şeffaf bir yapılanma getirmiştir. Para Politikası Kurulu toplantı notlarının yayımlanması, faizlerin belirlenmesinde kurulun tek yetkili hale gelmesi, enflasyon raporlarının periyodik olarak yayımı, enflasyon hedefleme sürecinde ekonometrik modellere dayalı çalışmalar yürütülmeye başlanması, kredibilite ve güven açısından önemlidir. Açıklandığı dönem itibarıyla, belirsizliği azaltma ve bekleyişleri olumlu etkileme adına, 2006’da %5, 2007 ve 2008’de %4 enflasyon hedeflenmiş ve nokta hedef yerine bant hedef uygulamasına geçilmiştir. T.C. Merkez Bankasının daha sonra açıklanacağı gibi etkin para politikası yürütmeye başlamasında kamu finansman dengesi önemli rol oynayacaktır.

^δ İki aşamalı para politikası stratejisi olan örtük enflasyon hedeflemesinde, Merkez Bankası para politikası sürecinde “ana hedef” ile uyumlu “ara hedef” ve ara hedefe yönelik izleyeceği para politikası araçlarının değişim oranını belirlemektedir. Ara amacın, ana amaç ile doğrudan ilişkili olması yanında, ölçülebilirlik ve ulaşılabilirlik özelliklerini de taşıması gerekmektedir. Bu açıdan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında dalgalı döviz kuru ara hedef ki bu süreçte parasal büyüklükler de performans kriteri olarak kullanılmıştır, enflasyonu ise ana hedef olarak almıştır. Bu süreçte, TCMB’ nin kısa vadeli faiz aracının etkinliğini arttırmayı amaçladığına ve bu araca çok önem verdiğine dikkat edilmelidir.

⁴²⁵ TCMB, **Yıllık Rapor 2001**, s.75.

^π İlgili yasalar ve BDDK’ nın faaliyete geçmesinde geç kalınmış olması da krizler de etkili olmuştur.

fonksiyonunu yürüten BDDK tarafında uygulanan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının önemli bir parçasını oluşturmuştur. Yapılan yasal ve kurumsal düzenlemelerin amacı, bankacılık sektörünün mali yapısının güçlendirilmesi, BDDK tarafından etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun daha sağlıklı olarak yerine getirilmesi, sektörü oynaklıklara ve risklere karşı daha güçlü hale getirerek, etkin çalışmasını sağlamaktır.

2000'li yıllara gelindiğinde Türkiye ekonomisinde istenen *istikrarlı* bir ortamın sağlanamamasının altında yatan nedenlerin en başında, T.C. Merkez Bankası ve para politikasının siyasi iradenin etkisi altında olması bulunmaktadır. Açıklanan tarihi süreç içinde TCMB, araç ve amaç bağımsızlığının sağlanamaması nedeniyle, bağımsız bir para politikası izleyememiş, ekonominin gereklerine göre para politikasına şekil verememiş, fiyat ve finansal istikrarı doğrudan hedefleyememiştir. *TCMB'nin fiyat ve finansal istikrarını doğrudan hedefleyememesinin nedeni ise, siyasi süreçten bağımsız merkez bankacılığı yapamamasıdır**. 2001 yılına gelindiğinde, 14/01/1970 Tarihli ve 1211 Sayılı TCMB Kanunu, 25/04/2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile, bu çalışma için büyük önem arz eden önemli değişikliklere uğramıştır. Değişikliklerle *her açıdan* bağımsız bir TCMB yaratılmak istenmiştir. Ayrıca enflasyonun kronik hale gelmesi, Dünya Merkez Bankacılığında yaşanan gelişmeler ve Avrupa Birliği normlarının yakalanmak istenmesi de bu süreçte etkili olmuştur⁴²⁶. *Sonuç olarak, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı gibi, TCMB Kanununda Değişiklik yapan 4651 Sayılı Kanun da, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının ayrılmaz bir parçası olmuştur.*

Para politikası - finansal istikrar analizi için gerekli olan altyapıyı oluşturacak düzenlemelerin kısaca açıklanmasına sonra, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile finansal sistemdeki panikleri önlemeye ve sistemin işler hale getirilmesine yönelik yapılanlar değerlendirilecektir. Devamında ise özel bankacılık ve bankacılık sektörüne yönelik yapılanlar analiz edilecektir. *TCMB'nin bağımsızlığına yönelik yapılan önemli gelişmelerin açıklanmasının ardından da çalışma açısından önemli olan, 1211 Sayılı TCMB kanununda yapılan değişiklikler altında, para politikasının finansal istikrara yönelik olarak kullanılmasını sağlayan yenilikler değerlendirilecektir.*

4.5.1. Finansal Sistemin Çalışır Hale Gelmesi ve Güven Unsurunun Oluşturulması Yönünde Değişimler

Finansal istikrar amacına yönelik olarak Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında, yaşanan kriz süreçlerinde finansal sistemden kaynaklanan risklerin önemli rol oynamasına bağlı olarak, bankacılık kesiminin ve finansal sistemin tekrar işler hale getirilmesi, finansal değişkenlerdeki oynaklıkların azaltılarak belirsizlik unsurunu ortadan kaldırılması ve böylece güven unsurunun yeniden tesisi öncelikli olarak amaçlanmıştır. Yasal düzenlemelerle Bankalar Kanununda ve 1211 sayılı TCMB Kanunu'nda önemli değişiklikler öngörülmüştür. Kamu maliyesi alanında şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile birlikte rasyonaliteye ağırlık verilmesi öngörülmüştür. Finansal sistemde büyük riskler yaratan kamu borç yükü ve borç finansmanı konularına öncelik verilmiştir. Ayrıca borç stoğunu azaltacak şekilde sıkı maliye politikası, faiz dışı fazla uygulaması ile kamu ve fondaki bankaların yüksek miktardaki gecelik borçlanma ihtiyaçlarının azaltılması da amaçlanmıştır^π. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında

* TCMB için faiz düzeltirme kurulunun tahmin edileceği bu bölümde, veri setinin başlangıç tarihi olarak da Mayıs 2001'in seçilme nedeni budur. Bağımsız bir para politikasının yürütülemediği bir finansal sistemde faiz düzeltirme kurulunun test edilmesi mümkün değildir. İlgili bu kuralda önemli olan finansal sistemde meydana gelen strese uygun olarak kısa dönemli faiz oranlarının Merkez Bankası tarafından ayarlanmasıdır.

⁴²⁶ TCMB, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25/04/01 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun İle Getirilen Yenilikler", 25 Nisan 2001.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacic.html> (20 Aralık 2008). s.1.

^π Kamu maliyesi yapısal sorunlarına yönelik yasal düzenlemeler de yapılmıştır. Bu süreçte görev zararları ile ilgili düzenlemeler dışında, borçlanma yasası, kamulaştırma yasası, kamu ihale yasası, bütçe ve bütçe dışı

da bu unsurların, piyasa üzerinde büyük baskı yarattığı ve finansal sistem istikrarı için büyük risk oluşturduğuna vurgu yapılmıştır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının ilk amacı olan finansal istikrara yönelik, risklerin ve oynaklıkların azaltılması için çeşitli önlemler alınmıştır. Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı ile kamu bankalarının hazineden alacaklarına karşılık, piyasa faizi üzerinden hazine kağıdı verilerek görev zararları ortadan kaldırılmıştır. Kamu ve fon bankalarının ihtiyaç duydukları likidite, belli bir program dahilinde bu kağıtlar karşılığında, TCMB' den repo işlemi ile azaltılmıştır. Böylece kriz döneminde durumları çok daha kötüye giden bu bankaların, diğer banka ve banka dışı kesime olan yükümlülükleri yerine getirilmiştir. Piyasada oluşan likidite fazlası ise yine TCMB tarafından ters repo ve interbank işlemleri ile alınmıştır. Bu kapsamda 2001 yılında Hazine toplam 10,3 milyar tutarında kağıt vermiştir⁴²⁷. Likidite ile ilgili yapılan bu düzenlemeler panik ve güvensizlik ortamının ortadan kalkması ve kredi kanallarının çalışması için önemli bir aşamadır. Alınan önlemler etkisini hızlı bir şekilde göstermiş, 16 Mart 2001'de 8.5 milyar TL olan kamu bankalarının TCMB dışından kısa vadeli borçlanması, Mayıs 2001'de 1.3 milyar TL'ye gerilemiştir⁴²⁸.

Kredi kanalları ve likiditeye yönelik yapılan bu düzenlemeleri destekleyecek, uzun vadeli bir finansal istikrar ortamının tesis edilmesi ve kamu finansman dengesi için kamu bankalarından kaynaklanan yapısal sorunların çözülmesi de gerekmektedir. Bu kapsamda Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı ile kamu bankalarına zarar oluşturacak görevler artık verilmeyecek ve gerekli görüldüğü durumlarda bu bankalardan temin edilecek kaynaklara bütçeden ödenek ayrılacaktır. Kamu bankalarının bankacılık sistemi içinde büyük bir yer tutmasının sistem içinde risk oluşturmaması için, bu bankaların yetersiz sermaye düzeyleri arttırılmıştır. Yürütülen kredi faaliyetlerinde artık kaynak maliyetlerine dikkat edilecek, verimsiz şubeler kapatılacak ve personel sayısı azaltılacak böylece bu bankalar güçlendirilecektir. Ayrıca kamu bankalarının yönetimi, yeniden yapılandırılması ve özelleştirilmesi için ortak bir yönetim kurulu oluşturulmasına karar verilmiştir⁴²⁹. Yapılan düzenlemelerin etkinliği için kamu bankalarının BDDK' nın düzenlemelerine uymaları sağlanacak ve bu süreçte Hazine de bu bankaları risklere karşı denetleyecektir. *Likidite açısından yapılan düzenlemeler ile birlikte, kamu bankalarına yönelik yeniden yapılandırma, finansal sistemin güçlendirilmesi ve istikrarın sağlanması adına önemli gelişmelerdir**.

Çeşitli dönemlerde TMSF bünyesine alınan toplam 13 banka da kamu maliyesi için büyük yük oluşturmakta, finansal sistemdeki riskleri arttırmaktadır. Bu nedenle Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı ile, 5 banka Sümerbank bünyesinde birleştirilmiş ve

fonların kapatılması, şeker kanunu, tütün kanunu, doğal gaz kanunu, Türk Telekom'un özelleştirilmesi ile ilgili düzenlemeler önemlidir.

⁴²⁷ TCMB, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 14 Nisan 2001.

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf (2 Ocak 2009), s.15, (34. madde).

⁴²⁸ BDDK, "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı", 15 Mayıs 2001.

http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf (15 Aralık 2008), s. 14.

⁴²⁹ TCMB, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 14 Nisan 2001.

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf (2 Ocak 2009), s.15, (36.madde).

* Bankacılık sektörüne yönelik yeniden yapılandırma süreci içinde dört ana yapısal önlem çeşidi bulunmaktadır. Bunlar Kötü Aktiflerin Yönetimi, Birleşme-Küçülme, Özelleştirme ve Tasfiye'dir. Kötü Aktif Yönetimi, İyi – Kötü Banka ve Aktif Yönetim Şirketi şeklinde olabilmektedir. İyi – kötü banka yaklaşımında, ilgili problemler bankaya ait kalitesi düşük varlıklar, banka içinde bir birimde ya da yine bankaya ait bir aktif yönetim şirketinde (kötü banka) toplanmaktadır. Kalitesi düşük varlıkların bu şekilde banka dışında tutulması bankaya olan güvenin tesisinde ve bu varlıkların çözümünde yararlı olmaktadır. 2008 Global Finansal Kriz sonrasında Ocak 2009 tarihinde FED tarafından, kötü banka kurulmasına yönelik tartışmalar yoğunlaşmıştır. Diğer yaklaşım olan aktif yönetim şirketine ise, *sisteme yönelik olarak* tek bir aktif yönetim şirketi kurulmaktadır. Bu şirket de likidite sıkışıklığı içinde olan ve kalitesi düşük varlıkların toplam varlıklar içindeki payı yüksek olan bankaların sorunlarının çözümünde çalışmaktadır. Tek bir merkezin kurulması etkinlik ve maliyet açısından yararlı görülmektedir.

toplamda 9141 olan şube sayısı, Haziran 2001 de 134'e indirilmiştir. Bankalar kanununda yapılan değişiklik ile birlikte TMSF bünyesinde olan bankaların alacak tahsil oranı - tahsil süreci hızlandırılmış ve "aktif yönetim birimi" ile bu bankaların kalitesi - likiditesi düşük aktifleri etkin bir şekilde yönetilmiştir⁴³⁰. Demirbank'ın HSBC' ye satışı 20 Eylül 2001 tarihinde tamamlanmıştır. 18/06/2002 tarihinde Pamukbank'a el koyulmuş ve 17/11/2004 tarihinde Halkbank'a devredilmiştir. BDDK' nın 03/07/2003 tarih ve 1085 sayılı kararı ile yükümlülüklerini yerine getirmeyen ve istenilen önlemleri almayan İmar Bankasına, finansal sistem istikrarı ve sisteme olan güvenin bozulmaması için el koyulmuş ve TMSF' ye devredilmiştir⁴³¹. Ayrıca fon bankalarının satış prosedürüne yönelik eylem planı açıklanmıştır. *Bu gelişmelerle birlikte artık finansal sistemin istikrarına verilen önem ve uygulamalar daha net olarak görülmektedir. Ayrıca sistem için büyük riskler oluşturan sorunlara, kalıcı çözümler üretilmeye başlanması da finansal sistemin güçlendirilmesi ve oynaklıklara karşı dayanıklı hale gelmesi açısından önemlidir.*

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında ikincil hedef olarak alınan enflasyonla mücadele sürecinde, 1999 Programının çapası olan kurların serbest dalgalanmaya bırakılması finansal sistemdeki risklerin azaltılmasına yönelik bazı özellikler taşımaktadır^δ. Yeni dönemde dalgalanma boyutunun risk yaratacak düzeylere ulaşmaması için TCMB' nin kurlara müdahale etmesine izin verilmiştir. Yapılacak müdahaleler kurlardaki trendi yani eğilimi değiştirecek şekilde değil, daha çok oynaklıkları azaltmaya yönelik olacaktır. TCMB' ye bu yetkinin tanınması, finansal istikrar içinde önemli bir yeri olan kurlarda, bundan sonra yaşanabilecek oynaklıkların azaltılabilmesi için önemlidir*. Spekülatif atak ve ahlaki riski önleme adına, TCMB' nin kurlara hangi seviyelerde müdahale edeceği ve müdahalenin ne kadar süreceği gibi bilgiler finansal sistem katılımcılarına önceden duyurulmayacaktır. Kurlardaki oynaklıkların ve belirsizliklerin azaltılmasının, enflasyonda aynı yönlü etki ve düşüş yaratacağı beklentisi, enflasyonun ilk planda, para politikası tarafından "örtük" olarak hedeflendiğini göstermektedir.

4.5.2. Finansal İstikrara Yönelik olarak, Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı Kapsamında Yapılan Diğer Düzenlemeler ve Bu Süreci Destekleyen Uygulamalar

Makro ekonomik alanda yaşanan istikrarsızlıklar, kamu kesimi açıkları ve bu açıkların finansmanının finansal sistemde yarattığı riskler, kamu bankalarının görev zararları, mevduat sigortası sistemi, TCMB ile gözetim ve denetim yapan kurumların özerk olarak çalışmaması gibi sorunlar ile *Özel bankacılık kesimi* bu döneme kadar istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Bu faktörler bankaların, öz kaynak yetersizliğine, küçük ölçekli olmalarına, aktif kalitelerinin

⁴³⁰ A.g.e., s.16, (41. madde).

⁴³¹ Günal, s.165.

^δ Programlarda çapa olarak bir değişkenin alınmasının amacı, diğer değişkenlerin bu değişkendeki hareketten yoğun olarak etkilenmesi varsayımına dayanmaktadır. Seçilen değişkendeki harekete diğer değişkenlerin de uyum göstereceği varsayılmaktadır. Türkiye ekonomisi için döviz kuru güvenilirliği yüksek bir çapadır. Kurun oynaklığı düşük, istikrarlı bir hareket sergilemesi diğer değişkenlerin istikrarı ve enflasyonun düşüşü açısından önemlidir. Döviz kurunun önemli bir çapa olmasında Liberalizasyon sürecinden itibaren yaşanan ve son dönemde tersine dönmeye başlayan para ikamesi olgusu önemlidir. Türkiye'de ekonomik birimlerin bekleyişleri üzerinde, kur ve kurdaki hareket bu açıdan büyük önem taşımaktadır.

* Aralık 1999 Enflasyonu düşürme programının çapası olan sabit döviz kurunun serbest bırakılması ve yeni programın çapası olması, finansal sistem için bir otomatik stabilizatör gibi düşünülebilir. Uluslararası finansal sisteme entegre olan Türkiye finansal sisteminde önemli bir yabancı payı bulunmakta ve yerli yatırımcıların da yurtdışında finansal varlıkları bulunmaktadır. Finansal sistemde ve makro ekonomik risklerde artış olması durumunda, kısa vadeli yabancı sermaye çıkışlarının, kurlarda yaratacağı oynaklık ya da hızlı artış serbest kur sistemi ile bir ölçüde azaltılabilecektir. Çünkü kısa vadeli yabancı sermayenin finansal sistemden elde edecekleri karlar, ülke dışına çıkarken kurdaki artış oranında azalacaktır. Bu nedenle de kurların artışı ve kaynakların (sıcak para) çıkışı sınırlı kalacaktır. Bu süreçte TCMB' nin de aşırı oynaklıklara izin vermeyeceğini duyurması ve müdahalelerde bulunması spekülasyonu da sınırlayacaktır.

düşük olmasına, risklere karşı aşırı kırılabilirlik olmalarına, şeffaf olmayan bir yapı sergilemelerine ve risk yönetimi altında kurumsal bir yapıları olmamalarına neden olmuştur.

Kamu finansman açığı nedeniyle, bankacılık kesiminin 1990'dan itibaren devlet iç borçlanma senetleri ve dövize bağlı işlemlerindeki artış, açık pozisyonlarını ve dolayısıyla bilanço dışı işlemlerine de hızla artmıştı. Bunun yanında bu dönemde finansal sistemin derinliğinin arttığı göz önünde tutulmalıdır. Derinlikteki artış, alınan önlemler ile birlikte, finansal sistemin meydana gelebilecek oynaklıklara karşı dayanıklı olmasında önemli bir faktör olacaktır. Tablo 4.9'da finansal sistem içinde önemli bir payı bulunan bankacılık kesimine ait ilgili oranlar, sistemin derinliğindeki artışın gösterilmesi adına verilmiştir.

Tablo 4.9: Bankacılık Kesimi Büyüklükleri*

Oranlar (%)	1990	1994	1999	2000
Toplam Aktif/GSMH	38.2	40.3	71.7	76.9
Toplam Krediler/GSMH	17.9	15.8	21.6	25.2
Tasarruf Mev./GSMH	12.7	18.5	31.6	31.9
KamuBank.Aktif/Toplam Sek.Aktifleri	44.6	39.6	34.9	34.2
Bilanço Dışı İşm./Toplam Aktifler	---	49.5	103.5	100.8

BDDK, "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı", 15 Mayıs 2001. http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf (15 Aralık 2008). s.4'ten derlenmiştir. *Bilanço Dışı İşm./Toplam Aktiflere oranı ise, kamu finansman açığı kanalıyla bankacılık kesiminde artan riskleri göstermek adına verilmiştir.*

1999 Haziran Tarih ve 4389 Sayılı Bankalar kanunu ve bu kanunda değişiklik yapan 4491 nolu yasa daha öncede değinildiği gibi, TMSF' nin bankalara el koymasına yönelik düzenlemelerinin yanında, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'nun (BDDK) kurulmasını içerdiği için de önemliydi. Bu noktada, Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı ve bu programı destekleyen uygulamalardan önce, 4389 Sayılı Bankalar Kanunu ve 4491 nolu yasa ile birlikte bankacılık kesimi ve finansal istikrara yönelik atılan önemli adımları kısaca açıklamak, yapılanları bir bütün olarak görme adına yararlı olacaktır.

4389 Sayılı Bankalar Kanunu kapsamında, bankaların asgari sermaye miktarları arttırılmış, banka kredilerine karşılık ayrılmasına başlanmış, tahsilinde güçlük yaşanan krediler için ayrılacak karşılıklar yeniden düzenlenmiş, mali bünyesi bozulan bankaları karşı alınacak önlemler detaylı olarak belirlenmiş, banka sahip ve yöneticilerinin yapacakları yolsuzluklara karşı cezai uygulamalar arttırılmıştır. 4491 nolu yasa ile de, banka kredilerine uygulanan hükümler Avrupa Birliğine uyumlu hale getirilmiş, mali tabloların düzenlenmesi ve denetiminde BDDK' ya kapsamlı yetkiler verilmiş, bankaların mali bünyelerinin bozulma nedenleri ve bu yönde alınacak tedbirler ayrıntılandırılmış, *bir ya da birkaç bankada meydana gelebilecek sorunların sistemin tamamına yayılmasını engelleyecek önlemler alınmış*, özel finans kurumları Bankalar Kanununa tabi tutulmuştur^Ω.

4389 sayılı yasa kapsamında, Şubat 2001'de ise şu iki önemli yönetmelik çıkarılmıştır. Bunlar, iç denetim ve risk yönetimi sistemleri hakkında yönetmelik ile bankaların sermaye yeterliliğinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin yönetmeliktir⁴³². Yönetmeliklerden ilki oluşabilecek risklerin izlenmesini ve bu süreçte iç denetim sistemlerini düzenlerken, ikincisi ise kur, faiz ve piyasa risklerinin meydana getireceği zararlar karşısında sermaye yeterliliğine yönelik düzenlemeler içermektedir. Krizler ve öncesinde yaşananlar düşünüldüğünde bu iki düzenleme de bankacılık kesimi, dolayısıyla finansal sistemin güçlendirilmesi adına önemli adımlardır.

^Ω Alınan bu tedbirlerin, para politikası ve finansal istikrar ilişkisi başlığı altındaki İkinci Bölüm'de ayrıntılı olarak anlatılan konularla ilişkili olduğuna dikkat edilmelidir.

⁴³²BDDK, "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı", 15 Mayıs 2001. http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf (15 Aralık 2008), s. 5.

BDDK tarafından açıklanan ve yürütülen 15 Mayıs 2001 Tarihli Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı kapsamında, kamu bankaları ve fon bankalarına yönelik düzenlemeler ve ekonomik görünümde yaşanacak düzelmeler, özel bankacılık kesimi açısından pozitif dışsallık sağlamaktadır. Gelişmelerin finansal piyasalar üzerindeki baskıları azaltması ile birlikte, özel bankaların kullanabileceği fon miktarı artmış ve borçlanma maliyetleri düşmüştür.

Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı finansal istikrar açısından değerlendirildiğinde, bankacılık sektörünün etkinliğinin sağlanması ve etkin denetim - gözetim için yapılan düzenlemelerin en önemlileri şunlardır; Özel bankalardan kaynaklanan risklerin belirlenmesi ve azaltılmasına yönelik BDDK bankalarla birebir görüşmelere ağırlık vermiştir. Bu görüşmelere dayalı olarak sermaye yeterliliğine ve yeniden yapılanmaya yönelik taahhüt mektupları almıştır. BDDK tarafından taahhüt mektuplarında belirlenen performans ölçütleri titizlikle uygulanmıştır. Bu kapsamda aktif – pasif dengesini tutturamayan ve açık pozisyon konusunun yakından takibine yönelik mevzuat değişikliği ile birlikte, belirlenen sınırlara uymayan bankalar sistemden çıkarılacaktır⁴³³. Ayrıca uluslararası muhasebe standartlarına yönelik Ocak 2002 tarihinde muhasebe uygulama yönetmeliği çıkarılmış, *repo işlemleri bilanço kapsamına alınmıştır*. Öz kaynaklar konusunda ise AB' nin getirdiği direktif ve tanımlamalar uygulanmaya ve mali durumu gösteren oranların hesaplanmasında bu öz kaynak tanımı kullanılmaya başlanmıştır. Ek olarak bankaların mali kurum dışındaki ortaklıkları sınırlandırılmış ve off-shore bankalar sıkı denetim altına alınmıştır. *Sistemi güçlendiren ve sisteme olan güveni artırma konusunda önemli görülen bu uygulamalar, BDDK' nin daha etkin bir kurum haline geldiğini de göstermektedir. Bu kapsamda artık BDDK ve TCMB sistemdeki riskleri önceden görebilmek ve oynaklıkları azaltabilmek adına yoğun işbirliği içinde çalışacaktır. Özellikle likidite sıkışıklıkları durumunda BDDK, TCMB ve Hazine yoğun bir koordinasyonda bulunacaktır*⁴³⁴.

Finansal sektörün güçlendirilmesi ve etkin çalışması için uygulanmaya konulan Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı dışında bazı önemli gelişmeler de yaşanmıştır. Bu kapsamda 4743 Sayılı Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması Kanunu, uygulanan programı güçlendirilmiş ve özel bankalara sermaye desteği vermeye yönelik altyapıyı oluşturmuştur^δ. Ayrıca 4373 sayılı kanun ile BDDK tarafından “Varlık Yönetim Şirketleri” nin kuruluş ve faaliyet esasları belirlenmiş, ilgili kapsamdaki şirket, Eylül 2002’de faaliyete geçmiştir. Risklerin artması durumunda kurulacak bu tür şirketlerin amacı, banka ve diğer finansal kuruluşların sorunlu alacaklarını devralmak, yönetmek ve en kısa zamanda sonuçlandırmaktır. *Bu şirketler finansal sistemin çalışmasını engelleyebilecek kalitesi düşük ve sorunlu varlıkların likit hale gelme sürecinde önemli rol oynayabilecektir*. Bir başka olumlu gelişme de Türkiye Bankalar Birliği tarafından hazırlanan ve 4 Haziran 2002’de yürürlüğe giren “*Finansal Yeniden Yapılandırma Programı*”dır^Ω. Bu programın amacı ise, reel ekonomide katma değer yaratan ve finansal açıdan sıkıntı yaşayan firmalara, borç ödeme koşullarında çeşitli kolaylıklar getirilmektir⁴³⁵.

⁴³³ A.g.e., s.20 (madde 39).

⁴³⁴ A.g.e., s.22 (madde 43).

^δ Türkiye’de finansal istikrarının sağlanmasına yönelik, kamusal düzenleme gerekliliği açısından bu düzenleme, önemli bir örnektir.

^Ω İlgili programın çerçeve antlaşması Türkiye Bankalar Birliği tarafından hazırlanmış ve alacaklı kuruluşlarca imzalanmıştır. BDDK’ nin onayından sonra resmi gazetede yayımlanmıştır.

⁴³⁵ Erdönmez, Pelin Ataman, “**Ekonomik Kriz Sonrası Kurumsal Yeniden Yapılandırma Süreci**”, Bankacılık Dergisi, Sayı 43, 2002, ss. 67-82.

4.5.3. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Kapsamında 1211 nolu TCMB Kanunu'nda Yapılan Değişikliklerle, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Statüsü ve Para Politikası Alanında Yapılan Önemli Yenilikler

Buraya kadar, *para politikası ve finansal istikrar analizinin yapılabilmesi için gerekli olan altyapıyı oluşturacak uygulamalar*, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında açıklanmaya çalışıldı. Ancak, *finansal sistemin güçlendirilmesi ve istikrarlı bir yapının tesisi sürecinde*, T.C. Merkez Bankasının statüsünün net olarak ortaya koyulması, para politikasının hedefleri, sınırları ve görevlerinde hakimiyetin TCMB' ye devredilmesi, kısacası T.C. Merkez Bankasının bağımsız bir kurum haline dönüştürülmesi de gerekmektedir. *Para politikası ve finansal istikrar analizi için gerekli altyapıyı oluşturan uygulamalar dışında bağımsızlık, TCMB para politikasının finansal istikrarı gözetmesi ve amaçlaması için zorunlu bir koşuldur*. Ancak böyle bir yapılanma altında, Merkez Bankası ve dolayısıyla para politikasının, ekonomik gerçeklere yönelik olarak etkin çalışması, *fiyat - finansal istikrar* ikilisini gözetmesi ve amaçlaması mümkün olacaktır. Bu nedenlerle, değişen koşullar ve dünya Merkez Bankacılığında yaşanan gelişmeler ışığında, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, 25/04/2001 Tarih ve 4651 Sayılı Kanun ile, 14/01/1970 Tarihli 1211 sayılı TCMB Kanunu'nda önemli değişiklikler öngörülmüş, 14 maddede değişiklik yapılmış, 7 madde yürürlükten kaldırılmış ve 1 madde eklenmiştir⁷. Gelişmeyi kurala dayalı para politikası yürütme çabalarının ulaştığı son nokta olarak görmek yanlış olmayacaktır. *Gelinen nokta Türkiye'de merkez bankacılığı ve para politikası açısından yaşanan tarihsel gelişim sürecinin ulaştığı önemli bir aşamadır*. Bu alt bölümde gelişimin önemli parçaları, para politikası ve finansal istikrar ilişkisi açısından değerlendirilmeye çalışılacaktır⁸.

TCMB Kanununda yapılan yenilikler içinde bu çalışma için en önemlisi, ilgili kanunun 4.maddesidir. Buna göre; ***“Bankanın amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çalışmamak kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler”***⁴³⁶. Ayrıca ilgili bentler de; ***“Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur”*** ve ***“Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir”*** ifadeleri yer almıştır⁴³⁷. Madde' nin kendisi ve bu iki bend, TCMB' nin asıl amacının fiyat istikrarı olduğu ve bu amaç doğrultusunda kullanacak para politikası ve araçlar konusunda *tam* bir netlik sağlanmıştır.

Değişiklikle birlikte artık TCMB' nin ilk amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ayrıca TCMB amaçlarına ulaşmada para politikası ve araçları üzerinde tek yetkili kurumdur. Madde 4 finansal istikrara yönelik olarak para politikası ve araçlarının TCMB tarafından bağımsız bir şekilde kullanımının yolunu açmıştır. *Likiditenin kontrolünde TCMB' ye tam yetki verilmiş olması hem fiyat hem de finansal istikrar açısından önemli bir adımdır*. Artık siyasi sürecin TCMB ve para politikası üzerindeki etkisi ortadan kaldırılmıştır. 5 Kasım 2001 tarihinde Merkez Bankası Kanunu' nda Hazine ve diğer kamu kurumlarına kredi açılmasını yasaklayan

⁷ Kanuna ait metinde üzerinde durulan ifadeler, daha çok finansal istikrara yönelik olarak değerlendirilmeye çalışılacaktır. İlgili uygulamaları genel olarak fiyat istikrarına yönelik olarak da değerlendirmek mümkündür. Bu kapsamda İkinci Bölüm'de fiyat ve finansal istikrar ilişkisi ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

⁸ Değişikliklere genel olarak bakıldığında bunların; araç ve amaç bağımsızlığı, hesap verilebilirlik, şeffaflık, para politikası kurulu, kamu kesimine kredi açılmaması, son kredi verme mercii, finansal istikrara yönelik amaçlar etrafında yoğunlaştığı görülmektedir.

⁴³⁶ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, 14/01/1970.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html> (5 Aralık 2008). (madde 4).

⁴³⁷ A.g.e. (madde 4, II. fıkra, (c) ve (d) bendi).

hüküm de yürürlüğe girmiştir*. Ayrıca parasal ve finansal istikrarın tesisi yönünde Maastrich Kriterleri' nin sağlanması adına altı aylık bir geçiş dönemi belirlenmiştir^δ.

Yine madde 4'ün 1. fıkrasında, bankanın temel görevleri alanında da köklü değişiklikler görülmektedir. Bu kapsamda **“açık piyasa işlemleri yapmak”** bendi en etkin araçlardan biri olan açık piyasa işlemleri konusunda kurumun tam yetkiyle donatılması ve piyasalardaki likidite düzeyinin kontrolünde önemli bir adımdır⁴³⁸. Finansal piyasalarda risklerin ve oynaklıkların arttığı dönemlerde likiditede yaşanan sıkışıklıkların önlenmesi ve istikrar sürecinin devamlılığı açısından TCMB tam donanımlı hale gelmiştir. Bu bağlamda ilgili bend; **“Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri alma ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimlerini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerini vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemleri yapmak”** şeklindedir⁴³⁹. Bu bendler, araç ve amaç bağımsızlığına kavuşan TCMB açısından değerlendirildiğinde, kısmi olarak finansal istikrar amacına işaret edilmektedir. Finansal sistemin önemli bir parçası ve göstergesi olan döviz piyasası ve bu piyasada oluşan fiyatların istikrarlı seyri, sistemin istikrarı açısından da gereklidir. **“Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek”** bendi de yine bu amaçla yapılan bir düzenlemedir⁴⁴⁰. Dolayısıyla ilgili bu bendler, TCMB' ye bu açıdan da finansal istikrara yönelik politika geliştirme sorumluluğu vermektedir. Bu bend, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının serbest, ancak TCMB yönetiminde bir kur rejimi temelinde olmasını da desteklemektedir.

Parasal genişleme ve faiz oranları istikrarının sağlanmasına yönelik, TCMB' nin para politikasını bağımsız olarak kullanabilmesini destekleyen şu düzenleme de yapılmıştır; **“Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispoizibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek”**⁴⁴¹. Finansal sistem ve para politikası açısından önemli bir değişken olan faiz oranlarının istikrarlı hale gelmesi ve likidite kontrolüne yönelik, TCMB' nin bu açıdan da tek otorite haline getirilmesi, finansal istikrarın sağlanmasına yönelik önemli bir adımdır. Ayrıca TCMB' nin görevleri arasında; **“Reeskont ve avans işlemleri yapmak”** şeklindeki tanımlama da bir

* TCMB'nin birincil piyasadan Hazine tahvil ve bono alımının önüne geçilmiş, böylece kamu açığı ile emisyon arasındaki organik bağ ortadan kaldırılmıştır.

^δ Toplulukta fiyat istikrarı bakımından en iyi performansa sahip üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile, bir üye ülkenin enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir. Üye ülkelerin kamu açıklarının GSYİH' lalarına oranı %3'ü geçmemelidir. (Antlaşmanın 104c maddesi ile bu kritere getirilen istisnaya göre, eğer kamu açığı sürekli olarak ve önemli ölçüde azalmakta ve %3'e yaklaşmış ise veya %3'lük hedefin aşılması istisnai ve geçici bir durum ise ve açık %3'e yakın ise, bu kriter yerine getirilmiş sayılacaktır. Üye devletlerin kamu borçlarının GSYİH' ya oranı %60'ı geçmemelidir. Üye ülkelerde uygulanan uzun vadeli faiz oranları, 12 aylık dönem itibarıyla, fiyat istikrarı bakımından en iyi performansa sahip 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmamalıdır. Üye devletlerin milli paraları, Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizmasının izin verdiği normal dalgalanma marjı içinde (%15) olmalıdır. Maastricht Kriterleri Merkez Bankalarının bağımsızlığı konusunda da düzenleme yapmıştır. Avrupa Merkez Bankası (AMB), ulusal merkez bankaları ve bunların karar alma organlarında görev yapan kişiler, bu Antlaşma ve Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Statüsü tarafından kendilerine verilen görev ve yükümlülükleri yerine getirirken ve yetkilerini kullanırken, topluluk kurum ve organlarından, üye devlet hükümetlerinden veya herhangi bir başka makamdan talimat istemez ve almaz. Topluluk kurum ve organları ve üye ülke hükümetleri, bu ilkeye riayet etmeyi ve AMB' nin veya ulusal Merkez Bankalarının karar alma organlarının üyelerini, görevlerini yerine getirirken etkileme girişiminde bulunmamayı taahhüt eder.

⁴³⁸ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, 14/01/1970.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html> (5 Aralık 2008) (madde 4, I. fıkra, (a) bendi).

⁴³⁹ A.g.e., (madde 4, I. fıkra, (b) bendi).

⁴⁴⁰ A.g.e., (madde 4, I. fıkra, (e) bendi).

⁴⁴¹ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, 14/01/1970.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html> (5 Aralık 2008). (madde 4, I. fıkra, (c) bendi).

önceki bendi desteklemektedir⁴⁴². Ancak bu uygulama, para politikası araçları arasında açık piyasa işlemlerinin yoğun olarak kullanılması ve geçmiş dönemlerde likiditenin kontrolünü güçleştirecek şekilde uygulanması nedeniyle önemi azalmıştır⁴⁴³.

Finansal istikrar açısından finansal sistemin etkin çalışması ve fonksiyonlarını yerini getirmesi gerekmektedir. Ayrıca para politikası uygulamalarının gecikme uzunluğu üzerinde ödemeler sisteminin etkin çalışması etkili olmaktadır. Ödemeler sistemi açısından önemli olan konu da Merkez Bankasının “nihai kredi mercii” fonksiyonunun gecikme yaşanmadan yerine getirilmesi ile ilgilidir. Nihai kredi mercii fonksiyonu da etkin bir ödemeler sistemi altında mümkün olmaktadır. Bu nedenle çalışmanın diğer bölümlerinde de pek çok kez üzerinde durulduğu gibi, günümüz merkez bankacılığının sorumlulukları arasında ödemeler sisteminin sağlıklı ve etkin olarak çalışması da bulunmaktadır. Banka, teknolojik gelişmelere karşı sistemi geliştirici faaliyetler, düzenlemeler yapma, sistemin gözetim ve denetiminden BDDK ile doğrudan sorumludur. Bu gerekçelere bağlı olarak ilgili kanunda şu şekilde iki önemli düzenleme daha yapılmıştır; birincisi, **“Türk Lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek”**, ikincisi ise, **“Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür”**dür⁴⁴⁴. İlgili bu düzenlemeler ile birlikte Maastricht Antlaşması (105 (2) maddesi) ve Avrupa Merkez Bankası Sistemi (3. ve 22. maddeler) ile uyum da sağlanmıştır. Düzenlemeler ile birlikte, ödeme yöntemleri ve araçlarına yönelik faaliyetler, takas odalarının işleyişinin kontrol edilmesi ve işleyişinin kesintisiz çalışması TCMB sorumluluğundadır⁴⁴⁵. Günlük ihtiyaçların dışında, özellikle kredi kanallarının çalışmadığı kriz dönemlerinde finansal istikrara yönelik olarak özellikle ikinci bend ön plana çıkmaktadır.

Türkiye ekonomisinde etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun BDDK tarafından yerine getirilmesine, TCMB’ nin finansal sistemin istikrarını sağlayıcı uygulamaları eşlik etmektedir*. Günümüz ekonomilerinde artık *“finansal istikrarı sağlamak ve sürdürmek”* Merkez Bankalarının temel görevleri arasındadır⁴⁴⁶. Bu nedenle TCMB’ nin finansal istikrarı sağlaması sorumluluğuna yönelik ve doğrudan finansal istikrarı hedef alındığı, finansal istikrarı sağlayıcı ve sürdürücü önlemler almasına yönelik üç önemli bend daha bulunmaktadır. Bunlardan ilki, **“Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak”**, ikincisi, **“Mali piyasaları izlemek”**, üçüncüsü ise, **“Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan**

⁴⁴² A.g.e., (madde 4, I. fıkra, (d) bendi).

⁴⁴³ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu’ nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25/04/01 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler”, 25 Nisan 2001.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacik.html> (20 Aralık 2008). s. 7.

⁴⁴⁴ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, 14/01/1970.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html> (5 Aralık 2008). (madde 4, I. fıkra, (f) ve II. fıkra, (e) bendi).

⁴⁴⁵ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu’ nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25/04/01 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler”, 25 Nisan 2001.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacik.html> (20 Aralık 2008). s. 9.

* Çalışmanın 2. Bölümünde de üzerinde durulduğu gibi günümüz ekonomilerinde etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu, Merkez Bankaları dışındaki kurum ya da kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu ülkelere örnek olarak Avustralya, İngiltere, Finlandiya, Norveç, Brezilya, Meksika ve Kanada gösterilebilir.

⁴⁴⁶ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu’ nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25/04/01 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler”, 25 Nisan 2001.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacik.html> (20 Aralık 2008). s.10.

gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir” ‘dir⁴⁴⁷. Özellikle risklerin arttığı ve kriz dönemlerinde bankalar arası piyasada çok yoğun işlemler gerçekleştirilmekte ve piyasalarda önemli oynaklıklar yaşanabilmektedir. Bu süreçte TCMB’ nin önemli fonksiyonu bulunmaktadır. Günümüzde Merkez Bankaları, bu gibi durumlarda ilgili kurumlarla birebir görüşmeler yaparak sistemi kontrol altında tutmaya çalışılmaktadır. Bu kapsamda TCMB etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun yerine getirilmesi aşamasında BDDK ile eşgüdümlü olarak çalışmaktadır. Bunun gerekçesi ise “finansal istikrarın” kamusal alanda faaliyet gösteren pek çok kurumu ilgilendiriyor oluşudur^δ.

Yeni dönem ile birlikte, TCMB yürüttüğü politikalar ve genel durum ile ilgili olarak “Yıllık Rapor” ‘ların yanında ayrıca, 2005 yılından itibaren, yılda iki kere “Finansal İstikrar Raporu” ve 2006 yılından itibaren, yılda dört kez “Enflasyon Raporu” yayımlamaya başlamıştır. Amaç TCMB’ nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile birlikte, yapılan düzenlemelere yönelik yürüttüğü politikadaki gelişimin, piyasa katılımcıları ile paylaşılmasıdır. Bu şekilde hem şeffaf bir politika yürütüldüğüne yönelik net sinyal verilmekte hem de para politikası uygulamalarında belirsizliğin olmadığı gösterilmesi ile piyasa katılımcılarının bekleyişleri olumlu etkilenmektedir.

Yapılan değişiklikler altında TCMB Kanunu’na bakıldığında ise, *kısa vadeli faiz politikası üzerindeki etkinliğinin artırılmasına* öncelik verilmiştir. Günümüz Merkez Bankalarının para politikası araçları arasında *kısa vadeli faiz oranları* çok yoğun olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda TCMB’ nin *kısa vadeli faiz aracı* üzerindeki etkinliği Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile arttırılmak istenmiştir. Amaç piyasa faizleri ve finansal sistem üzerinde önemli bir ağırlığı bulunan kısa vadeli faiz aracının etkin (bağımsız) bir şekilde TCMB tarafından kullanılmasını sağlamaktır. Ancak böyle bir bağımsızlık altında Merkez Bankasının finansal sistemden kaynaklanan risklere yönelik kısa dönemli faiz politikası izlemesi mümkün olmaktadır. Faiz düzleştirme teorisinde de Merkez Bankası tepki fonksiyonunun temelinde kısa vadeli faizin var olduğuna bu açıdan dikkat edilmelidir. *Bu bölümde faiz düzleştirme kuralının TCMB için test edilmesi sürecinde de Güçlü Ekonomiye Geçiş Sonrası dönem alınmasının en önemli nedeni, kısa dönemli faiz politika aracı üzerinde TCMB’ nin bu dönemden sonra tam bir etkinliğe ve hakimiyete sahip olmasıdır.*

4.6. Finansal Sistemi Güçlendiren Gelişmeler ve T.C. Merkez Bankası Araç ve Amaç Bağımsızlığı Altında, 2001 Sonrası Para Politikası ve Finansal İstikrar İlişkisi: Finansal İstikrarı Sağlayıcı Genel ve Spesifik Para Politikası Uygulamaları

Aralık 1999 Enflasyonu Düşürme Programının devamı şeklinde düşünülebilecek Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında alınan önlemler ve yapısal dönüşümün yanında, TCMB’ ye tam bir özerklik verilmiş olması, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına çok önemlidir. Finansal sistemin güçlendirilmesine ve kamu finansman dengesinin sağlanmasına yönelik uygulamalar, para politikası etkinliğini bozan faktörlerin ortadan kalkmasında önemli etkenler olmuştur. Bu nedenle üzerinde ayrıntılı olarak durulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı ve en önemlisi T.C. Merkez Bankası Kanunu’ndaki değişiklikler, para politikası - finansal istikrar ilişkisi ve analizinde önemli bir dönüm noktası oluşturmaktadır. *Para politikası ve finansal istikrar analizi için gerekli olan altyapıyı* oluşturacak yenilikler ve T.C. Merkez Bankası Kanunu’ undaki önemli düzenlemeler, bu dönemden itibaren *uzun vadeli* olarak para politikasının finansal istikrarı sağlayıcı ve sürdürücü politikalar yürütmesinin önündeki

⁴⁴⁷ TCMB, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, 14/01/1970.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html> (5 Aralık 2008). (madde 4, I. fıkra, (c) bendi, I. fıkra (h) bendi ve II. fıkra (g) bendi).

^δ Finansal istikrara yönelik olarak açıklanan bendleri detaylandıran bendler de bulunmaktadır. Ancak konunun özünün kaçırılmaması adına bunlara yer verilmemiştir.

engelleri ortadan kaldırmaya ve dolayısıyla para politikasının etkinliğini sağlamaya başlamıştır.

Birinci ve İkinci Bölümde de üzerinde durulduğu gibi finansal istikrar pek çok değişkenin etkisinden oluşan dinamik bir süreçtir. Bu nedenle, bu alt bölümde de T.C. Merkez Bankası para politikasının finansal istikrarı sağlamaya ve sürdürmeye yönelik uygulamalarına yine tarihsel yaklaşım içinde yer verilecek ve süreç değerlendirilmeye çalışılacaktır.

T.C. Merkez Bankası'nın bağımsızlığına yönelik düzenlemeler ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında para politikasında yapılan değişiklikler ile birlikte 2001 yılında örtük enflasyon hedeflemesi politikasına geçilmiştir. Kamu ve fon bankalarının yükümlülüklerini yerine getirmelerine yönelik yapılan operasyonda da TCMB önemli bir rol üstlenmiştir. Bu süreçte açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi için gerekli yapının oluşmamasına bağlı olarak, para tabanı kontrolüne dayalı parasal hedefleme yapılmış ve parasal göstergeler, performans kriteri olarak kullanılmıştır. Program dahilinde belirlenen net iç varlıklar için tavan ve net rezerv değişimi için bir taban uygulaması hem performans kriteri olarak hem de kamu açık finansmanının TCMB kaynaklarından karşılanmaması için kullanılmıştır*. Ayrıca belirsizliğin ortadan kalkması ve ekonomik birimlerin beklentilerinin olumlu etkilenebilmesi için gösterge niteliğinde para tabanı hedefleri belirlenmiştir⁴⁴⁸.

Döviz piyasasında da dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesinden sonra uzun dönemli dengeden sapacak şekilde aşırı dalgalanma olması durumunda, TCMB'nin istikrar sağlayıcı müdahalelerde bulunacağı açıklanmıştır. Bu kapsamda 2001 yılı içinde bu türden müdahaleler gerçekleştirilmiştir. Ancak bu dönemde müdahaleler daha çok, IMF mali kaynaklarının Hazine finansmanına yönelik kullanılmasının piyasada yarattığı fazla likiditenin sterilizasyonuna yönelik olarak gerçekleşmiştir. Kur üzerinde oluşan baskının ortadan kaldırılmasına yönelik TCMB'nin döviz satışlarının yanında, kamu ve fon bankalarından kaynaklanan baskı için ise döviz endeksli Hazine kağıtları piyasaya verilmiştir. Bu kapsamdaki müdahaleler önceden açıklanan program dahilinde sürdürülmüştür. Ayrıca bankacılık kesiminin dış yükümlülüklerini karşılayabilmesi için TCMB döviz depo olanağı sağlamıştır. Uygulamalar sonucu kurlar üzerinde oluşan baskı ortadan kaldırılabilmiştir.

TCMB'nin para politikası etkinliğini bozan ve faizler üzerinde büyük baskı unsuru olan, kamu ve fon bankalarının gecelik borçlanma ihtiyaçlarının düşürülmesine yönelik operasyon, faizlerin istikrarı açısından önemli bir uygulamadır. Faizlerin istikrarı ve finansal istikrara yönelik olarak, bu bankaların borçlanma ihtiyaçlarının karşılanması, programın önemli bir aşamasıdır. Kamu ve fon bankalarının mali durumlarının iyileştirilmesine yönelik olarak verilen Hazine kağıtları periyodik olarak başarılı bir şekilde TCMB tarafından piyasadan çekilmiş, böylece ilgili bankaların gecelik borçlanma ihtiyaçları karşılanmıştır. Ayrıca TCMB portföyüne giren Hazine kağıtları, kamu borç yapısının rahatlatılması ve *para politikasında etkinliğin sağlanması için* uzun vadeli Hazine kağıtları ile değiştirilmiştir⁴⁴⁹. Program dahilinde belirtildiği gibi piyasada oluşan likidite fazlası ise açık piyasa işlemleri ve döviz satışları ile piyasadan çekilmiştir⁴⁵⁰. Fazla likiditenin piyasadan çekilmesi süreci, parasal büyüklüklerde belirlenen hedeflerin yakalanması açısından da önemlidir. *TCMB'nin*

* Yeni dönem ile birlikte TCMB'nin Hazine kağıtlarını birinci piyasadan satın alması sona erdirilmiştir. Bu gelişme sonucu, TCMB'nin menkul kıymet portföyünün net olarak izlenebilmesi için bilanço kalemlerinde değişikliği gidilmiştir. "*Hazine Borçları Hesabı*", net iç varlık hesabı kapsamına alınmıştır. Böylece Banka portföyüne önceden giren Hazine kağıtları, ikincil piyasadan alınan Hazine kağıtları ve TCMB'nin ikincil piyasada gerçekleştirdikleri işlemler net olarak izlenebilmiştir. Bu tür bir değişiklik piyasa katılımcılarının Programa ve TCMB para politikasına güveninin tesisi açısından önemlidir.

⁴⁴⁸ TCMB, *Yıllık Rapor 2001*, s.75.

⁴⁴⁹ A.g.e., s.99.

⁴⁵⁰ A.g.e., s. 95.

piyasada yoğun olarak gerçekleştirdiği bu işlemler, kamu ve fon bankalarının kısa vadeli faizler üzerinde yarattığı baskının ortadan kaldırılmasında ve TCMB' nin kısa vadeli faizler üzerinde etkisinin artmasına katkı sağlamıştır. Uygulamalar sonucu faizlerdeki oynaklıklar azaltılmış ve istikrarlı bir trend oluşmaya başlamıştır.

2001 yılından itibaren para politikası sürecinde etkinliği artan kısa vadeli faiz aracı olarak, *Bankalar arası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanan faiz oranları* kullanılmaktadır. *Faiz düzeltme kuralı paralelinde, 2001 sonrasında kısa vadeli faiz politikasının etkinliğinin artması ise para politikası ve finansal istikrar ilişkisi açısından önemli bir gelişmedir.* Son dönemde krizler ve krizlerden önce TCMB' nin finansal istikrara yönelik uygulamaları olmuş ve sistemdeki dalgalanmalar giderilmeye çalışılmıştır. *Bu dönemde yapılan değişikliklerle birlikte para politikasının katı kurallardan kurtarılması ve esnek bir yapıya kavuşması, finansal istikrara yönelik politikalarda etkinliğe katkı sağlamıştır.* Daha önceden de değinildiği gibi Program ve TCMB kanundaki değişikliklerle birlikte, TCMB' nin kısa vadeli faiz politikası üzerindeki etkinliğinin artırılmasına öncelik verilmişti. Etkinliği attıracak düzenlemeler sonucu TCMB 2001 yılı boyunca kısa vadeli faiz oranlarını etkin olarak kullanmıştır. Dönemin özelliğine bağlı olarak, kısa dönemli faiz oranları likidite kontrolü ve dolayısıyla enflasyona yönelik olarak yoğun kullanılmıştır. Şubat 2001'den itibaren bankalar arası para piyasasında faizler periyodik ve büyük oranlarda indirilmiştir. Hacim olarak TCMB' nin bankalar arası piyasada gerçekleştirdiği işlemlerin piyasadaki ağırlığı yüksek olduğundan, diğer vadeli faiz oranları ve piyasa faiz oranları da bu indirimlere ayak uydurmuştur. Ayrıca belirsizlik ve risk algılamasının halen yüksek olmasına bağlı olarak, para piyasasında işlemlerin geceliklerde yoğunlaşmasının önüne geçilebilmesi için de, haftalık ve aylık işlemlerdeki faiz oranları yüksek belirlenmiştir. Sonuç itibariyle, likidite ve faizler üzerinde kontrolün sağlanmaya başlanması, kısa dönemli faiz aracının iç ve dış gelişmelere ve enflasyon beklentilerine bağlı olarak kullanılması, finansal istikrarın gözetilmesi açısından anlamlıdır.

2001 yılına bakıldığında, program dahilindeki hedeflere ve para politikası gösterge hedeflerine ulaşılabilmiş, kur – faiz de istenen istikrar yakalanabilmiş ve kısa vadeli faiz politikası etkin olarak kullanılmaya başlanmıştır*. Faizler ve kur üzerindeki baskının ortadan kaldırılmasında da, kamu ve fon bankalarının gecelik borçlanma ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik verilen Hazine kağıtlarının, piyasada yarattığı fazla likidite etkisinin ortadan kaldırılmasına yönelik, açık piyasa işlemlerine yoğun olarak gidilmiş olması da etkili olmuştur. Yaşanan krizlerin ardından TCMB' nin bir bütün olarak etkinliğinin artmaya başlaması ile birlikte gerçekleştirilenler, ilk planda finansal piyasalardaki paniğin önlenmesi ve sistemin işlerlik kazanması açısından yararlı olmuştur.

2002 yılına gelindiğinde ise Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı örtük enflasyon hedeflemesine uygun olarak parasal büyüklükler hedef ve performans kriteri olarak kullanılmaya devam edilmiştir. Bu kapsamda piyasa katılımcılarının beklentilerindeki belirsizlikleri azaltmak ve beklentilerini olumlu etkilemek adına, enflasyon hedefi ile tutarlı olarak parasal taban büyüme oranı %40 olarak açıklanmıştır⁴⁵¹. Yine Program dahilinde net uluslararası rezervler için taban ve net iç varlıklar için bir tavan kuralına bağlı kalınmış ve belirlenen hedeflere göre gösterge niteliğinde izlenmiştir^Ω. Hem belirlenen ara dönemler de

* Ancak Reel M1 ve M2'de düşüş yaşanmasına rağmen, DTH' deki artışa bağlı olarak, M2Y'de artışlar yaşanmıştır. Bu gelişmeye, yaşanan krizler nedeniyle güven kaybı ve beklentilerin olumsuz etkilenmesi sonucu kurlarda yaşanan dalgalanmalar neden olmuştur. DTH' nin 2000 yıl sonu itibariyle toplam mevduatlar içinde payı % 44.1 iken, 2001 sonu itibariyle % 56 olmuştur. DTH' ye uygulanan gelir stopaj oranları arttırılmış, ancak beklentilerin ve dolayısıyla para ikamesinin terse dönmesinin gecikmeli olmasına bağlı olarak, DTH' deki artış düşürülemediği. Ancak uygulama, sistemin güçlendirilmesi ve istikrar sağlayıcı tedbirler alınmaya başlanması adına önemlidir.

⁴⁵¹ TCMB, **Yıllık Rapor 2002**, s.75.

^Ω Net iç varlıklar kalemi TCMB tarafından açılan kredilerin büyüklüğünü göstermektedir.

hem de 2002 sonu itibariyle bu üç büyüklükteki hedeflere ulaşılmıştır. Ayrıca M1' deki %29 ve M2' deki %30'luk artışın gerçekleşen enflasyon oranına (29,7) yakın olması da Türkiye Ekonomisinde enflasyonun parasal bir olgu olduğunun dolayısıyla enflasyon hedeflemesi politikasının geçerliliğine önemli bir kanıttır.

2002 yılı likidite yönetim sürecinde, fiyat ve finansal istikrar gözetilmiş, bankacılık operasyonu ile birlikte, piyasadaki fazla likiditenin piyasadan çekilmesi sürecinde, bu iki amaç ön planda tutulmuştur. *2002 yılında finansal istikrar ve finansal sistemin etkin çalışmasına yönelik bazı önemli adımlar atılmıştır.* Sistemin işlerlik kazanması adına, 1999 yılında uygulanmaya konulan ve bankaların acil fon ihtiyacı ve ödeme sistemindeki aksaklıklara yönelik olarak oluşturulan Gün İçi Limit uygulaması ile, 2002 yılında tüm bankacılık sistemine 2.1 Milyar TL likidite sağlanmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında yürütülen operasyon sonucu ortaya çıkan fazla likiditeye yönelik bankalar arası para piyasası ve döviz piyasalarında yürütülen aracılık faaliyetleri ise kademeli olarak azaltılmış, likidite açısından yaşanan kısa dönemli dalgalanmalardan, bankacılık kesiminin kendi kaynaklarıyla çıkması teşvik edilmiştir. Piyasadan çekilen likiditenin vadelerinin uzaması da para politikasına daha fazla esneklik sağlamıştır. Kamu ve fon bankalarının kamu kâğıtları erken itfası ile acil likidite ihtiyaçlarının karşılanmasının ardından, TCMB Nisan 2002'den itibaren bu bankaları fonlamayı da durdurmuştur. Aralık 2002 itibariyle de TCMB, bankalar arası para piyasasının kurulduğu yıldan beri sürdürdüğü *aracılık fonksiyonuna* hem bu piyasada, hem de döviz ve efektif piyasalarda son vermiştir^π. *Bu fonksiyonun sonlandırılması piyasa risklerinin katılımcılar tarafından üstlenilmesi ve böylece piyasa faizlerinin etkin oluşması açısından önemli bir adım olmuştur*^δ. Temmuz 2002' den itibaren de TCMB, bankalar arası para piyasasının günlük kapanış saatinden sonra, nihai kredi mercii olarak geç likidite penceresi ile bankalara teminat karşılığı limitsiz likidite imkanı sağlamıştır⁴⁵². Eylül 2002 tarihinden itibaren uygulanan piyasa yapıcılığı sistemi ise, TCMB' nin *piyasa yapıcısı* olan bankalara repo ve doğrudan alım ile ek Türk Lirası likiditesi sağlaması, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından önemli düzenlemelerdir^{453,*}.

Ekonomiye ve finansal sisteme olan güvenin yeniden oluşmaya başlaması ve belirsizliklerin azalmasıyla birlikte 2002 yılında ters para ikamesi olgusu da yaşanmaya başlamıştır. Bunun yanında döviz kurlarında istikrarın yakalanması ve TCMB döviz rezervlerinin güçlü olması oluşan güven ortamını güçlendirmiştir. Döviz piyasalarında oluşan döviz fazlası, kurların uzun dönemli değerini ve trendi etkilemeyecek şekilde sınırlı müdahalelerle piyasadan çekilmiş, dalgalı kur sistemi daha etkin hale getirilmiştir. Bu olumlu gelişme ile birlikte TCMB' nin döviz rezervlerinin artmaya başlaması da finansal sistemde ileriye dönük oluşabilecek risklerin önlenmesi açısından önemlidir. Döviz piyasalarındaki hareketi destekleyen bir olumlu gelişme de, daha önceki yıllarda pozitif yönde sapma gösteren enflasyon değerinin, 2002 de TCMB' nin hedefi olan %35'lik hedefinden negatif yönlü sapmasıdır^γ. TÜFE %29,7 ile son 20 yılın en düşük değerine gerilemiştir⁴⁵⁴. Enflasyonun düşürülmesinde etkili olan istikrar ortamının bekleyişleri pozitif yöne çevirmesi ile

^π Bankalar artık TCMB aracılığıyla diğer bankalardan direk gün içi borçlanma imkanlarına sahip değildirlir.

^δ Finansal sistemin yeni gelişmekte ve sığ olduğu dönemde sürdürülen aracılık faaliyeti ile TCMB piyasa riskini üstlenmekte ve aktif rol oynamaktaydı. Ancak yaşanan süreç ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında alınan önlemlerle birlikte sisteme olan güvenin artışı, aracılık faaliyetinin sonlandırılabilmesi için önemli bir gerekçe olmuştur.

⁴⁵² A.g.e., s.93.

⁴⁵³ A.g.e., s.77-78.

* Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasasının derinliğinin arttırılmak istenmesi, bu dönem itibariyle uygulamaya geçilmesinde önemli bir etken olmuştur.

^γ Bu gelişmenin önem arz etmesinin diğer bir nedeni de negatif yönlü sapmanın da artık TCMB tarafından yürütülen programın başarısızlığı olarak görülmesi ve sapmaya yol açan nedenlerin yıllık raporlarda açıklanmasından kaynaklanmaktadır. TCMB' nin bu yaklaşımı hesap verilebilirlik ve şeffaflık fonksiyonları kanalıyla, piyasa katılımcılarının Bankaya ve finansal sisteme olan güveninin tesisi açısından önemlidir.

⁴⁵⁴ A.g.e., s.78.

birlikte yaşanan ekonomik canlılık, TL talebinin artmasına ve dolayısıyla para ikamesinin terse dönmesini de güçlendirmiştir.

Enflasyonu düşürme stratejisi içinde gelecek dönem enflasyon oranlarına yönelik para politikası izlenmesi, enflasyonun düşürülmesi ve düşük seviyelerde istikrar kazanması adına önemlidir^δ. Bu kapsamda 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi içinde, gelecek dönem enflasyona odaklanan para politikası izlenmeye başlanmıştır. *Kurların dalgalanmaya bırakılmasının da etkisiyle, kısa dönemli faiz politikasının en önemli ve etkin araç haline geldiği bu dönemde, TCMB enflasyonu düşürme amacıyla da kısa dönemli faiz aracını etkin bir şekilde kullanmış, bu süreçte çeşitli makro büyüklüklerin gelecek enflasyon üzerine etkileri göz önünde tutulmuştur^π. Kısa vadeli faiz aracının etkin kullanılmasına katkı sağlayacak şekilde 1 Ağustos 2002 tarihinden itibaren TCMB ile işbirliği içinde Türkiye Bankalar Birliği tarafından TRLIBOR faiz oranı açıklanmaya başlamıştır^Ω. Türk Lirası cinsinden LIBOR faiz oranının yani Türk Lirası referans faiz oranının belirlenmesi ve ilan edilmesi, finansal sistemdeki değişkenleri yönlendirmek adına ve özellikle oynaklıkların arttığı dönemlerde kilit rol oynayacağı düşünülmektedir. Finansal sistem ve makro ekonomide yaşanan gelişmelere bağlı olarak 2002 yılı boyunca kısa dönemli faizlerde altı kez indirimle gidilmiştir. Ancak kredi piyasasında istenilen canlanma 2001 yılındaki reel kredilerdeki büyük daraldan sonra bu yılda yakalanamamıştır. Krizlerin ve yeniden yapılanma döneminin kredi piyasalarında yarattığı daralma, etkisini halen sürdürmektedir.*

2003 yılına gelindiğinde, 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde uygulanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı dahilinde, gelecek dönem enflasyona odaklı örtük enflasyon hedeflemesi politikasına ve dalgalı kur sistemine devam edilmiştir. Bu paralelde parasal performans kriterleri niteliğindeki hedefler korunmuş, program ve enflasyon hedeflerine ulaşmada kısa vadeli faiz aracı yine temel para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Para politikası uygulamaları %20 enflasyon hedefine yönelik yürütülmüştür. Kamu ve fon bankalarına verilen DİBS' lerin piyasada yarattığı fazla likidite bu dönemde de TCMB tarafında piyasadan çekilmiş, ayrıca parasal performans kriterlerine de ulaşılmıştır*. 2003 yılında da makro ekonomik görünümdeki düzelme ile birlikte TL reel para talebi artmaya devam etmiştir. Uygulanmakta olan program dahilinde istikrarlı bir finansal yapının oluşmaya başlaması ve kamusal alandan kaynaklanan risklerdeki azalması sonucunda TCMB 6 kez faiz indirimine gitmiştir. Gecelik borçlanma faizleri Nisan 2003'te %44 düzeyinden, Ekim 2003'te %26 seviyesine çekilmiştir⁴⁵⁵. Serbest dalgalanmaya bırakılan döviz piyasalarında da piyasanın asıl belirleyici olması istenmiş, daha önceden belirtildiği gibi aşırı oynaklıkları önleyecek şekilde müdahalelerde bulunulmuştur. Ayrıca Genel ekonomik görünümde yaşanan iyileşme ile birlikte ters para ikamesinin güçlenmesi döviz arzı fazlası yaratmış, bu fazlalık da TCMB rezervlerini güçlendirme ve aşırı dalgalanmaları önleme adına piyasadan çekilmiştir.

2003 yılı içinde finansal istikrarı sağlamaya yönelik *kalıcı ve geçici* uygulamalar da TCMB tarafından devam ettirilmiştir. Eylül 2002'de başlanan piyasa yapıcılığı uygulaması,

^δ Gelecek dönem enflasyona yönelik para politikası uygulaması, belirsizliğin azalması ve istikrarlı bir yapı açısından gerekmektedir.

^π Merkez Bankalarının kuru ve faizi aynı anda kontrol etmesi mümkün görünmemektedir. Bu iki değişkenden birisinin kontrol altında tutulması durumunda diğeri serbest bırakılmaktadır. Mayıs 2001 Programı ve merkez bankacılığında yaşanan gelişmeler ile birlikte TCMB' nin kısa dönemli faiz politikası üzerinde etkinliği artmış ve para politikasında temel araç haline gelmiştir.

^Ω Kredi piyasasında ve dolayısıyla finansal sistem içinde referans (gösterge) faiz kavramı, sistemdeki diğer değişkenler açısından önem arz etmektedir. Dolayısıyla referans faizlerdeki hareketliliğinin, kredi piyasası, döviz piyasası ve genel olarak finansal araçların fiyatlamasını da etkilemesi beklenir.

* Fazla likiditenin piyasadan çekilme sürecinde bankalar arası para piyasası depo işlemleri, açık piyasa işlemleri ve İMKB repo – ters repo pazarı kullanılmıştır. Likiditenin çekilmesi sürecinde pek çok piyasanın kullanılmasının nedeni, sistemde dalgalanma yaratmayacak şekilde hareket edilmek istenmesidir.

⁴⁵⁵ TCMB, **Yıllık Rapor 2003**, s.76.

Devlet İç Borçlanma Senetleri ödünç işlemleri piyasasının faaliyete geçmesi ile birlikte daha etkin hale getirilmiş, böylece ödünç DİBS vermek isteyen bankalara düşük riskli getiri imkanı sağlanmıştır. Ayrıca, finansal piyasaların etkinliğini ve derinliği arttırabilmek adına zorunlu karşılık oranları, mevduat faizleri ağırlıklı ortalamasının %75 ve %80 aralığına çekilmiştir⁴⁵⁶. 2003 yılının özelliklerinden kaynaklanan ve finansal sistemde dalgalanma yaratacak durumlara yönelik olarak da geçici para politikası uygulamaları yürütülmüştür. Irak'a yönelik askeri müdahale öncesi TCMB tarafından 3 Mart'ta ihtiyaç halinde son kredi mercii fonksiyonunu yerine getireceği mesajı piyasalara iletilmiştir. Askeri operasyonun döviz piyasasında oynaklık yaratması durumunda da müdahale de bulunacağı vurgulanmıştır. Bu kapsamda Irak'a yönelik askeri operasyonların finansal sistemde risk yaratmaması için mart ayında Geç Likidite Penceresi faiz oranları %5 puan indirilmiş ve bankalara sağlanacak likiditenin sınırsız olması kararlaştırılmıştır⁴⁵⁷. *Irak operasyonu dalgali kur rejiminin etkin bir şekilde sürdürülebildiği ve TCMB' nin aşırı bir şekilde müdahalede bulunmadan istikrarı sağlayabildiği bir dönem olmuştur. Döviz piyasasında arz fazlasının yaşanan olaylara rağmen azalmaması finansal sisteme ve TCMB' ye güvenin oluştuğunun önemli bir kanıtıdır**.

Kasım ayında İstanbul'da yaşanan terör eylemleri sırasında da ödemeler sisteminin etkin çalışmasına yönelik olarak sınırsız borçlanma imkanı sağlanmış ve geçici borç verme faiz oranları indirilmiştir. Ayrıca döviz piyasasında spekülasyona izin verilmeyeceği de duyurulmuştur. Son olarak ise, Mayıs – Temmuz döneminde likiditenin bankalar arasındaki dengesiz dağılımının faiz oranları üzerinde yaratacağı dalgalanma, piyasa yapıcısı bankalara sağlanan likidite ile önlenmiştir⁴⁵⁸. *Aynı olgunun 2004 ve 2005 yıllarında da meydana gelmesi sonucu, TCMB yine etkin rol üstlenmiştir.* DİBS ödünç işlemleri piyasası ve zorunlu karşılık uygulamaları dışında, yaşanan gelişmelerin finansal sistemde yaratabileceği sıkıntılara yönelik, TCMB' nin anlık tepki vermesi ve önlem alması, finansal istikrarın TCMB tarafından gözetilmesi açısından önemlidir. Asıl amacın fiyat istikrarı olmasının yanında finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar izin verilmemesi, bu yönde ilgili para politikası araçlarının kullanılması ve yapılan açıklamalar, risklerin ve dalgalanmaların azalması açısından önemli olmuştur.

2004 yılında da program istikrarlı bir şekilde uygulanmaya devam edilmiş, Parasal performans kriterleri tutturulmuş, faiz ve döviz kuru politikaları aynı şekilde sürdürülmüştür. Para politikası %12 enflasyon hedefine yönelik olarak yürütülmüştür. Dönem içinde, kurlarda dalgalanma yaratmadan piyasadaki döviz fazlası çekilmeye devam edilmiş ve bankacılık operasyonu dahilindeki DİBS'lerin piyasada yarattığı likidite fazlasına yönelik operasyon devam ettirilmiştir. Finansal sistemde risk yaratan faktörlerdeki azalış ve makro ekonomik görünümdeki iyileşme ile birlikte de gecelik borçlanma faizleri 4 kez düşürülerek %26'dan %18'e çekilmiştir. TL reel para talebi de finansal derinleşme, ters para ikamesi, enflasyon, faiz ve kurlarda yaşanan *istikrarlı* düşüş, reel ekonomide yaşanan canlılık ve güven unsurunun oluşması ile birlikte artmaya devam etmiştir⁴⁵⁹. TL reel para talebindeki artışı destekleyecek şekilde, Döviz Tevdiat Hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payı da azalma göstermiştir. Yürütülen program ile birlikte makro ekonomik olarak istikrarlı bir ortamın oluşmaya başlaması ve kredi faizlerinde düşüşler ile birlikte 2003 yılında başlanan kredi piyasasındaki canlanma eğilimi 2004 yılında sürmüştür. Canlanmanın meydana geldiği kalemlere bakıldığında, tüketici kredileri, KOBİ kredileri ve riski düşük krediler ön plana çıkmaktadır. Ayrıca tahsili gecikmiş alacaklar, bankacılık alanında yapılan düzenlemelerle birlikte hem kamu hem de özel bankalar da düşüş göstermiştir. 2004 yılının krediler

⁴⁵⁶ A.g.e., s.77.

⁴⁵⁷ A.g.e., s.89.

* 2003 yılı İmar Bankasının TMSF'ye devredildiği bir yıl da olmuştur. Ayrıca banka neznindeki mevduatların beyan edilenden çok fazla çıkması da önemli bir gelişmedir.

⁴⁵⁸ A.g.e., s.77 – 92.

⁴⁵⁹ TCMB, **Yıllık Rapor 2004**, s.76-78.

açısından farklılığı, bu dönemde TL cinsinden kredilerde hem özel hem de kamu bankalarında belirgin bir artışın yaşanmasıdır.

2005 yılı, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının *tamamlanmış* olması açısından önemlidir. Daha öncede açıklandığı gibi bu program 2002-2004 yılını kapsayacak şekilde revize edilmişti ve açık enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için gerekli alt yapının oluşturulmasına yönelik olarak örtük enflasyon hedeflemesi ile yürütülmekteydi. Program dahilinde dalgalı kur rejimi altında faiz oranları para politikasının temel aracı olarak kullanılmaktaydı. Ayrıca bu süreçte belirlenen parasal performans kriterleri gösterge niteliğindedeydi. Yapısal reformlar, bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmaya yönelik atılan adımlar, TCMB' nin araç ve amaç bağımsızlığının sağlanması, daha sonrasında TCMB' nin program dahilinde yürüttüğü başarılı para politikaları, kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması, kamu borçlanma gereğinin finansal sistemde yarattığı risklerin azalması, kamu borç sürdürülebilirliğinin ve faiz dışı fazlanın sağlanmaya başlanması, finansal sistemin kırılganlığının azalması ve derinliğinin artması ile birlikte hem finansal hem de fiyat istikrarı konularında önemli aşamalar kaydedilmiştir. 2005 yılına gelindiğinde de artık "açık enflasyon hedeflemesi"ne geçilmesi için gerekli olan altyapı, istikrar ve güven unsurları sağlanmıştır.

TCMB' nin yeni dönem için gerekli olan kurumsal ve teknik altyapı oluşturması, bilgi setini genişletmesi, enflasyon öngörü yöntemlerini daha etkin hale getirmesi ve iletişim kanallarının güçlendirmesi ile birlikte yeni dönemde TL'den atılı sıfır atılmıştır*. Bu sayede TL'nin itibari artırılmış ve fiyat istikrarı noktasında yeni bir aşamaya gelinmiştir. Bu süreçte 2005 yılı geçiş dönemi olarak tanıtılmış, bu yılda da önceki para politikası uygulamaları aynen devam ettirilmiş ve "açık enflasyon hedeflemesi"ne 2006 yılında geçileceği ilan edilmiştir⁴⁶⁰. 2005 yılında örtük enflasyon hedeflemeli, kısa dönem faiz oranı aracına dayalı ve parasal performans kriteri politikanın sürdürülmesi ile birlikte, *para politikasının kurumsallaştırılması, öngörülebilmesi ve şeffaf hale getirilmesine yönelik yapılan yenilikler, fiyat ve finansal istikrar açısından önemli gelişmelerdir*. Bu kapsamda artık faiz kararları tarihi önceden belirlenmiş olan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantılarında değerlendirilmeye, belirlenmeye ve ilk iş günü sabahı ilan edilmeye başlanmıştır. Ayrıca iki iş gününde faiz kararının gerekçesi basın duyurusu ile ilan edilmeye de başlanmıştır. 2005 geçiş döneminin tamamlanmasından sonra, para politikasının kurumsallaşması adına 2006 yılından itibaren Para Politikası Kurulu'nun karar alıcı bir pozisyona taşınması ve toplantı tutanaklarının yayımlanması da bu kapsamda önemlidir. Ayrıca para politikasında şeffaflığın sağlanmasına yönelik olarak da 21 Ekim 2005 tarihinden itibaren döviz kuruna yapılan müdahaleler, TCMB internet sitesinde ilan edilmeye başlanmıştır⁴⁶¹.

Sık sık vurgulandığı gibi parasal performans kriterlerine uygun para politikası sürdürülmeye devam edilmişti. Diğer bir deyişle parasal göstergeler özellikle parasal taban bekleyişlerin oluşması açısından bir çapa olarak para politikası uygulama sürecinde yer almıştı. *Ancak TCMB para politikası uygulamalarının temelinde parasal büyüklükleri kontrol ederek enflasyon hedefini etkilemek yer almamaktadır. Uygulanan para politikasının temelinde kısa vadeli faiz politikasının etkinliğini arttırmak yer almaktadır*. Parasal tabanın temel belirleyicisi olan emisyon hacmi, gelecek enflasyona yönelik olarak çok az bilgi üretmekte, özellikle kısa vadeli faiz politikasının etkin olduğu para politikası sürecinde para talebi tarafından *içsel* olarak belirlenmektedir^Ω. Parasal performans kriterlerine uygun hareket edilmeye çalışılmasının temelinde, uzunca süre yüksek enflasyon ve para ikamesi ile

* 2009 Ocak itibariyle de YTL'den "Y" ibaresi de çıkarılmış ve parasal istikrara yönelik olarak yürütülen bu operasyon tamamlanmıştır.

⁴⁶⁰ TCMB, **Yıllık Rapor 2005**, s.73-74.

⁴⁶¹ A.g.e., s.74.

^Ω Parasal tabanın para talebi tarafından içsel olarak belirlenmesi, etkileyen değil etkilenen değişken olması anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle, para politikası sürecinde asıl belirleyici faktör değil daha çok belirlenen faktör olmasıdır.

yaşamış olan Türkiye ekonomisinde, güven unsurunu ve parasal disiplini yakalama arzusu yatmaktadır. 2005 yılı içinde belirlenen parasal performans kriterlerinin üzerinde kalınmasına rağmen enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin bu faktörden etkilenmemesi, emisyon hacminin içsel belirlenmesine yönelik açıklamayı desteklemektedir⁴⁶². Reel Parasal büyüklüklerin artış oranı yani reel para talebi artış oranının beklenenden büyük olması, izlenmekte olan ekonomik programa bağlı güven ve istikrar ortamının doğal bir sonucu olarak ortaya çıkabilmektedir. Beklentilerin olumluya dönmesi, belirsizliklerin ve risklerin azalması, istikrarlı bir finansal yapı ve finansal derinliğin artması ile birlikte piyasa katılımcılarının TL'ye taleplerinin artması doğaldır^δ. *Bu sonucu, yürütülen para politikası sürecinin bir başarısı olarak görmek mümkündür.*

İstikrar ve güven ortamının sağlanması ile 2003 yılında kredi piyasasında yaşanan canlanma 2005 yılında ivme kazanmıştır. 2005 Ekim itibarıyla hane halkı kredilerindeki artış %60, özel sektör kredileri ise %38'i bulmuştur⁴⁶³. Reel para talebindeki artışa paralel, TL'ye bağlı mevduatlarda da artış devam etmektedir. TL ve TL'ye bağlı finansal araçların artışı, para politikası etkinliğinin sağlanması ve para politikası gecikmesinin azalmasına katkı sağlamaktadır. Kısa vadeli faiz politikasının etkinliğinin artması ve temel para politikası aracı haline gelmesine bağlı olarak likiditenin kontrol sürecinde zorunlu karşılık oranları önemini kaybetmeye başlamıştır. TCMB 16 Kasım 2005 tarihinde bankaların likidite süreçlerini daha etkin yönetebilmeleri için disponibilita uygulamasına son vermiştir. Ayrıca bankaların TCMB hesaplarında devlet iç borçlanma senetleri tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu gelişmeler bankaların ve TCMB' nin likidite süreçlerini daha etkin yönetmesine katkı sağlamıştır.

Kısa vadeli faiz aracının temel para politikası aracı olmasına bağlı olarak 2005 yılında faiz indirimlerine devam edilmiştir. %18 olan TCMB gecelik borçlanma faizleri 2005 sonunda %13,5 seviyesine kadar *kademeli* olarak çekilmiştir. Faiz indirimleri sürecinde program, ekonomide yaşanan gelişmeler, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve kur üzerinde etkili olan faktörler, dışsal şoklar, toplam arz-talep dengesi, kamu maliyesine ilişkin göstergeler, kredi piyasaları ve likidite koşulları önemli rol üstlenmeye devam etmiştir. Faizlerin temkinli, yavaş yavaş (gradually) indirilmesi, faizlerin düzleştirilmesi (smoothing), finansal dalgalanmaya neden olunmaması ve finansal istikrarın gözetilmesi açısından bu çalışmayı destekler niteliğini sürdürmeye devam etmiştir.

2005 Açık Enflasyon Hedeflemesine geçiş döneminden sonra 2006 yılına gelindiğinde fiyat istikrarına yönelik orta vadeli Açık Enflasyon Hedeflemesine geçilmiştir. Bu kapsamda 3 yıllık bir süreci kapsayan tek haneli nokta enflasyon hedefleri içeren bir dönem başlamış 2006 yılı için %5, 2007 ve 2008 için %4 enflasyon hedefleri belirlenmiştir. Nokta hedeflerin etrafında ise 2 puanlık belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Hedefin dışına çıkılması durumunda ise nedenleri ve neler yapılacağı hükümete ve kamuoyuna açıklanacaktır^{464,*}. Yeni dönem, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının yürütülmesinde olduğu gibi fiyat istikrarı ve finansal istikrar konusunda TCMB' nin kararlılığını ortaya koymaktadır.

⁴⁶² A.g.e., s. 80-81.

^δ Ters para ikamesi ve yabancı sermaye girişlerinde yaşanan artışa bağlı olarak, döviz kurlarında oynaklığı azaltıcı müdahaleler TL likiditesinin artmasına da neden olmaktadır. Ancak bu likidite fazlası finansal istikrarı tehdit etmeyecek şekilde geçen yıllarda da gerçekleştirildiği gibi piyasalardan çeşitli araçlarla çekilmiştir.

⁴⁶³ A.g.e., s. 90.

⁴⁶⁴ TCMB, **Yıllık Rapor 2006**, s.37.

* Nokta hedeflerden enflasyonun sapma ihtimali yüksektir. Ancak hedef değişikliği güven unsurunu ve finansal sistemdeki pek çok değişkenin fiyatlanmasını olumsuz etkileyeceğinden yapılmamalıdır. Önemli olan TCMB' nin enflasyondaki sapmanın nedenlerini ve yapılabileceklerini net olarak ortaya koyması ve bu süreçte para politikasını etkin kullanmasıdır. Hedef değişikliği TCMB' ye olan güveni - kredibilitayı düşürecek, finansal sistemdeki pek çok değişkenin fiyatlanmasını olumsuz etkileyecek ve sistemin zayıflanmasına neden olabilecektir. Ancak iç ve dış piyasalarda meydana gelen önemli bir dalgalanma sonucunda, hedeflerinin tutturulamayacağı beklentiler dahilinde olduğunda, bu hedefleri körü körüne sürdürmek de rasyonel bir davranış olmayacaktır.

Bu dönemde de finansal sistem ve makro ekonomik dengeler açısından uzunca bir süre sorun yaratmış olan kamu borç stoğu ve kamu maliyesi dengesizliğini azaltmak, fiyat ve finansal istikrar açısından önemlidir.

Açık Enflasyon Hedeflemesi politikasına geçiş ile birlikte, Para Politikası Kuruluna yönelik 2005'te yapılan düzenlemelere ek olarak, alınan para politikası kararları artık kuruldaki aylık toplantılarla verilmeye başlanmıştır. Yayımlanmakta olan yıllık raporlar ve finansal istikrar raporlarına ek olarak, artık 3 ayda bir enflasyon tahminlerini, risk faktörlerini ve olası politika tepkilerini içeren enflasyon raporları da yayımlanmaya başlamıştır⁴⁶⁵. Bu uygulamalar şeffaflık, hesap verilebilirlik ve öngörülebilirlik açısından önemlidir.

2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının etkin olarak uygulanması, finansal sisteme yönelik reformların gerçekleştirilmesi, TCMB' nin etkin para politikası uygulamaları, fiyat istikrarı, finansal istikrar ve büyüme açısından 2006 yılının ikinci yarısına kadar Türkiye ekonomisinin büyük yol almasına önemli katkılarda bulunmuştur. Uluslararası piyasalardaki yukarı yönlü trend de bu sürece yardımcı olmuştur. Ancak 2006 yılının ikinci yarısından itibaren uluslararası piyasalarda oynaklıkların artması ve dolayısıyla riskten kaçış eğiliminin yaşanması ile pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de enflasyon beklentilerinde artışlar meydana gelmiştir⁴⁶⁶. Uluslararası finans piyasalarındaki dalgalanmaya bağlı olarak Türk finansal piyasalarında da bu dönemde oynaklıklar meydana gelmiştir.

TCMB ise enflasyon beklentilerindeki artış, finansal piyasalardaki oynaklıklar ve kurlardaki artışa bağlı olarak, en önemli politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını Haziran 2006'da 175 baz puan *arttırmıştır*^Ω. Faiz artırımını finans piyasalarındaki oynaklığı azaltmış ancak dış piyasalardan kaynaklanan riskin devam etmesi üzerine 25 Haziran 2006 yeni faiz artışı ile kısa vadeli faizler 225 baz puan arttırılmış, risklerdeki azalmaya bağlı olarak son kez 20 Temmuz 2006'da 25 baz puanlık artışa gidilmiştir⁴⁶⁷. *2006 yılında TCMB kısa vadeli faiz politikasının, yaşanan oynaklıkların giderilmesi yönünde bu derece yoğun kullanılması, aracın etkinliğinin arttığına yönelik önemli bir göstergedir.* 2002 yılından itibaren hızla artış gösteren büyüme rakamları da 2006'nın ikinci yarısında yavaşlamış ve 3. çeyrekte %3,4 artış yaşanmıştır.

Döviz kuru politikasında ise bir değişiklik yaşanmamış, TCMB' nin herhangi bir döviz kuru hedefi bulunmamaya devam etmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında belirlenen dalgalı döviz kuru sistemi içinde TCMB döviz rezervi biriktirmeye yönelik, önceden bilgi verilerek ve aşırı dalgalanmaları önlemeye yönelik müdahalelerde bulunmaya devam etmiştir. Bu kapsamda 2006 yılı ikinci yarısında, uluslararası finans piyasalarından kaynaklanan oynaklık sonucu kurlarda aşırı hareketleri önlemeye yönelik müdahalelerde bulunmuştur. *Döviz likiditesi ve döviz piyasasının derinliğinde yaşanan daralmanın hem finansal hem fiyat istikrarı için bir risk olduğu gerçeğine dayalı olarak, para politikası döviz likiditesi sağlayacak şekilde kullanılmıştır.* Bu açıdan günlük döviz alım ihalelerine ara verilerek döviz arzından kaynaklanan oynaklık riski azaltılmaya çalışılmıştır⁴⁶⁸. Ayrıca gerekli görüldüğü hallerde kurlarda yukarı yönlü kırılmaların önüne geçebilmek için döviz piyasasına doğrudan satım ile müdahale edileceği açıklanmıştır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında fiyat ve finansal istikrara yönelik alınan önlemler ile birlikte, özellikle 2003 yılının ikinci çeyreğinden itibaren kredi piyasalarında ve hacminde yaşanan canlılık, beklentilerdeki iyileşmeye bağlı olarak finansal

⁴⁶⁵ A.g.e., s.37.

⁴⁶⁶ A.g.e., s.28.

^Ω TCMB Nisan 2006'da ise enflasyondaki görünüm ve finansal piyasalarda risklerde meydana gelen azalışa bağlı olarak kısa dönemli faizleri 25 baz puan indirmiştir.

⁴⁶⁷ A.g.e., s.39.

⁴⁶⁸ A.g.e., s.39.

sözleşmelerin vadelerinin uzaması, bankacılık sektöründe yabancı payındaki artış, 2006'nın ilk yarısında da devam etmiştir. Ancak 2006'nın ikinci yarısında yaşanan dalgalanma ve bu süreçte kredi faizlerindeki artış ve riskten kaçınma olgusu, kredi piyasalarında geçici gerilemeye neden olmuştur.

TCMB 2006' nın ikinci çeyreği itibaren *pro-aktif* olarak izlediği para politikası çok hızlı şekilde etkilerini göstermiştir. Döviz kurlarındaki oynaklıkların azalışına bağlı olarak kurlarda istikrar sağlanmış, enflasyon beklentilerindeki bozulma düzelmeye başlamış ve risk primine bağlı olarak artış gösteren borçlanma faizleri hızla düşüş göstermiştir. 2006 sonu itibariyle enflasyon oranlarındaki artış eğilimi ve finansal piyasalardaki dalgalanmaların önüne geçilebilmiş, enflasyon %9,65 olarak gerçekleşmiştir^δ. *Finansal piyasalardaki dalgalanmaların etkisinin kısa ve geçici olmasında, finansal sistemin eskisine oranla oynaklıklara karşı güçlü hale gelmesi ve etkin para politikası uygulamaları öncelikli öneme sahip olmuştur*.*

2001 yılından itibaren para ve maliye politikalarında etkinliğin sağlanması ile birlikte fiyat istikrarı, finansal istikrar ve büyüme açısından önemli yol alınmıştır. Bu süreçte, TCMB' nin fiyat ve finansal istikrara yönelik etkin para politikası uygulamaları, finansal sistemin güçlü hale gelmesi ve derinliğinin artması, kamu kesimi borç yükünün Milli Gelire oranında yaşanan düşüşler ve borçlanma vadelerinin uzaması önemli olmuştur. 2006 yılında uluslararası finansal piyasalardan kaynaklanan oynaklığın Türkiye ekonomisinde yarattığı kısa vadeli etkinin 2006 sonu itibariyle, TCMB' nin proaktif para politikası uygulamalarının da etkisiyle, ortadan kaldırılması ile birlikte, oynaklığın orta vadeli etkileri 2007'nin ilk yarısında da devam etmiştir.

2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine başlanmasından sonra 2007 yılında bu strateji devam ettirilmiştir. 2007 içinde para politikası açısından getirilen bir yenilik 1,5 yıllık dilimler şeklinde enflasyon raporlarında açıklanan enflasyon tahminlerinin, tahmin aralığının uzatılması ve 2 yıllık dilime çekilmesidir. Böyle bir yeniliğe gidilmesinin temelinde, piyasa katılımcılarının ileriye dönük tahminlerini daha uzun vadeli olarak yapmalarına yardımcı olmak yatmaktadır. Böylece enflasyondaki belirsizlik daha da azalacaktır. Ekonomide yaşanan yapısal dönüşüm, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş ve gelişmekte olan ülkelere yakınsama süreci göz önünde bulundurularak, 2007 yılı için yine 3 yıllık bir enflasyon hedefi gözetilmiş, 2007, 2008 ve 2009 yıl sonu için %4 hedefi ilan edilmiş, alt üst belirsizlik aralığı da yine %2 olarak ilan edilmiştir⁴⁶⁹. 2007 yıl içinde enflasyon gerçekleştirmeleri TCMB' nin öngörülerıyla uyumlu bir yol izlemiş, para politikası uygulamaları da öngörülen şekilde yapılabilmektedir. Ancak 2007 sonu itibariyle enflasyonun %8,39 olarak

^δ Yılsonu enflasyonun hedeflenen bant aralığının dışında kalmasının nedenleri ve bu süreçte yürütülecek para politikası uygulamaları TCMB tarafından hem kamuya hem de hükümete açıklanmıştır.

* Bununla ilgili bir alt bölümde ayrıntılı açıklamalar yapılacaktır. Ek bilgi olarak cari işlemler açığına yönelik açıklamalar yapmak finansal istikrar kapsamında gerekmektedir. Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığının meydana gelmesindeki en önemli faktör ekonomik büyümeye paralel olarak özel sektörün yatırım artışının özel sektör tasarruflarından fazla olmasıdır. Bu tasarruf açığı ise dış finansman ile karşılanmakta, sermaye girişi ise cari açığının kaynağını oluşturmaktadır. Bu tespite şunları eklemek mümkündür. 2002 itibaren yüksek büyümeye yaşayan Türkiye ekonomisindeki tasarruf açığının karşılanmasına yönelik dış finansmanda uzun dönemli kaynaklar ve doğrudan yabancı yatırımların payı artmaktadır. Ayrıca yatırımlar ileriki dönemlerde ihracatın temel kaynağı olacaktır. Bu nedenle cari işlemler açığının sürdürülmesi konusunda ekonomi güçlü görünmektedir. Ek olarak cari işlemler açığı bir neden değil bir sonuçtur, tasarruf açığı olan ve büyüyen bir ekonomide cari işlemler açığı olgusu kaçınılmaz bir süreçtir. Daha açık bir ifadeyle ekonominin dinamiklerindeki değişiklikler cari işlemler açığını etkilemekte, bu dinamikler tersine döndüğünde ise açık otomatik küçülmektedir. *Finanse edilemeyen cari işlemler açığı teorik olarak mümkün değildir.* Ancak finansmanın sağlanamaması ile birlikte cari açığın hızla küçülmesinin en önemli sonucu ise ithalata dayalı büyüme sürecinin sektöre uğramasıdır. Bu tarz bir sonucu ortaya çıkarmaması için özellikle ara mallarının yurtiçi üretim imkanlarının artırılması gerekmektedir.

⁴⁶⁹ TCMB, **Yıllık Rapor 2007**, s.38.

gerçekleşmesi, yani üst belirsizlik aralığını geçmesi nedeniyle, bunun nedenleri ve bu süreçte yürütülecek para politikası, kamuoyu ve hükümet ile paylaşılmıştır.

TCMB kısa vadeli faiz aracında, enflasyondaki düşüş eğilimine ve finansal piyasalardaki oynaklığın ortadan kalkmasına rağmen, 2007'nin ilk sekiz ayında bir değişikliğe gitmemiş, oranı %17,50 seviyesinde sabit tutmuştur. Gerekçe olarak ise ekonomik birimlerin kararlarında geçmişe endekslemenin devam etmesi, uluslararası finansal piyasalarda riskin sürmesi, döviz kurunun gecikmeli etkilerinin varlığı gösterilmiştir. *Faiz oranlarının sabit olması ile birlikte enflasyondaki düşüş eğiliminin sürmesi, sıkı para politikası uygulamasının oluşturduğu güven ortamının enflasyon sürecini desteklediğini göstermektedir*⁴⁷⁰. Eylül 2007 tarihinden itibaren ise uluslararası finans piyasalarındaki risklerin azalması, enflasyon konusunda aşağı yönlü eğilimin devam etmesi ve çıktı açığının 2007'deki seyrine bağlı olarak *ölçülü ve kontrollü* faiz indirimlerine gidilmiştir. Ancak bu süreçte enflasyon beklentilerindeki katılığın varlığı, kısa vadeli faiz politikası konusunda temkinli olunmasını da gerektirmektedir. 2007 yılı içinde faizler 17,50 seviyesinden 15,75 seviyesine çekilmiştir.

2007 yılında önceki dönemlerde yürütülen dalgalı döviz kuru sistemine aynen devam edilmiştir. Ancak kurlarda yaşanan düşüş eğilimine bağlı olarak rezerv biriktirmeye yönelik günlük döviz alım miktarları yükseltilmiştir. Döviz alım miktarlarının artırılmasında döviz piyasalarında arz fazlasının önemli bir payı olmuştur. *Ayrıca gelişmiş ülke kredi ve konut piyasalarında 2007 yılında oluşmaya başlayan riskler ve oynaklıklar ile birlikte, Türk ekonomisinde de oynaklıklar yaşanmaya başlamıştır*. Döviz kurları ve dolayısıyla finansal sistem istikrarına yönelik olarak, kurlardaki dalgalanmaların azaltılması için döviz alım miktarları Ağustos 2007 tarihinden itibaren düşürülmüştür. Alınan önlemler ile birlikte 2007 yılının devamında oynaklıklar azaltılmıştır⁴⁷¹.

Finansal istikrar pek çok kez üzerinde durulduğu gibi doğası gereği dinamik ve yönetilmesi gereken bir süreçtir. Bu süreçte para otoritesi ve etkin denetim – gözetim yapan kurumların önemli bir payı bulunmaktadır. Ancak pek çok faktörün etkisi altında olan finansal istikrar kavramının günümüzdeki en önemli etkileyicisi uluslararası finansal piyasaların durumu olmaktadır. Yani uluslararası finansal istikrar, ulusal finansal istikrarın önemli bir belirleyicisi olmaktadır. Para politikası ve finansal ilişkisi açısından 2007'nin en önemli özelliği, *Global Finansal Krizin ilk etkilerini göstermeye başlamış olmasıdır*. ABD kaynaklı olarak meydana gelen bu durumun temelinde, ipotekli konut kredileri piyasalarında yaşanan sorunların likidite ve kredi piyasalarına sıçraması yatmaktadır. Ancak Türkiye ekonomisinde 2001 yılından itibaren yapılan reformlar, kamu maliyesi ve borçlanması açısından alınan önlemler, bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmaya yönelik atılan adımlar ve en önemlisi TCMB'nin fiyat ve finansal istikrarı sağlayıcı bağımsız para politikası uygulamaları bu etkinin finansal sistem üzerinde *sınırlı* kalmasını sağlamıştır. Şekil 4.2'de verilen finansal sağlamlık endeksi ve Şekil 4.3'te verilen alt endekslerde bu etkinin sınırlı kaldığı görülmektedir*.

2007 yılının sonlarında etkilerini göstermeye başlayan global finansal kriz, 2008 yılına gelindiğinde derinleşmeye başlamıştır. Krizin derinleşmesi ile birlikte çevre ülkelere olan olumsuz etkileri de güçlenmeye başlamıştır. 2008 yılından itibaren büyüme rakamları hızla düşmüş bu düşüşe emtia fiyatlarındaki düşüşler de eşlik etmiştir. Türkiye ekonomisinde özellikle, gelişmiş ülkelerin dış talebindeki daralmaya bağlı olarak ihracat rakamları düşmüş, dış kredi imkanları daralmıştır. Bunun sonucu olarak 2008 yılında büyüme rakamları da düşmüştür. 2008 yılında açık enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Hedef etrafında belirsizlik aralığı %2'de tutulmuş, yıl sonu enflasyon hedefi %4 olarak belirlenmiştir. 2008 yılının ortalarında uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerin *etkilerinin geçici olmadığı*

⁴⁷⁰ A.g.e., s.38.

⁴⁷¹ A.g.e., s.41.

* Bölüm'ün sonunda 2008'in ikinci yarısında başlayan Global Finansal Krize'e yönelik bilgiler verilmeye ve durum para politikası – finansal istikrar açısından analiz edilmeye çalışılacaktır.

anlaşmıştır. Bu nedenle enflasyon (TÜFE) hedefleri 3 yıllık dönem için yeniden belirlenmiştir. 2009 yılı için %7,5, 2010 yılı için %6,5 ve 2011 yılı için %5,5 hedefleri belirlenmiştir⁴⁷². Mevcut konjonktür 2008 yılı için enflasyon hedefinin %4 olarak hedeflenmesine izin vermemiştir. Ancak TCMB'nin öngörüsünü güncelleyip yeni duruma uyum sağlaması fiyat istikrarı ve finansal istikrara katkı açısından önemlidir. Uluslararası piyasaların etkisi ile ülke riski ve döviz kurlarındaki artışa karşılık TCMB sıkı para politikası uygulamasına yılın son çeyreğine kadar devam etmiştir. Yılın son çeyreğinde ise iç piyasadaki daralma ve uluslararası emtia fiyatlarındaki hızlı düşüşlere bağlı olarak politika faizleri 175 baz puan düşürülmüştür. TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik olarak politika faizlerini kullanıyor olması, finansal istikrarın sürdürülmesi adına da yararlı bir uygulamadır. 2003 yılından sonra ilk defa düşen kredi hacmi de bu faiz indirimden kısmen olumlu olarak etkilenmiştir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2008 yılında da etkin iletişime önem vermiştir. Merkez Bankasının kredibilitesi ve dolayısıyla finansal istikrar açısından da etkin iletişim politikası önemli bir araçtır. 2007 yılında enflasyonun belirsizlik aralığının üstüne çıkarak %8,39 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında da enflasyon belirsizlik aralığının üstünde kalmıştır. TCMB bu iki yıl için de enflasyonun neden hedeflerin üstünde gerçekleştiğine ve olası sonuçlarını ortaya koyduğu "açık mektup"ları kamuoyu ve hükümet ile paylaşmıştır.

2008 yılında gelişmiş ülkeler genişletici para politikası yürütmüşlerdir. İlgili ülkeler farklı araçlar ile bu süreci yönetiyor olsalar da koordineli ve aşamalı olarak faiz indirimleri gerçekleştirmeleri piyasaların canlanması ve finansal istikrarın sağlanması açısından anlamlıdır. 2008 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülke Merkez Bankaları da aynı TCMB gibi kısa vadeli faizleri indirmişler ve bu yönlü politikalara devam edecekleri sinyalini vermişlerdir⁴⁷³. Gelişmekte olan ülkelerin, enflasyonun ve büyümenin hedeflerin altında kalmasına bağlı olarak yürüttükleri kısa vadeli faiz politikası aynı zamanda, ulusal ve uluslararası finansal istikrarın sağlanması bakımından önemlidir.

2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası Mali disiplin konusunda Türkiye Ekonomisinin yakaladığı başarı devam etmiştir. Ancak 2008 yılında, mali performans kriteri olarak önemli olan faiz dışı fazla hedefin altında kalmıştır. Merkezi yönetim faiz dışı dengesi 33,6 milyar YTL fazla vermiş 38 milyar YTL olan hedefe ulaşamamıştır⁴⁷⁴. Ancak ilgili gelişme tamamen uluslararası konjonktürün iç piyasada yarattığı daraltıcı etkinin sonucudur. Bu gelişmeyi mali disiplinden uzaklaşma olarak görmek yanlış olacaktır.

2008 yılında Global Finansal Kriz sürecinde finansal istikrarın *sürdürülmesi* adına döviz piyasası ile ilgili düzenlemelere öncelik verilmiştir. Finansal istikrar adına, finansal piyasaların etkinliği ve döviz likiditesi için ekim ayından itibaren döviz satım ihalelerine başlanmıştır. Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasındaki aracılık faaliyetlerine tekrardan başlanmış, Bankanın işlem limitleri arttırılmıştır. Döviz Depo işlemlerinin vadeleri uzatılmış ve borç verme faizleri düşürülmüştür. Ayrıca yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülerek bankalara ek yabancı para likiditesi sağlanmıştır. Dış talepteki daralmaya bağlı olarak ihracat hacminin olumsuz etkinmesini önlemeye yönelik olarak ihracat reeskont kredisi limitleri yükseltilmiş, bu kredinin kullanımı kolaylaştırılmıştır⁴⁷⁵.

2009 yılına gelindiğinde global finansal kriz ağırlığını hissettirmeye devam etmiştir. Krizin etkileri özellikle 2009'un ilk yarısında daha güçlü hissedilmiştir. Yılın ikinci yarısında ise özellikle ABD ve AB ekonomilerinde izlenen genişlemeci para ve maliye politikaları ile ekonomiler kısmen toparlanma eğilimine girmişlerdir. Bu süreçte uluslararası finans

⁴⁷² TCMB, **Yıllık Rapor 2008**, s.31.

⁴⁷³ A.g.e., s.34.

⁴⁷⁴ A.g.e., s.43.

⁴⁷⁵ A.g.e., s. 46.

piyasalarındaki oynaklıkların boyutları da *azalmaya* başlamıştır. Emtia fiyatları ise özellikle 2009'un ikinci yarısından itibaren artış sürecine girmiştir. Bu süreci destekleyen en önemli unsur, gelişmiş ülkelerin genişlemeci politikaları sonucu likiditeki hızlı artışlardır. Alınan önlemler uluslar arası finansal piyasalarda risk alma iştahını da arttırmış, finansal piyasalarda kısmi iyileşmeler görülmüştür. 2009 yılı içinde gelişmiş ülke Merkez Bankaları, finansal ve reel piyasalardaki düzelmeyi teşvik edecek şekilde, genişlemeci para politikaları kapsamında, kısa vadeli faizlerde indirimde gitmeye devam etmişlerdir. Ancak bu indirimler 2008 yılına göre sınırlı oranlarda olmuştur⁴⁷⁶.

2009 yılında enflasyon, özellikle uluslararası emtia fiyatlarındaki düşüşün devam etmesi ve vergi indirimlerinin etkisi ile %6,53 oranında gerçekleşmiştir. İlgili oran hedeflenen enflasyonun altında kalmıştır. Kredi piyasalarında ise bankalar risk algısındaki artış sonucu kredi verme konusunda temkinli davranmışlardır. Aynı dönemde yatırım kaynaklı kredi talebi de daralma göstermiştir. Ancak TCMB 'nin istikrarlı yapının devamı için gerçekleştirdiği kısa vadeli faizlerdeki indirimler bu daralmayı sınırlandırmıştır. Politika faizlerindeki indirimler kredi faizlerini de aşağı çekmiştir. Özellikle yılın son çeyreğinde kredi piyasalarındaki daralma hız kesmiştir⁴⁷⁷. Ayrıca ilgili yılda, merkezi yönetim faiz dışı dengesi 1,0 milyar TL fazla vermiştir. Faiz dışı fazla rakamının düşük kalmasında harcama ve vergi gelirlerinde hedeflenen rakamların yakalanamaması önemli olmuştur. Bütçenin açık vermesi ise ilgili yılda kamu borcunun artmasına neden olmuştur. Ancak 2001 yılından itibaren sürdürülen mali disiplin politikaları sonucu kamu borcunun ve bütçe açığının milli gelire oranı diğer ülkelere oranla hızla azalmaktadır⁴⁷⁸.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik yürütülen para politikası kapsamında 2008 yılındaki faiz indirimlerine devam edilmiştir. 2009 yılında 850 baz puan politika faizleri indirilmiştir⁴⁷⁹. Hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar açısından Merkez Bankalarının doğru *öngörülerde* bulunması kritiktir. TCMB de yıl içi ekonomik toparlanma sinyalleri almasına rağmen faiz indirimlerine *devam* etmiştir. Faiz indirimlerine devam edilmesine, talepteki canlanmanın gücü konusunda belirsizlik, enflasyonun hedefin altında kalacağı ve canlanmaya, arz cephesi ve istihdamın gecikmeli tepki vereceği *öngürüsü* neden olmuştur⁴⁸⁰. Kriz sürecinde finansal istikrarın sürdürülmesine yönelik çeşitli para politikası uygulamaları da yürütülmüştür. Buna göre; bankalara likidite desteği kredisinin koşulları gözden geçirilmiş, temel fonlama aracı olan haftalık repo işlemleri ile birlikte üç aya kadar repo işlemlerine de başlanmıştır. Ekim ayında TL zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür. Bankaların yabancı para likiditesine yönelik olarak Dolar ve Euro döviz depolarının vadeleri uzatılmış, faiz oranları yine düşürülmüştür. Aynı zamanda *piyasanın sığlaşması sonucu sağlıklı fiyat oluşumlarını önlemek* için döviz satış işlemleri kısa süreli olarak gerçekleştirilmiştir (10 Mart – 3 Nisan). Ancak uluslar arası finansal piyasalardaki kısmi iyileşme, likiditedeki artış ve döviz piyasalarındaki artış ile Ağustos ayında döviz alım ihaleleri düzenlenmiştir. Yıl sonu itibarıyla 900 milyon dolar döviz satışı, 3,4 milyar dolar döviz alımı yapılmıştır. Yine 2008'de yapıldığı gibi ihracat reeskont kredisi limitleri yükseltilmiş ve daha çok firmanın krediye ulaşmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmıştır⁴⁸¹.

Etkin iletişim çerçevesinde yine yürütülen ve kamu oyu ile paylaşılan çeşitli faaliyetler, yayımlar, raporlar ve toplantı özetleri dışında, 2008 enflasyon gerçekleştirmelerinin %10,6 düzeyinde olması, yani %6 üst belirsizlik aralığının üstünde kalması, "açık mektup" aracılığıyla kamuoyu ve hükümet ile paylaşılmıştır. Aynı şekilde, 2009'un üçüncü ve

⁴⁷⁶ TCMB, **Yıllık Rapor 2009**, s. 30.

⁴⁷⁷ A.g.e., s.38.

⁴⁷⁸ A.g.e., s.38.

⁴⁷⁹ A.g.e., s.41

⁴⁸⁰ A.g.e., s.41.

⁴⁸¹ A.g.e., s.42.

dördüncü çeyreğinde enflasyonun alt belirsizlik aralığının altında kalması sonucunda “açık mektup” duyurulmuştur.

2010 yılı boyunca gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler toparlanma eğilimine devam etmişlerdir. Gelişmekte olan ülke ekonomileri ise toparlanma sürecinde ön plana çıkmışlardır. Toparlanma sürecine bağlı olarak emtia fiyatlarında da sürekli artışlar yaşanmıştır. Gelişmiş ülke ekonomilerinin niceliksel genişleme politikaları sonucu ile uluslar arası likiditenin bollaşması, gelişmekte olan ülkelere fon girişine neden olmuştur. Toparlanmanın hızlı olduğu gelişmekte olan ülkelerde bu dönemde para ve maliye politikaları normalleşme eğilimine girmiştir⁴⁸². Gelişmiş ülke ekonomileri ve özellikle finansal piyasaları, kırılğan zayıf görünümünü sürdürmüşlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde politika faizler 2010 yılında nispeten yatay tutulmuş, gelişmiş ülkeler de ise kısmen sınırlı arttırılmıştır. Bu dönemde *kısa vadeli faiz politikası dışında*, gelişmiş ülkeler niceliksel genişlemeye dönük politikalar yürütmüşler ve alternatif para politikası araçlarına yönelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde ise para politikası, sıkılaştırıcı şekilde geleneksel para politikası araçları ile sürdürülmüştür.

TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisi altında para politikası uygulamalarına devam etmiştir. 2010 yılında enflasyon hedef yakın bir şekilde %6,4 olarak gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde normalleşme sürecinin büyüme rakamlarına yansımaları Türkiye ekonomisinde de yaşanmış büyüme oranı %8,9 olarak gerçekleşmiştir. Ancak yılın son çeyreğinde iç piyasalardaki canlılığın çok yüksek seyretmesi, cari denge ve *finansal istikrarın* sürdürülmesi konusunda kaygıları arttırmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerin gerçekleştirdiği niceliksel genişleme programları sonucu, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinde yaşanan artışlar bu açıdan önemlidir. Durum TCMB'nin kısa vadeli faiz politikası dışındaki araçları aktif kullanmasını gerektirmiştir⁴⁸³. Ekonomik toparlanmaya bağlı olarak yakalanan yüksek büyüme hızı kamu dengesini de olumlu etkilemiş, faiz dışı harcama hızının ve iç borç faizlerinin düşük olması da dengeye katkı sağlamıştır.

14 Nisan 2010 yılında global finansal krizin etkilerini hafifletmesi sonucu, TCMB “Çıkış Stratejisini” açıklamıştır. Stratejinin amacı gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi para politikasının normalleştirilmesini sağlamak ve kriz derinleştiği dönemde alınan likidite önlemlerini geri çevirmektir⁴⁸⁴. Bu süreçte *1 haftalık repo faiz oranı politika faiz oranı olarak belirlenmiştir*. Ayrıca Eylül ayı itibariyle 1 haftalık repo faizi ile gecelik işlemlere uygulanan faiz oranı arasındaki fark 25 puan olarak belirlenmiştir. Politika faiz oranındaki bu değişiklik belirsizliklerin azaldığı *normalleşme sürecinin* bir sonucudur⁴⁸⁵. Bu bağlamda piyasa katılımcılarına da TCMB, normalleşme mesajını politika faizinde yaptığı değişiklik ile vermektedir. Aynı doğrultuda, TCMB'nin *öngörüsü* çerçevesinde 2010 öncesi dönemde uzunca bir süre politika faizlerini düşük tutmakta ısrarcı davranmasında haklı olduğu, reel ve finansal kesimde yaşanan canlanma sürecine bağlı olarak 2010 yılının ilk çeyreğinde anlaşılmıştır. Kısa vadeli faiz politikasını mevcut gelişmelere bağlı olarak bire bir değiştirmek belirsizliği ve oynaklığı arttıracaktır. TCMB bu açıklamaya paralel politika faizlerini, mevcut gelişmeler karşısında *kısmi* olarak ayarlayarak belli bir aralıkta tutmuştur. Bu stratejiye bağlı olarak belirsizlik ve oynaklığın azalması, ekonomik canlanma açısından önemli olmuştur. Bu tür gelişmeler TCMB'nin güvenilirliğine önemli katkı yapmaktadır. Güvenilirlik ileriki dönemlerde uygulanacak politika ve stratejilerin başarısı açısından önemli olacaktır.

2008 Global Finansal Krizinin yarattığı etkiler bu dönemde önemlidir. Bu bağlamda TCMB'de krizin etkilerini en az zararlarla atlattırma yönelik politikalara öncelik vermektedir. Bu

⁴⁸² TCMB, **Yıllık Rapor 2010**, s.28.

⁴⁸³ A.g.e., s.36.

⁴⁸⁴ A.g.e., s.43.

⁴⁸⁵ A.g.e., s.43.

noktada finansal istikrarın güçlenmesi ve sürdürülmesi adına politika faizi ile ilgili düzenlemeler dışında bazı değişiklikler de hayata geçirilmiştir. 2010 yılının son çeyreğinde gecelik *borçlanma* faiz oranını %5,75'ten %1,5'e indirilmiştir. Gecelik *borç verme* faiz oranını ise %0,5 puan artırılarak %9'a çıkarılmıştır. Benzer uygulama geç likidite penceresinde de gerçekleştirilmiştir⁴⁸⁶. TCMB'nin faiz koridorunu bu şekilde açmasının nedeni, ABD ve AB ekonomilerinde yaşanan niceliksel genişlemenin yarattığı likidite bolluğundan finansal istikrarın olumsuz yönde etkilenmesini önlemektir. Finansal istikrarı sağlayıcı araçlardan biri olan TL zorunlu karşılık oranları %6 düzeyine çıkarılmış, TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması sonlandırılmıştır. Bu sayede finansal istikrara yönelik ilgili aracın etkinliği artırılmak istenmiş, ayrıca ilgili aracın ahlaki risk yaratma ihtimali azaltılmak istenmiştir. Ayrıca TL zorunlu karşılık oranları vadeye göre farklılaştırılmış ve yurtdışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlarda zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır⁴⁸⁷. Bu uygulamalara neden olarak, bankacılık sistemindeki yükümlülüklerin vadesini uzatmak ve yabancı sermaye girilerini zamana yamak yatmaktadır. Zorunlu karşılık aracı çerçevesinde, sistemin içinden ve dışından finansal istikrarı tehdit eden riskler önlenmeye çalışılmıştır.

TCMB tarafından TL ve döviz likiditesi ile ilgili gelişmelerin yakından takip edilmesi ve gelişmeler karşısında esnek likidite yönetimi, sistemin *etkinliği* açısından önemlidir. Bu kapsamda, Likidite açısından 2010 yılında likidite ve sisteme yönelik risklerin azalmasıyla, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren 3 aylık repo işlemleri sonlandırılmış, gecelik repo imkanı ile bankalara likidite sağlanma uygulamasına geçilmiştir. Ayrıca döviz alım ihalelerine devam edilmesi ve ikincil piyasada DİBS alımı ile de likidite açısından piyasa desteklenmiştir. Ek olarak, döviz alım ihaleleri kapsamında 79,7 milyar dolar olan döviz rezervleri ile birlikte, döviz likiditesi ile ilgili 2010 yılı içinde sıkışıklığın olmaması sonucu, döviz zorunlu karşılık oranları yıl içinde %11 düzeyine yükseltilmiştir*. Bu paralelde TCMB'nin döviz depo piyasasındaki aracılık işlemlerine de son verilmiş, TCMB'den bankaların alacakları döviz depo işlemleri vadesi de bir haftaya indirilmiştir⁴⁸⁸. TCMB'nin likidite ile ilgili yaptığı bu düzenlemeler, finansal istikrarın *yönetimi* açısından önemlidir. Piyasa katılımcılarının da TCMB'ye güveninin yüksek olması, yapılan uygulamaların piyasa tarafından kabul görmesine katkı yapmaktadır. Bu nedenle etkin iletişim politikasına her yıl olduğu gibi 2010 yılında da devam edilmiştir. Etkin iletişim kapsamındaki diğer uygulamalarla birlikte TCMB, 2010 yılı içinde enflasyon değerlerinin üst belirsizlik aralığının üstüne çıkması sonucu "açık mektup"ları hükümet ve kamu oyu ile paylaşmıştır. Aynı şekilde Para politikasını normalleştirmeye yönelik "Çıkış Stratejisi" de kamu oyu ile paylaşmıştır.

2011 yılına gelindiğinde TCMB'nin aktivist ve katı kuralara göre değil duruma göre para politikası devam etmiştir. Özellikle ABD ve AB ekonomilerinin niceliksel genişlemeye dayalı para politikaları sonucu uluslar arası finansal piyasalarda artan likidite, TCMB'yi diğer pek çok Merkez Bankası gibi finansal istikrar konusunda daha hassas hale getirmiştir. Bu nedenle kriz döneminde para politikası araçlarında çeşitliliğe gitmek ve yeni araçlar ile aktivist politika yürütmek, finansal risklerin azaltılması açısından yararlı olmuştur ve olacaktır. Bu doğrultuda TCMB'nin politika faizlerine ek olarak, faiz koridoru uygulamaları, zorunlu karşılık oranlarını etkin hale getirmeye yönelik düzenlemeleri ve likidite ile ilgili uygulamaları önemlidir. Özellikle 2010 ve sonrası dönemde, TCMB'nin fiyat istikrarı yanında finansal istikrara ve finansal risklere karşı *daha* hassas olmak zorunda kalmıştır.

⁴⁸⁶ A.g.e., s.43.

⁴⁸⁷ A.g.e., s.43.

* Cari işlemler açığının finansmanı, Türkiye ekonomisi açısından kritik öneme sahiptir. Bu nedenle, yıllık ve finansal istikrar raporlarında TCMB, Bankanın rezervlerinin güçlü olduğuna ve finansal istikrarı tehdit edecek bir duruma karşı, rezervler konusunda muhafazakar davranıldığına sık sık vurgu yapmaktadır. Bu tarz bir yaklaşım, TCMB'nin finansal istikrar konusundaki hassasiyetini farklı bir açıdan yansıtmaktadır. Finansal istikrarı tehdit edecek durumlar ve değişkenler ilgili ekonomilerin işleyişine göre farklılık göstermektedir. TCMB bu açıdan, finansal istikrarı tehdit edecek olası değişkenleri kontrol etmede ve yönetmede güçlü bir duruş sergilemektedir.

⁴⁸⁸ A.g.e., s.44.

Kriz sürecinde 2011 yılına gelindiğinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki performans farkı daha da açılmış, emtia fiyatlarındaki artış da devam etmiştir. Global finansal kriz sürecinde 2011 yılının öne çıkan özelliği Euro bölgesi borç sorununun derinleşmesi olmuştur. Borç sorunu konusunda alınan önlemlerin doğrudan çözümleyici olamaması (Avrupa Finansal İstikrar Fonunun genişletilmesi ve bütçe kısıtlamaları gibi) sorunun yayılmasına neden olmuştur. Yunanistan, İspanya, Portekiz, İtalya gibi ülkelerde yoğunlaşan borç sorunu Euro bölgesi için kritik öneme sahip ülkeleri de (özellikle Almanya, İngiltere, Fransa) çözüm ve bulaşıcılık anlamında zorlamaya başlamıştır. Bu noktada özellikle 2011'in son çeyreğinde ABD ve AB bölgesi ekonomilerinde politika faizlerinin düşük tutulacağı ve niceliksel genişlemeye dayalı para politikasına devam edileceği sinyalleri verilmektedir*.

Türkiye ekonomisinde 2011 yılında enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. 2011 yılında enflasyon (TÜFE) %5,5 olan hedefin ve üst belirsizlik noktasının da üstünde %10,45 olarak gerçekleşmiştir. GSYİH büyüme oranı 2011 yılında %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme rakamında yurtiçi talepteki canlılık önemli paya sahiptir⁴⁸⁹. Yurtiçi talepteki canlılık ithalatı da arttırmış, dış talepteki zayıf görünüm sonucu ihracat da güçlü artış olmamıştır. Yurtiçi talebin kredi kanalıyla büyüyor olması finansal istikrar açısından risk oluşturmuştur. Aktivist ve etkin olarak yürütülen para politikası ve disipline yönelik maliye politikası sonucu 2011 yılında kamu dengesi ve kamu borcundaki iyileşme de devam etmiştir. İyileşme sürecinde ekonomik canlılığa bağlı olarak vergi geliri artışı ve faiz giderlerindeki azalma önemlidir. Merkezi Yönetim Bütçesi 17,4 milyar TL açık verirken, faiz dışı denge 24,8 milyar TL fazla vermiştir⁴⁹⁰.

2010 yılının son çeyreğinden itibaren TCMB tarafından uygulanan politika karmasına 2011 yılında devam edilmiştir. Bu kapsamda, politika faizleri düşük tutularak uluslararası sermaye hareketlerinin caydırılmaya çalışılması, faiz koridoru *açılarak* likidite bolluğunun finansal sistemi risk altına sokmasının önüne geçilmesi, zorunlu karşılıklar yükseltilerek kredi hacmindeki artışın cari açık ve finansal istikrar için risk unsuru olmasının önüne geçilmesi ve finansal sistemdeki kurumların yükümlülüklerinin vadelerinin uzatılması stratejisine devam edilmiştir. Uygulanan politikayı daha da güçlendirme adına, 2010 Aralık ve 2011 Ocak aylarında bir haftalık repo faiz oranları %7'den %6,25'e düşürülmüş, faiz koridoru borçlanma faizleri kanalıyla daha da açılmıştır. *İnce ayar* politikası çerçevesindeki bu strateji, gecelik borçlanma faizlerini politika faizlerinden daha düşük hale getirmiş ve *gecelik borçlanma faizlerinde aşağı yönlü oynaklığı arttırmıştır*. Faizler ile ilgili bu politika kısa vadeli yabancı sermayeyi caydırmıştır⁴⁹¹. TCMB'nin finansal istikrarı sürdürmeye yönelik *araç çeşitliliği ve ince ayar* politikası açısından bu strateji, *önemli ve özgündür*. İç talep canlılığına bağlı cari açık ve finansal risklere yönelik olarak, 2011 yılının ilk çeyreğinde TL zorunlu karşılık oranları sert bir şekilde arttırılmış, döviz zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilmiştir⁴⁹².

İnce ayar ve duruma göre aktivist izlenen para politikası kapsamında TCMB, yılın *üçüncü çeyreğinden* itibaren politikasında ve stratejisinde değişikliğe gitmiştir. Bu tarz bir değişiklik doğası gereği dinamik ve yönetilmesi gereken bir süreci ifade eden finansal istikrara yönelik hassasiyetin önemli bir göstergesidir. Bununla birlikte bu tarz bir değişiklik,

* Global finansal krizin *sistemik kriz* haline gelmesi sürecinde en önemli aşama, Euro bölgesi için kritik öneme sahip ülke ekonomilerinin ve bu ülke bankacılık kesiminin etki altında kalmasıdır. Bu noktada ilgili AB ülkeleri koordineli olarak borç sorununu çözüme ve finansal istikrarı sağlama adına daha doğrudan ve kalıcı önlemler almak zorundadır. Niceliksel genişlemeye dayalı para politikası uygulamaları kısa vadeli çözümler sunar. Finansal sistemin *işlerlik ve etkinlik* kazandırılmadığı bir ekonomide likiditeye dayalı politikalar uzun dönemde etkisiz kalır. Nitekim niceliksel genişlemenin olduğu ekonomilerde likidite uluslararası finansal piyasalara yönelmektedir.

⁴⁸⁹ TCMB, **Yıllık Rapor 2011**, s.34.

⁴⁹⁰ A.g.e., s.44.

⁴⁹¹ A.g.e., s.47.

⁴⁹² A.g.e., s.48.

sürecin etkin olarak izlendiğini ve politikanın esnek olarak uygulandığını göstermektedir. Euro bölgesinde borç sorununun derinleşmesi ve *finansal risklerin* artması ile birlikte, dış talepteki bozulmaya yurtiçi talebin de eşlik edeceği *öngürüsü* ile politika faizlerinde 50 baz puan indirime gidilmiştir. Uluslar arası finansal piyasalarda risk artışı sonucu, likidite kanallarında sorun yaşanacağı *öngürülerek*, borçlanma faizi yükseltilerek gecelik faiz koridoru da daraltılmıştır. Ayrıca haftalık repo yönteminde ve TL zorunlu karşılık oranlarında da bazı düzenlemeler bu uygulamalara eşlik etmiştir⁴⁹³. *Öngörülere* bağlı olarak bu süreçte TCMB, *pro-aktivist* politika yürütme konusunda *cesur* davranmıştır. TCMB'nin esneklik derecesi yüksek para politikası uygulamalarının arkasında kredibilitesi önemli bir etkidir.

Finansal istikrar ile birlikte fiyat istikrarı da Merkez Bankaları dolayısıyla TCMB açısından öncelikli amaçtır. 2011 yılının son çeyreğinde global finansal krizin derinleşmesi ile birlikte enflasyon ve dolayısıyla fiyat istikrarı konusunda TCMB'nin öngürüsü değişmiş, enflasyonda hızlı artış beklentisi oluşmuştur. Özellikle finansal istikrar ve finansal risklere yönelik olarak kullandığı araç olan faiz koridorunu yine *pro-aktivist* ve özellikle *ince ayar* yaklaşımı ile fiyat istikrarına yönelik kullanmıştır. Bu uygulama fiyat istikrarı ve finansal istikrar literatürü açısından önemli bir örnektir. Bu çerçevede borç verme faizlerini yükselterek, *gecelik faiz koridorunu yukarı doğru genişletilmiş* ve aynı zamanda gecelik faiz oranlarının politika faiz oranından yüksek olmasına izin verilmiştir⁴⁹⁴. Kredi kanallarını sıkılaştırıcı dolayısıyla enflasyonu baskı altına alacak olan bu uygulamanın likidite açısından *aşırı* sıkılaştırıcı ve dolayısıyla *finansal istikrar* için risk oluşturmaması için de TL zorunlu karşılık oranları düşürülmüş, bir ay vadeli repo işlemlerine başlanmıştır⁴⁹⁵.

Döviz piyasasında da mevcut para politikasını tamamlayacak uygulamalar TCMB tarafından gerçekleştirilmiş bu kapsamda 2011 yılı içinde 6,45 milyar Dolar alışı, 11,74 milyar Dolar satışı yapılmıştır. Finansal istikrarın sürdürülmesi, döviz piyasasında etkinliğin artması ve döviz likidite kanallarının açık tutulmasına yönelik olarak TCMB, aynı strateji altında araç çeşitliliğine önem vermiş ve esnek politika yürütmüştür. Dönem içinde döviz zorunlu karşılık oranları kademeli düşürülmüş, Döviz Depo Piyasası'nda bir haftalık döviz depo faiz oranları indirilmiş, TCMB'den alınabilecek döviz depolarının vadesi bir haftadan bir aya çıkarılmış, Kasım ayından itibaren, döviz depo işlemlerinde aracılık faaliyetlerine tekrardan başlanmıştır. Yıl içi dönemde döviz kuru oynaklığı da alınan önlemlerle birlikte düşük olmuştur⁴⁹⁶. Ayrıca yılın tamamında etkin iletişime de devam edilmiştir.

2011 ve öncesi dönemde TCMB'nin yürüttüğü para politikası konusunda aktivist ve esnek uygulamaları, 2008 Global Finansal Kriz ve öncesi dönemde fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından önemlidir. Özellikle yürütülen para politikasının yerine göre pro-aktivist olabilmesi ve ince ayar yapabilmesi, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına önemlidir. Bu kapsamda *öngörude* bulunma ve *araç çeşitliliğine* önem vermenin de katkısını göz önünde tutmak gerekmektedir. Finansal istikrarı sağlayıcı para politikası uygulamaları ve stratejilerinin bu noktaya gelmesinde, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının sağladığı zeminin önemi de büyüktür.

Bu alt bölümde, finansal sistemi güçlendiren gelişmeler ve amaç - araç bağımsızlığı altında, 2001 sonrası finansal istikrarı sağlayıcı para politikası uygulamalarının ve gelişmelerin tarihsel süreç içinde verilmesinden sonra, şimdi de finansal sistemin önemli bir parçası olan bankacılık kesimine dair TCMB tarafından oluşturmuş olan finansal sağlık endeksi ve alt endeksleri değerlendirilmeye çalışılacaktır. Finansal sağlık endeksi ve alt endekslerinin değerlendirilmesi, 2001 sonrasında yaşanan süreç ışığında, para politikası - finansal istikrar ilişkisi analizini ayrıntılandırmak, finansal istikrar sağlayıcı para politikası

⁴⁹³ A.g.e., s.48

⁴⁹⁴ A.g.e., s.48.

⁴⁹⁵ A.g.e., s.48.

⁴⁹⁶ A.g.e., s.51.

uygulamalarının etkilerini net olarak görmek ve bankacılık kesiminin ve dolayısıyla finansal kesimin güçlü yapısını ortaya koymak açısından yararlı bir yaklaşım olacaktır.

4.7. Para Politikası ve Finansal İstikrar İlişkisi Açısından Finansal Sağlık Endeksinin Değerlendirilmesi

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Kapsamında 1211 sayılı TCMB kanununda yapılan değişikliklerle birlikte sağlanan araç ve amaç bağımsızlığı altında, “*Bankanın temel amacı fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi olup, bu amacın destekleyicisi olarak finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak da Bankanın görevleri arasında yer almaktadır*”⁴⁹⁷. Finansal istikrarın amaç haline getirilmesi sonucu, TCMB gözü ile finansal istikrarın durumunun analizi ve piyasa katılımcılarına anlatılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu nedende doğası gereği dinamik bir yapısı olan finansal istikrar kavramının gelişimine yönelik “Finansal İstikrar Raporu” yayımlanmaya başlanmıştır.

Bankacılık kesimi finansal piyasaların fonksiyonlarını yerine getirme sürecinde önemli role sahiptir. Bu nedenle finansal istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi sürecinde de bankacılık kesiminin durumu önceliklidir. TCMB bu önceliği uygun olarak, Haziran 2005’ten itibaren TCMB tarafından yılda iki kere yayımlanan, finansal piyasalar, bankacılık kesiminin ve dolayısıyla finansal istikrar hakkında TCMB’ nin değerlendirmelerini ortaya koymayı amaçlayan Finansal İstikrar Raporunda, Ağustos 2005 tarihinde itibaren “Finansal Sağlık Endeksi” hesaplanmaya ve yayımlanmaya başlanmıştır. Hesaplanan Endekslerin başlangıç “baz” yılı Aralık 1999’dur. Endeks, bankacılık sektörü bazında hesaplanmakta ve sektörün durumunu ortaya koymaya yönelik çeşitli göstergelerden yararlanarak oluşturulmaktadır. Endeksin oluşturulma sürecinde kullanılan göstergeler endeks haline getirilmekte ve bunlar alt endeks olarak kullanılmakta, son olarak ise bu endekslerin ortalaması alınarak genel endeks olan Finansal Sağlık Endeksine Ulaşılmaktadır.

Dinamik bir yapıya sahip ve zaman içinde değişime uğrayan Finansal istikrar ya da istikrarsızlığı tek bir değişken ya da tek bir gösterge ile ortaya koymak ve analiz etmek sağlıklı bir yaklaşım değildir. Bu çerçevede TCMB 2010 yılında yayımladığı 11. Finansal İstikrar Raporu ile birlikte Finansal İstikrarın Makro Gösterimini hesaplamaya ve kullanmaya başlamıştır. Bu tarz bir yaklaşım, finansal istikrarın durumunu daha geniş çerçevede ortaya koymak ve finansal istikrara yönelik ekonominin çeşitli kanallarından kaynaklanabilecek riskleri görmek adına anlamlıdır. Bütüncül yaklaşım çerçevesinde bu tarihten itibaren finansal sağlık alt endeksleri de makro gösterim içine dahil edilmiştir.

⁴⁹⁷ TCMB, “Finansal İstikrar Raporunun Tanıtımına İlişkin Basın Toplantısı; Başkan Dursun Yılmaz’ın Konuşması”, 4 Aralık 2006, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/FinansalIstikrarRaporuIII.php>(16Kasım 2008).

Tablo 4.10: Finansal Sağlık Göstergeleri*

Alt Endeksler	Göstergeler	Endekse Etkinin Yönü	Endekste Ağırlığı
Aktif Kalitesi	Brüt Takipteki Alacaklar/Brüt Kredi	Negatif	0,33
	Net Takipteki Alacaklar/Özkaynaklar	Negatif	0,33
	Duran Aktifler/Toplam Aktifler ¹	Negatif	0,33
Likidite	Likit Aktif/Toplam Aktif ²	Pozitif	1,00
Kur Riski	Bilanço İçi Yabancı Para Pozisyonu/Özkaynaklar ³	Negatif	0,50
	Yabancı Para Net Genel Pozisyonu/Özkaynaklar ^{3,4}	Negatif	0,50
Faiz Riski	(1 Aya Kadar Faize Duyarlı TP Cinsi Aktifler - 1 Aya Kadar Faize Duyarlı TL Cinsi Pasifler)/Özkaynaklar ⁵	Negatif	0,50
	(1 Aya Kadar Faize Duyarlı YP Cinsi Aktifler - 1 Aya Kadar Faize Duyarlı Yabancı Para Cinsi Pasifler)/Özkaynaklar ⁵	Negatif	0,50
Karlılık	Net Kar/Toplam Aktif	Pozitif	0,50
	Net Kar/Özkaynaklar	Pozitif	0,50
Sermaye Yeterliliği	Serbest Sermaye/Toplam Aktif ⁵	Pozitif	0,50
	Sermaye Yeterlilik Rasyosu	Pozitif	0,50

TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:7, Kasım 2008, s. 133.

1= Duran Aktifler; iştirak, bağlı ortaklık, elden çıkarılacak kıymetler, sabit kıymetler ve net takipteki alacaklar toplamından oluşmaktadır.

2=Likit Aktifler; nakit değerler, merkez bankası, piyasalar, bankalar ve ters repo işlemlerinden alacaklar toplamından oluşmaktadır.

3=Özkaynaklar, yasal özkaynak toplamı olup, bilançonun pasifinde alan özkaynak tanımından farklıdır.Hesaplama mutlak değer olarak yapılmıştır.

4=Bilanço içi yabancı para pozisyonu ile bilanço dışı kalemlerin toplanması ile yabancı para net genel pozisyonu elde edilmektedir.Hesaplama mutlak değer olarak yapılmıştır.

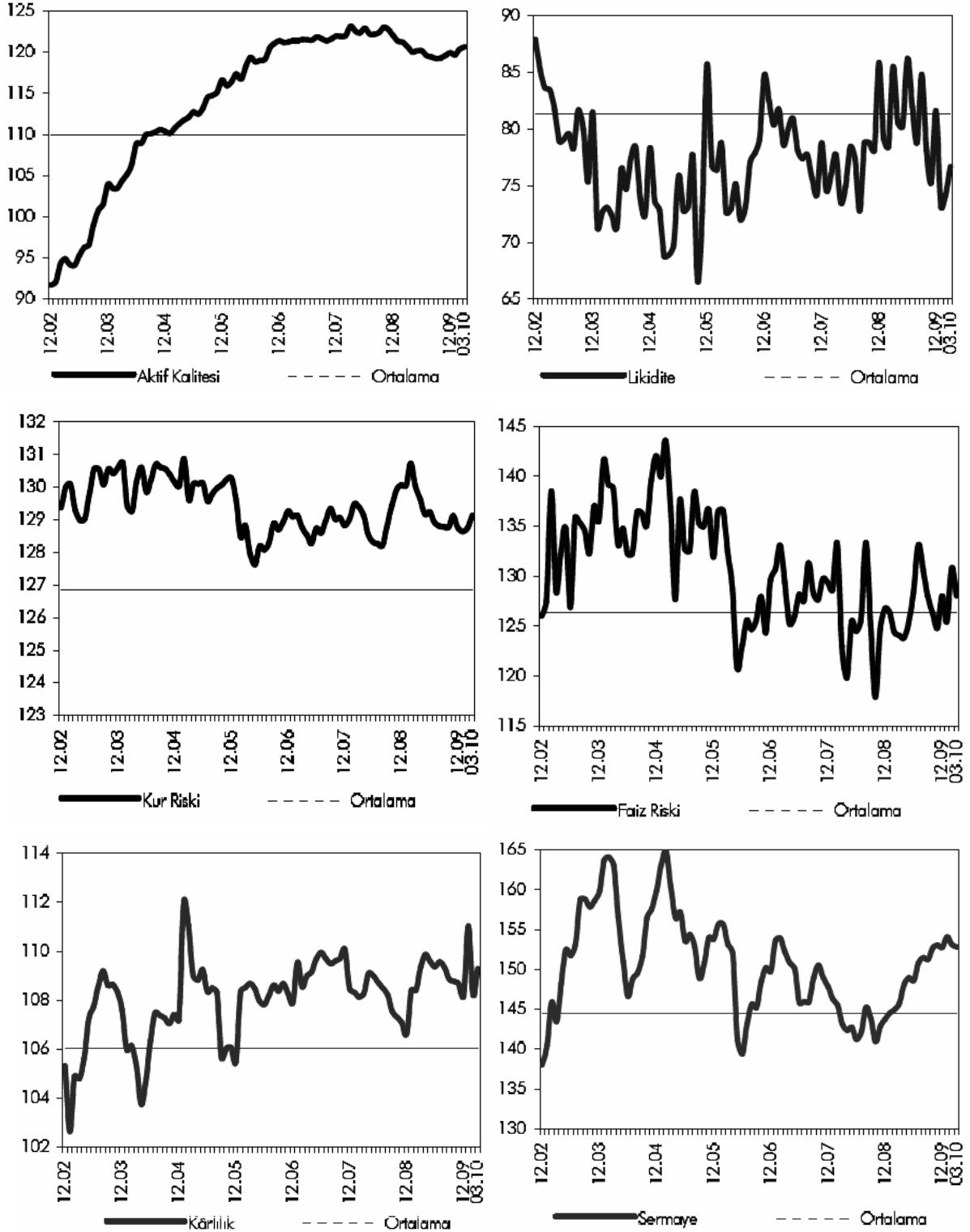
5=Hesaplama mutlak değer olarak yapılmıştır.

6=Serbest sermaye, özkaynak tutarından duran aktiflerin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır.

Tablo 4.10'da bankacılık sektörünün finansal sağlığını ve risklerini ortaya koymaya yönelik endekslerin hesaplanmasında kullanılacak göstergelere yer verilmiştir. Bu göstergelerin ve ağırlıkların seçiminde TCMB, yaşanan krizleri ve kırılma noktaları en iyi şekilde ortaya koymayı hedeflemektedir. Hesaplanan 6 alt endeks grubunun da finansal sağlık endeksini *oransal olarak eşit* etkilemesi yani ağırlıklarının aynı olması temel prensip olarak alınmıştır. Tablo 4.10'da rasyoların endekse etki yönü verilmiştir. Yönün pozitif olması, hesaplanan rasyo ile finansal sağlık endeksinin aynı yönlü hareket ettiğini, yönün negatif olması ise, rasyo ile finansal sağlık endeksinin ters yönlü hareket ettiğini göstermektedir. Alt endeks grubunda etkinin pozitif (negative) olduğu durumlarda, değerlerin artış göstermesi

finansal sağlamlığın arttığını (azaldığını); azalması ise finansal sağlamlığın azaldığını (arttığını) ifade etmektedir. Alt endeksler Şekil 4.2'de 2010 Mart sonu itibariyle verilmiştir*.

Şekil 4.2: Finansal Sağlamlık Alt Endeksleri (1999=100)*



* TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı: 10, Mayıs 2010, s. 82. Kullanılan ortalamalar, ilgili alt endekslerin Aralık 1999 – Mart 2010 ortalamasıdır.

* 2010 Mart ayından sonraki döneme ait alt endeksler, bankacılık kesimi makro gösterimi içine dahil edildiğinden, makro gösterim içinde değerlendirilecektir.

Şekil 4.2'de verilen alt endeksler ve Şekil 4.3'te verilen finansal sağlamlık endeksi grafiklerinde, başlangıç tarihi olarak Aralık 2002 alınmıştır. Bu dönemden önce yaşanan krizler tüm endekslerde çok büyük bir kırılma yaratmış özellikle 2000-2001 döneminde tüm seriyi bozmuştur. Bu nedenle endekslerdeki hareketin daha net görülebilmesi ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Dönemi sonrasına odaklanılabilmesi için bu kırılmalar grafiklerin dışında tutulmuştur*. Ayrıca Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı, 1211 Sayılı TCMB kanununda yapılan değişiklikler, araç ve amaç bağımsızlığının sağlanması, 2001 sonrası TCMB' nin finansal istikrarı sağlayıcı ve sürdürücü yürüttüğü politikalar ve BDDK' nın etkin bir kurum olarak faaliyet göstermesinin, endekslerin 2001'den sonraki hareketinde önemli bir payı bulunmaktadır. Bu bakımdan da çalışmanın asıl konusu olan para politikası ve finansal istikrar analizine yönelik, endekslerin 2001 sonrası hareketinin değerlendirilmesi daha anlamlı görülmektedir.

Tablo 4.10'daki aktif kalitesi alt endeksine bakıldığında, sürekli artan bir trend içinde olduğu görülmektedir. Aralık 2001'de 73,3 düzeyine kadar gerileyen endeksin güçlü yukarı yönlü hareketi dikkat çekicidir^δ. Yaşanan krizlerin ardından ekonomide gerçekleştirilen yeniden yapılanma, bankacılık kesimi aktif kalitesini istikrarlı bir şekilde güçlendirmiştir. 2006 yılı içinde yaşanan kısa süreli dalgalanmadan, finansal sistemin güçlenmesine bağlı olarak bu alt endeks etkilenmemiştir. Aktif kalitesinin iyileşmesinde 2006 yılına kadar, bilanço içinde faiz getirisi olmayan aktiflerin payındaki azalış, takipteki alacakların karşılık ayrılmamış kısmının öz kaynaklara oranındaki azalış, kredilerin takibe dönüşüm oranının azalması önemli bir paya sahiptir⁴⁹⁸. Bu faktörlere, 2006 yılından itibaren duran aktiflerin toplam aktifler içindeki payının azalışı eklenmiş, endeks değeri Aralık 2006'da 124,6'ya çıkmış, Eylül 2007 itibariyle ise 122,9 olarak gerçekleşmiştir⁴⁹⁹. 2008 yılı sonu itibariyle, özellikle duran aktiflerin toplam aktifler içindeki payının ve kredilerin takibe dönüşüm oranının azalması ile endeks değeri 122,7 olmuştur. 2009 yılında gelindiğinde endekste *sınırlı* düşüş yaşanmıştır. Eylül itibariyle endeks 119,2 seviyesine çekilmiş, 2010 yılının ilk çeyreğinde geri çekilme kendisini sınırlı artışa bırakmış, endeks 120,6'ya yükselmiştir⁵⁰⁰. Geri çekilme sürecinde alacakların takibe dönüşüm oranındaki artış etkili olmuştur⁵⁰¹. Aktif kalitesi açısından bankaların dönem boyunca sorun yaşanmadığı görülmektedir. Dönemin tümü içinde ise endeks, 110 ortalama ile hareket etmiştir.

Likidite endeksi de Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrasında finansal ve makro ekonomik istikrarın yakalanması ile oluşan güven ortamında 2002-2004 döneminde düşüş trendine girmiştir. Güven ortamının sağlanması ile bankaların likit kalma oranları düşmeye başlamıştır. Likidite riskini azaltan başlıca unsurlar, mevduatların istikrarlı artışı ve uluslararası kuruluşlardan sağlanan orta ve uzun vadeli kredilerdir. Ancak 3 Aya kadar vadeli varlıkların 3 aya kadar vadeli yükümlülöklere oranının %50'nin altında kalması sektörde halen vade uyumsuzluğu olduğunu göstermektedir⁵⁰². Bu nedenle Aralık 2000'de 87,9'e çıkan likidite riski endeksi 2005 sonunda da hızlı bir artış göstermiştir. Ancak risklerdeki azalışa bağlı olarak finansal sistemin güçlenmesi ile 2005 ve 2006 yılı içindeki dalgalanmalar kısa etkide bulunmuş ve Eylül 2006 itibariyle endeks 71 düzeylerine gerilemiştir. Bu düşüş sürecine, likidite sıkışıklığı durumunda, TCMB tarafından teminat olarak kabul edilebilecek değerlerin yüksek olması da katkı sağlamıştır⁵⁰³. 2006 sonu itibariyle yeniden dalgalanma

* 2002 öncesi endekslerin aldığı değerlere, yeri geldikçe metin içinde yer verilecektir.

^δ Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve bu kapsamda finansal sisteme yönelik yapılan yeniden yapılandırma uygulamaları, etkisini 2002 itibariyle göstermeye başlamıştır. Bu nedenle 2001 sonu itibariyle burada verilen endeksler halen toparlanma aşamasında görülmektedir.

⁴⁹⁸ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:1, Ağustos 2005, s.134.

⁴⁹⁹ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:4, Mayıs 2007, s. 59.

⁵⁰⁰ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:10, Mayıs 2010, s.81.

⁵⁰¹ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:9, Eylül 2009, s.76.

⁵⁰² TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:1, Ağustos 2005, s.134.

⁵⁰³ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:2, Haziran 2006, s.114.

yaşayan ve 85 düzeylerine çıkan endeks, 2007 yılından itibaren 2008 Eylül'e kadar, likit aktiflerin toplam aktifler içindeki payındaki düşüş ile birlikte 78 düzeylerine gerilemiş bu düzeylerde istikrar kazanmıştır. 2008 yılında global finansal krizin derinleşmesi ile birlikte, 2008 sonu itibariyle likit aktiflerin payındaki artışa bağlı olarak endeks 86 düzeyine yükselmiştir. 2009 yılının başından itibaren azalışa geçen endeks, 2009 sonunda 81,6'ya, 2010 mart itibariyle de 76,7'e gerilemiştir⁵⁰⁴. Endeksin gerilemesindeki temel neden likit aktiflerin payındaki düşüş olmuştur. 2008 sonrası dönemde, gelişmelere bağlı olarak bankalar likit aktiflerden uzaklaşmışlardır . Dönem boyunca endeks 82 ortalama ile hareket etmiştir.

Şekil 4.2'de, kur riski endeksine bakıldığında ise, 2002 yılından itibaren istikrarlı olduğu ve 2005 sonu itibariyle 127'e yaklaştığı görülmektedir. Özellikle kamu ve fon bankalarına verilen DİBS' lere yönelik olarak Haziran 2001'den itibaren yürütülen takas operasyonu ile birlikte, yabancı para açık pozisyonlarının kapanması, bu trendde önemlidir⁵⁰⁵. Açık pozisyonların kapanması ile birlikte, kur dalgalanmalarına karşı bankaların güçlü pozisyona gelmesi, 2006 yılında yaşanan dalgalanmanın kur riski endeksini arttırmamasını da sağlamıştır. 2006'dan 2008 sonuna kadar bankacılık sektörünün açık pozisyonlarının sınırlı olmasına bağlı olarak kur riski endeksi, dar ve aşağı eğimli bir kanalda hareket etmeye devam etmiştir. 2008 ve 2009 sonu itibariyle 129 seviyelerinde olan endeks, 2010 yılında da yakın seviyelerde seyretmiştir. Yıl *sonları* itibariyle sınırlı değişimin olmasında bilanço içi açık pozisyon / öz kaynak oranındaki değişimin düşük kalması etkili olmuştur. Banka açık pozisyonlarının yakından takibi, serbest kur uygulaması (kirli dalgalanma), TCMB'nin döviz likiditesi ile ilgili stratejileri, kur riski alt endeksinin sınırlı değişiminde, özellikle global finansal kriz sürecinde etkili olduğu söylenebilir. İncelenen dönem boyunca endeks 127'ye yakın ortalama ile hareket etmiştir.

Faiz riski endeksi ise 2004 -2005 döneminde TL cinsinden 1 aya kadar faize duyarlı aktif ve pasifler arasındaki farkın öz kaynaklara oranındaki artışa bağlı olarak düşmüş, 2005 yılından itibaren ise aşağı yönlü bir kırılma yaşamıştır. Bankaların değişken faizli aktiflere ağırlık vermeye başlamasıyla birlikte faiz riskine karşı daha dayanıklı olduğu görülmektedir⁵⁰⁶. 2006 yılından itibaren de aynı nedenle (*dalgali*) düşüş trendine devam eden faiz riski endeksi, Aralık 2006, Eylül 2007'de ve 2008 sonu itibariyle de 126 seviyelerinde seyretmiştir. 2009 Mart itibariyle faiz riski endeksindeki gerileme devam etmiş ancak 2009 sonu itibariyle 128,1 seviyesine yükselmiş, 2010 Mart itibariyle yakın seviyelerde kalmıştır⁵⁰⁷. Teknik olarak faiz riski endeksindeki artışta, TL cinsi 1 aya kadar faize duyarlı aktif ve pasif arasındaki farkın özkaynaklara oranındaki azalış etkili olmuştur. Bankalar kriz sürecinde 2009 yılı itibariyle faiz riski almaktan kaçınmışlardır. Dönemin tümünde endeks, 126'a yakın ortalama ile hareket etmiştir.

Krizlerle sonuçlanan sürecin devamında Aralık 2001'de 87,8 seviyelerine çekilen karlılık endeksi ise 2002 yılından itibaren artış eğilimine girmiştir. Özellikle 2002-2003 aralığında yüksek değerler gören endeksin artış hızı, 2004'ten itibaren yavaşlamıştır. 2002 ve 2003'te yaşanan hızlı artışın temelinde, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve bu kapsamda Bankacılık Kesimi Yeniden Yapılandırma Programının sisteme olan güveni tesis etmesi yatmaktadır. 2005 yılından itibaren enflasyon muhasebesi uygulamasının sona ermesi ile birlikte, net parasal pozisyon zararlarının ortadan kalkması, karlılık endeksinin artış trendine girmesini sağlamıştır⁵⁰⁸. 2005 ve 2006 yılında yaşanan dalgalanmalardan da, sektörün güç kazanmasına bağlı olarak, endeks etkilenmemiş, 2006 sonunda 107 değerine ulaşmıştır. 2006 ve 2007 aralığında yukarı eğimli bir seyir izleyen endekste hem aktif hem de

⁵⁰⁴ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:10, Mayıs 2010, s.81.

⁵⁰⁵ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:1, Ağustos 2005, s.135.

⁵⁰⁶ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:2, Haziran 2006, s.114.

⁵⁰⁷ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:10, Mayıs 2010, s.81.

⁵⁰⁸ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:1, Ağustos 2005, s. 135.

öz kaynak karlılığındaki artış etkili olmuş ve endeks 2007 sonunda 109 seviyelerine yaklaşmıştır⁵⁰⁹. Ancak 2008 yılında derinleşen *global finansal krizin* etkisiyle aktif ve öz kaynak karlılığındaki azalış endeksin gerilemesine neden olmuştur.

Gerileme 2008'in sonunda devam etmiş endeks 106 seviyelerine yaklaşmış son üç yılın en düşük değerine ulaşmıştır⁵¹⁰. 2009 yılında alınan önlemlerle birlikte faizlerde düşüş yaşanmıştır. Bunun sonucu, faiz marjındaki artışa bağlı olarak net faiz gelirlerinin yükselmesi ve sermaye piyasası işlem karlarındaki artışa bağlı net ticari kardaki artış, endeksi 2009 Eylül itibariyle 109'a yaklaştırmıştır⁵¹¹. Endeksteeki artış Mart 2010'a kadar devam etmiştir. Karlılık endeksi incelenen dönemde 106 ortalama değere sahip olmuştur. Endeksin, 2008 Global Finansal Kriz sürecinde dalgalanma göstermesine rağmen yükseliş trendini koruması ve düşüşlerden çok hızlı çıkması, bankacılık kesiminin süreci yönetme açısından esnekliğe sahip olduğuna işaret etmektedir.

Şekil 4.2'de son alt endeks olan sermaye yeterliliği endeksi 2001 yılından 2003 sonuna kadar hızlı bir artış sergilemiş 160 değerine kadar çıkmıştır. 2005 ve 2006 yılı içinde yaşanan dalgalanmalara rağmen yüksek değerlerde seyreden endeks, 2006 yılı itibariyle, kredilerdeki artış, riskli aktiflerdeki artışa bağlı olarak düşüş eğilimine girmiş, Eylül 2006'da 140 düzeyine çekilmiştir⁵¹². Kredi ve riskli aktiflerin artışının devamı ile 2007 sonunda da 146 düzeylerinde olan endeks Eylül 2008 itibariyle de bu seviyelerde seyretmiştir. 2008'in son çeyreğinden itibaren sürekli bir artış eğilimine giren endeks, Eylül 2010 tarihinde 150,5 seviyelerine ulaşmıştır. Özellikle krizin derinleştiği bu dönem aralığında endeksin istikrarlı artış göstermesi, bankacılık kesiminin finansal istikrarsızlığa karşı duyarlılığını, ayrıca etkin denetim ve gözetimin fonksiyonunun yürütüldüğünü göstermektedir. Risklerdeki artış ve olası riskler karşısında sermayeye yeterliliğinin artması önemli bir sigorta görevi görmüştür. Endeksin yükselmesinde sermaye yeterliliği rasyosu ve serbest sermayenin toplam aktiflere oranındaki artış etkili olmuş ve endeks Mart 2010 itibariyle 153 seviyesine yaklaşmıştır⁵¹³. Dönem boyunca endeks ortalama 145 düzeyinde seyretmiştir. Sermaye yeterlilik endeksinin özellikle krizin derinleştiği bu dönemlerdeki istikrarlı artışı, bankacılık sektörünün *şoklara* ve *risklere* karşı dayanıklı olmasında önemli bir faktör olmaktadır. Diğer ülkelerle sermaye yeterlilik oranı açısından karşılaştırma yapıldığında ilgili oran yaklaşık olarak Avrupa'da %11, ABD'de ise %12 düzeylerinde seyretmektedir. Aynı oran Türkiye'de %20 civarındadır⁵¹⁴.

Finansal Sağlık Endeksi'nin hesaplanmasında kullanılan alt endekslerle ilgili açıklamalarla, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının devamında TCMB ve para politikasında yapılan önemli dönüşümlerin ve finansal istikrara yönelik para politikası uygulamalarının bankacılık sektörünü güçlendirdiği gösterilmeye çalışıldı. Alt endekslerin yorumlanmasından sonra, Şekil 4.3'te verilen Finansal Sağlık Endeksi ve Şekil 11'de verilen Bankacılık Kesimi Makro Gösterimi, yine bu doğrultuda Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası döneme yönelik açıklanmaya çalışılacaktır. Alt endeksler ve finansal sağlık endeksine yönelik açıklamalar, finansal istikrara yönelik para politikası uygulamalarının etkilerini *dolaylı* olarak görmek açısından da yararlı olacaktır.

⁵⁰⁹ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:7, Kasım 2008, s. 58.

⁵¹⁰ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:9, Kasım 2009, s.76.

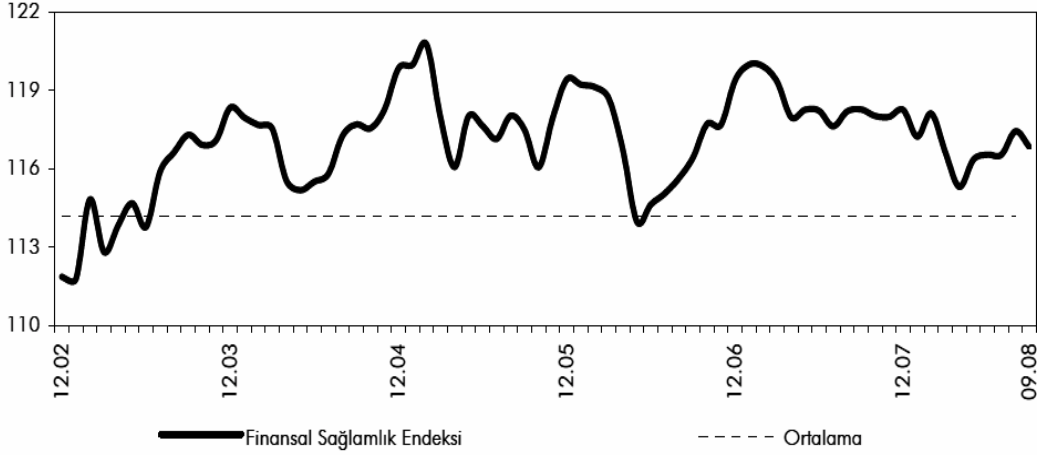
⁵¹¹ A.g.e., s.76.

⁵¹² TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:2, Haziran 2006, s.114.

⁵¹³ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:10, Mayıs 2010, s.81.

⁵¹⁴ A.g.e., s.53.

Şekil 4.3: Finansal Sağlık Endeksi (1999=100)*

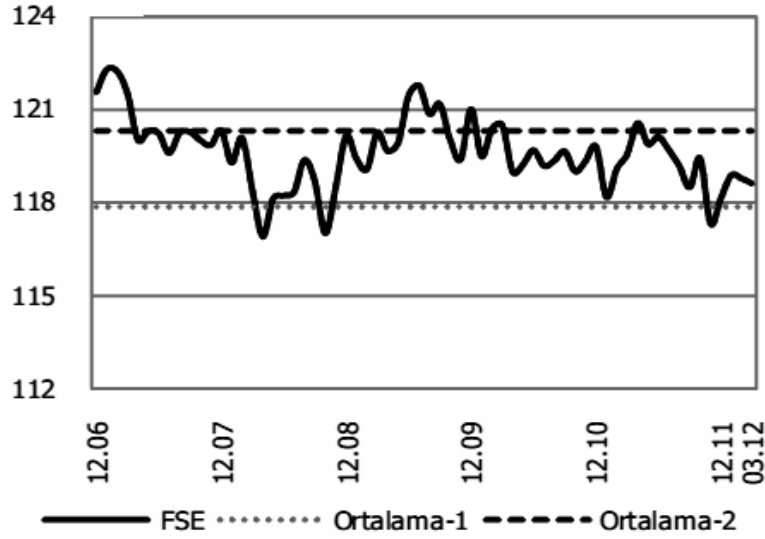


* TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı: 7, Kasım 2008, s. 68.
Kullanılan ortalama değer, finansal sağlık endeksinin Aralık 1999–Eylül 2008 ortalamasıdır.

Şekil 4.3'te verilen Finansal Sağlık Endeksi, Aralık 2001 ve Haziran 2002'de 95 düzeylerine geriledikten sonra, 2004 sonuna kadar yükseliş trendine girmiş ve en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, TCMB ve para politikasında yapılan düzenlemeler ile birlikte finansal istikrarı sağlayıcı para politikası uygulamaları, finansal sisteme olan güvenin ve istikrarın sağlanması açısından önemli olmuştur. Bu süreçte bankaların aktif kalitesindeki iyileşme, önceki dönemlerden kaynaklanan açık pozisyonların kapanması, karlılık artışı ve sermaye yeterliliği anlamında iyi performans göstermeleri finansal sağlık endeksinin de artış trendine girmesine katkıda bulunmuştur. 2005 ve 2006 yıllarında yaşanan dalgalanmaların ardından, aktif kalitesi dışındaki alt endekslerde ve özellikle likidite ve faiz riski endekslerindeki geçici yukarı yönlü kırılmaya uygun olarak finansal sağlık endeksi de düşüş göstermiş 2005 sonunda 117,2 seviyesine, Mayıs 2006'da ise 114,3 seviyesine gerilemiştir⁵¹⁵. Ancak finansal sistemin ve bankacılık kesiminin artık güçlü bir yapı sergilemesine paralel 2006 sonunda endeks yine 2004 sonu zirvesini zorlamıştır. 2007 yılında ise endeks, sermaye yeterliliği endeksi, faiz riski endeksi ve likidite endeksinin düşmesine rağmen, Eylül 2008'e kadar yüksek seviyelerini korumaya devam etmiştir. Dalgalanmalara bağlı olarak kısa dönemli düşüşlerden sonra endeksin hızla toparlanması ve 2008 sonu itibarıyla ortalama 118 düzeylerinde seyretmesi, bankacılık kesiminin ve dolayısıyla sistemin daha sağlıklı ve dalgalanmalara karşı daha dayanıklı olduğunu göstermektedir.

⁵¹⁵ TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı:3, Aralık 2006, s.87.

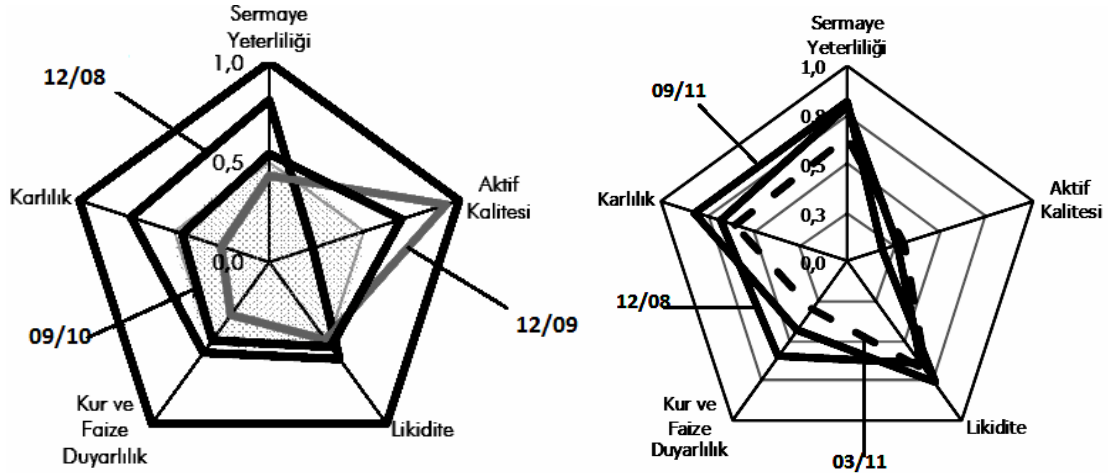
Şekil 4.4: Finansal Sağlık Endeksi 12/06 – 03/12 (1999=100)*



* TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı: 14, Mayıs 2012, s. 58.

Kullanılan Ortalama-1 Aralık 1999–Mart 2012 ortalamasını ve Ortalama-2 ise Ocak 2004- Mart 2012 ortalamasını göstermektedir.

Şekil 4.5: Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi⁵¹⁶



Yayımlanan 11. Finansal İstikrar Raporu ile finansal istikrar açısından bankacılık sektörünün durumu ve riskini gösteren finansal sağlık alt endeksleri, finansal istikrarın makro gösterimi içine dahil edilmiştir*. Finansal istikrarın makro gösteriminin parçası olarak

⁵¹⁶ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:11, Aralık 2010, s.40 ve TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:13, Kasım 2011, s.77.

* Bu tarihten itibaren alt endeksler hesaplanmasında şu rasyolar kullanılmıştır. **Sermaye Yeterliliği:** Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu, Net Ana Sermaye/Toplam Risk Ağırlıklı Aktifler, Net TGA/Yasal Ozkaynaklar. **Varlık Kalitesi:** TGA/Brut Krediler, Kredi Sektörel Yoğunlaşma. **Likidite:** Fonlama Likiditesi, (Dar) Likit Varlıklar/Toplam Varlıklar, (Geniş) Likit Varlıklar/Toplam Varlıklar, Toplam Yasal Likidite Oranı (7 gun), Toplam Yasal Likidite Oranı (1 ay), Kredi/Mevduat. **Faiz ve Kur Riskine Duyarlılık:** Yabancı Para Net Genel Pozisyonu/Sermaye, Faize Duyarlı Acık (TP)/Sermaye, Faize Duyarlı Acık (YP)/Sermaye. **Karlılık:** ROA (Vergi sonrası Aktif Karlılığı), ROE (Vergi sonrası Ozkaynak Karlılığı), Net Faiz Marjı= (Net faiz geliri/ (Net

bir de bankacılık kesimi makro gösterimi oluşturulmuştur. İlgili gösterim Şekil 4.5'de verilmiştir. 3 dönemin beraber görüldüğü Şekil 4.5'de ilgili alt endeksin olduğu köşenin merkeze doğru yaklaşması (uzaklaşması), alt endeksin *finansal istikrara pozitif* (negatif) *katkısını* ifade etmektedir. Alt endeksler *kendi içinde* tarihsel olarak 3 dönemin karşılaştırmasına izin vermektedir. Alt endekslerin *birbirlerine oranla* finansal istikrara katkısı açısından karşılaştırma, merkeze göre konumdaki *değişimlere* göre yapılabilmektedir. Bir alt endeksin merkeze *yaklaşması* diğerinin *uzaklaşması* örtük kıyaslama imkanı vermektedir. Alt endekslerin o anki durumlarına bağlı doğrudan kıyaslama yapılamamaktadır. Ayrıca, alt endekslerin merkeze uzaklık dereceleri kıyaslamasına bu analiz izin vermemektedir⁵¹⁷.

Şekil 4.4'e bakıldığında 2009 sonu itibariyle finansal sağlık endeksi 120 değerine yakın seyretmekte, 2008 sonuna göre kısmen artış göstermektedir. Artış sürecinde sermaye yeterlilik, karlılık ve faiz riski endeksindeki artışlar etkili olmuştur⁵¹⁸. 2010 yılına bakıldığında ise, faizlerdeki düşüş ve kredi kalitesindeki artışa rağmen, karlılık ve sermaye yeterlilik oranındaki gerilemeye bağlı olarak endeks de gerilime göstermiştir⁵¹⁹. 2010 yılında istikrarlı ancak *sınırlı* azalış ile birlikte Ortalama 1'e yaklaşan değer Şekil 4.4'te görülmektedir. Şekil 4.5'de de sermaye yeterliliği ve karlılığın 09/10 tarihinde 12/09 tarihine göre merkezden uzaklaştığı görülmektedir. Aynı durum kur ve faize duyarlılıkta da yaşanmaktadır. 2011 yılına bakıldığında ise endeksin Ortalama 1 ile Ortalama 2 arasında *sınırlı negatif eğimli* hareket etmiş ve Eylül itibariyle 118,5 değerine ulaşmıştır. Bu dönemde kredi piyasasındaki iyileşme ve sorunlu kredilerin azalması söz konusu olmuştur. Ancak sektörün karlılık, sermaye yeterlilik ve likidite oranları gerilemiştir. Ancak üç gösterge de *sağlıklı yapısını* sürdürmekte, sermaye yeterlilik ve likidite oranları asgari oranların üstünde seyretmektedir⁵²⁰. Şekil 4.5'de 09/11 tarihinde 03/11 tarihine göre üç oranda merkezden uzaklaşma yaşandığı görülmektedir. Aynı durum kur ve faize duyarlılıkta da yaşanmaktadır. *Finansal sağlık endeksine dönemin tümü için bakıldığında, sistemin doğası gereği bazı oynaklıklar olmasına rağmen finansal sağlamlığın oluştuğu ve devam ettiği görülmektedir. Geleneksel bu nokta değerlendirilirken, yukarıdaki sayfalarda geniş yer verilen, bankacılık sektörüne yönelik yeniden yapılandırma uygulamaları ve TCMB'nin özellikle 2001 ve 2008 sonrası dönemde, finansal istikrarı sağlamaya ve sürdürmeye yönelik para politikası uygulamalarının önemine dikkat edilmelidir.*

Finansal sağlık endeksi ve alt endekslerinin 2001 sonrasında yaşanan süreçte, finansal istikrar sağlayıcı para politikası uygulamalarının etkilerini görmek ve finansal kesimin güçlü yapısını ortaya koymak için açıklandıktan sonra, bir sonraki alt bölümde faiz düzleştirme kuralı GMM yöntemi kullanılarak Türkiye ekonomisi için tahmin edilecektir. Faiz düzleştirme kuralının tahminini içeren ve çalışma için önemli olan bu alt bölüm, *2001 sonrası dönemde TCMB'nin finansal istikrarı sağlama gücü ve para politikasının finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak net bir şekilde kullanıldığına dair açıklama yapma imkanı verecektir. Bu analiz sürecinde, TCMB tarafından kısa vadeli faizlerin düzleştirilmesi yani faiz düzleştirme kuralı, para politikası ve finansal istikrar arasında önemli bir köprü görevi görmektedir.*

4.8. Türkiye'de Para Politikası Finansal İstikrar İlişkisi ve T.C. Merkez Bankasının Finansal İstikrarı Sağlama Gücünün Faiz Düzleştirme Kuralı İle Analizi

Klasik Taylor Kuralı, gerçekte faiz oranlarındaki değişimi ve hareketi açıklamak için sınırları dar ve aşırı basitleştirici bir kural ortaya koymakta, faiz düzleştirme kuralı ise, faizin gerçekteki seyrini yakalamakta daha başarılı bir yaklaşım olarak kullanılmaktadır. Faiz

faiz geliri+ Faiz dışı gelir), Faiz Dışı Gider/(Net faiz geliri+ Faiz dışı gelir) (Ayrıntılı Bilgi için bkz. TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:13, Kasım 2011, s.93.

⁵¹⁷ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:13, Kasım 2011, s.77.

⁵¹⁸ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:9, Kasım 2009, s.77.

⁵¹⁹ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:11, Aralık 2010, s.40.

⁵²⁰ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:13, Kasım 2011, s.77.

düzeltilme kuralının diğer kurallara oranla faizin gerçek seyrini açıklama açısından başarılı olmasını sağlayan üç neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki, rasyonel piyasa varsayım altında, “t” dönemindeki faiz oranının anında hedeflenen değerine eşitleneceği varsayımı yapılmamakta ve Merkez Bankalarının faiz oranlarını düzeltilmeye yönelik politikaları göz ardı edilmemektedir. İkinci olarak ise, faiz düzeltilme kuralı faiz oranlarındaki tüm değişiklikleri Merkez Bankalarının, ekonomik koşullardaki değişime *sistemik tepkisi* olarak kabul etmemektedir. Politika eylemlerinde rassallığa izin vermektedir. Son olarak ise, Merkez Bankalarının faiz oranları üzerinde tam bir kontrole sahip olduğu ve faiz oranını hedeflenen düzeyde tutmak konusunda başarılı olacağı varsayımı ortadan kalkmaktadır⁵²¹.

Faiz düzeltilme kuralı faizin gerçekteki hareketini yakalamakta başarılı bir modeldir. Ancak faiz düzeltilme kuralının finansal istikrarla ilişkisini yani Merkez Bankalarının finansal istikrar bağlamında neden faiz düzeltilme kuralı uygulaması gerektiğine ve uygulamakta olduğuna yönelik bilgilere de ihtiyaç vardır*. Kısa vadeli faizlerin yavaşça (gradually) uyarlanması durumunda Merkez Bankası finansal kriz ihtimalini azaltabilecektir⁵²². Merkez Bankaları finansal piyasaların oynak (volatility) olmasından her zaman rahatsızlık duyar⁵²³. Bu bakımdan Merkez Bankaları kısa vadeli faizleri düzeltilmeye yönelir ve piyasaların oynaklığını azaltmaya çalışır. Merkez Bankalarının kısa vadeli faizleri düzeltilerek ve bu politikayı sürdürerek finansal piyasalar ve oyuncularını ile etkin iletişim kurma şansı yakalar⁵²⁴. Yapılan faiz ayarlaması ile birlikte piyasa katılımcıları ileriye dönük olarak bu ayarlamaların devam edeceğine yönelik olarak beklentiye girebilirler⁵²⁵. Merkez Bankaları kısa vadeli faizlerde kısmi ayarlamalar (partial adjustment) ile uzun vadeli faizlerde de istediği değişikliği yakalayabilir ya da kısa vadeli faizlerdeki değişim ile birlikte uzun vadeli etkiler de yaratabilir⁵²⁶. Ekonomik ve finansal verilere yönelik ulaşılan bilgiler konusunda şüpheler, bilginin ve belirlenen modellerdeki parametreler konusunda belirsizlik bulunmaktadır. Bu durumun ortaya çıkması Merkez Bankasının faiz oranlarını yavaşça uyarlamasına neden olabilir. Finansal sistem içinde önemli bir yer tutan bankaların varlık-yükümlülük dengesini kuramadığı dönemlerde, Merkez Bankalarının faizleri düzeltilmede başarılı olması, faiz oranlarının tahmin edilebilirliğini arttırması ve faizlerin istikrarlı hale gelmesi, bankaların varlık-yükümlülük dengesizliğinden kaynaklanan risklerin azalmasına yardımcı olacaktır. Ayrıca Merkez Bankalarının faiz politikası olarak faiz düzeltilme kuralını uygulamaması durumunda, yani faizleri ilgili dönemdeki gelişmelere bağlı olarak bire bir belirlemesi halinde piyasa katılımcıları tarafında, Merkez Bankasının belirli bir faiz politikasına sahip olmadığı, sürekli politika değiştirdiği ve izlenen politikanın gücünün zayıf olduğu şeklinde bir izlenim doğurabilir⁵²⁷. Kısa vadeli faizlerin rassal hareket etmesini önlemek ve piyasaya doğru sinyal verebilmek adına faiz düzeltilme kuralı anlamlı görünmektedir.

Faiz düzeltilme modeli ile ilgili iki ana yaklaşıma bulunmaktadır. Birinci yaklaşıma göre, Merkez Bankaları faiz oranlarını düzeltilerek, gelecekteki faizlerin tahminini kolaylaştıracak bir yol oluşturmaktadır. Kısa vadeli faizlerle ilgili önsel bir düzeltilme oranının belirlenmesi, faizlerin istikrarlı hareket etmesini sađlamaktadır⁵²⁸. İkinci yaklaşıma

⁵²¹ Clarida, Gali ve Gertler, s. 153.

* Üçüncü Bölümde bu konu ile ilgili ayrıntılı bilgiler verilmiştir.

⁵²² Marvin Goodfriend, “Interest-Rate Smoothing and Price Level Trend-Stationarity”, Journal of Monetary Economics, Vol.19, No. 3, 1987, s. 338.

⁵²³ David Cobham, “Why Does The Monetary Policy Committee Smooth Interest Rates?”, Oxford Economic Papers, Vol. 55, 2003, s. 479.

⁵²⁴ Goodfriend, “Interest Rates and The Conduct of Monetary Policy”, s.9.

⁵²⁵ Jeffery D. Amato ve Thomas Laubach, “The Value of Interest-Rate Smoothing: How The Private Sector Helps The Federal Reserve”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Vol. 84, No. 3, s. 52.

⁵²⁶ Carlos Montoro, “Why Central Banks Smooth Interest Rates? A Political Economy Explanation”, Central Reserve Bank of Peru Working Paper Series, Ocak 2007. s.3.

⁵²⁷ Gerlach- Kristen, s. 1169.

⁵²⁸ Philip Lowe ve Luci Ellis, “The Smoothing of Official Interest Rates”, Reserve Bank of Australia, Monetary Policy and Inflation Targeting, 1997. s. 291.

göre ise, Merkez Bankaları belirledikleri hedef (arzu edilen) faiz oranına göre, ki bu faiz oranı belirlenmiş makro ekonomik değişkenlere göre hareket eden bir faizdir, kısa vadeli faizleri ayarlama yoluna giderler. Bunu gerçekleştirirken de oluşturulan faiz düzeltme modeline bağlı olarak, faizleri düzeltmeye yani hedef faizdeki değişimin sadece belirli bir oranını ilgili dönemde; kalan kısmını ise diğer dönemlerde yansıtmaya, faizleri bu şekilde ayarlamaya yönelirler⁵²⁹. TCMB için tahmin edilecek faiz düzeltme modelinde ikinci yaklaşımdan yararlanacaktır.

Faiz düzeltme kuralının finansal istikrarın sağlanması sürecinde açıklanan özellikleri ile birlikte, kuralını uygulanması ve yüksek faiz düzeltme katsayısı para politikasının finansal istikrarı sağlama ve sürdürme şansını artırır. Daha açık olarak faiz düzeltme kuralının uygulanması ve nispeten yüksek faiz düzeltme katsayısı, para politikasının finansal istikrarı amaçladığına, finansal istikrarı sağlama ve sürdürme gücünün yüksek olduğuna işaret eder. Bununla birlikte ilgili kural değerlendirilirken Merkez Bankasının diğer para politikası uygulamaları ve etkin denetim – gözetim yapan kurumun finansal istikrara yönelik uygulamaları da göz önünde bulundurulmalıdır. İlgili bu uygulamaları, faiz düzeltme kuralının yorumlanmasında bir alt yapı olarak düşünmek ve veri olarak kabul etmek gerekmektedir.

Günümüz Merkez Bankaları para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını çok yoğun olarak kullanmaktadırlar. Bu kapsamda Mayıs 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) sonrasında TCMB' nin kısa vadeli faiz politikası üzerindeki etkinliğinin artırılmasına öncelik verilmiştir. Bu önceliğin amacı piyasa faizleri ve finansal sistem üzerinde önemli bir ağırlığı bulunan kısa vadeli faiz aracının etkin (bağımsız) bir şekilde TCMB tarafından kullanılmasını sağlamaktır. Ancak böyle bir bağımsızlık altında Merkez Bankasının finansal sistemden kaynaklanan risklere yönelik kısa dönemli faiz politikası izlemesi mümkün olacaktır. Özellikle amaç ve araç bağımsızlığı da GEGP ile TCMB'ye verilmiştir.

2001 yılından itibaren para politikası sürecinde etkinliği artan kısa vadeli faiz aracı olarak Bankalar arası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanan faiz oranları kullanılmaktadır. Kurların dalgalanmaya bırakılmasının da etkisiyle, kısa dönemli faiz politikasının en önemli ve etkin araç haline geldiği 2001 sonrasında, TCMB enflasyonu düşürme amacıyla da kısa dönemli faiz aracını etkin bir şekilde kullanmış, bu süreçte çeşitli makro büyüklüklerin gelecek enflasyon üzerine etkileri göz önünde tutulmuştur. TCMB para politikası uygulamalarının temelinde parasal büyüklükleri kontrol ederek enflasyon hedefini etkilemek yer almamaktadır. Uygulanan para politikasının temelinde kısa vadeli faiz politikasının etkinliğini arttırmak yer almaktadır.

2001 öncesi TCMB' nin finansal istikrara yönelik uygulamaları olmuş ve sistemdeki dalgalanmalar giderilmeye çalışılmıştır. 2001 sonrası yapılan değişikliklerle birlikte para politikasının katı kurallardan kurtarılması ve esnek bir yapıya kavuşması, finansal istikrara yönelik politikalarda etkinliğe katkı sağlamıştır. Bu açıdan faiz düzeltme kuralının TCMB için test edilmesi sürecinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Sonrası dönemin alınmasının en önemli nedeni, kısa dönemli faiz politika aracı üzerinde TCMB' nin bu dönemden sonra tam bir etkinliğe ve hakimiyete sahip olmasıdır.

4.8.1. Kullanılacak Değişkenler ve Veri Seti

2001/05 – 2011/12 dönemini kapsayan, Türkiye'de para politikasının finansal istikrarı sağlama gücüne yönelik olarak yapılan bu analizde kullanılan değişkenler ve bu değişkenlerin veri setleri aylık değerler olarak, TCMB internet veri tabanı, T.C. Hazine Müsteşarlığı ve IMF'nin IFS veri setinden derlenmiştir. 2001 Mayıs'ın veri setinin başlangıcı olarak alınmasının nedeni, Türkiye ekonomisinde dönüşüm olarak kabul edilebilecek ve

⁵²⁹ A.g.e., s. 291.

TCMB' nin özerkliğin de önemli bir aşama olan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın başlangıç tarihi olmasıdır*. Değişkenler cari ve gecikmeli dönem değerleriyle modelde kullanılmıştır. Clarida, Gali ve Gertler⁵³⁰,de belirtildiği gibi gelecek dönem değerleri yerine cari dönem değerlerin modelde kullanılması, yapılacak tahminler için bir dezavantaj yaratmamaktadır. Enflasyonun *gecikmeli* değeri ve çıktı açığının *gecikmeli* değeri yeterli istatistiki sonuçlar vermektedir⁵³¹.

Modelin üç aylık yerine aylık değerler üzerinden oluşturulmasının nedeni, Merkez Bankalarının kısa dönem faiz politikalarında aylık değişimler yapılmasıdır. Üçüncü bölümde verilen bilgiler ışığında Rudebusch⁵³² tarafından da belirtildiği gibi, uygulanan faiz politikası hakkında sağlıklı sonuçlar üretebilmek için aylık veri seti daha etkin görünmektedir. Ek olarak 2008 Global Finansal Kriz sürecinde meydana gelebilecek şokları göz ardı etmemek adına aylık analiz de gerektirmektedir. Modelde yer alan değişkenleri şu şekilde tanımlamak mümkündür.

Yapılan bu çalışmada tahmin edilmeye çalışılacak bağımlı değişken kısa dönem faiz oranıdır. Bu faiz oranı " r_t " için TCMB Bankalar arası Para Piyasası Faiz Oranı kullanılmıştır. Kısa dönem faiz oranı için bu serinin seçilmesinin ana nedeni, para piyasasında işlemlerin yoğunluklu olarak bankalar arası para piyasasında gerçekleşmesi ve bu piyasanın ekonomide meydana gelen gelişmelere (bu çalışma açısından merkez bankası tepki fonksiyonundaki " r^* " değişkenlere) hızlı tepki göstermesidir. İkinci neden ise, 2001 yılından itibaren TCMB tarafından kısa vadeli faiz aracı olarak, Bankalar arası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanan faiz oranlarının kullanılıyor olmasıdır. Merkez Bankası etki tepki fonksiyonu veya arzu edilen (desired) faiz oranı olarak literatürde kullanılan faiz oranı ise aşağıda açıklanan değişkenler aracılığı ile tahmin edilecek ve oluşturulacaktır^π.

4.41 nolu denklem sisteminde Merkez Bankası etki tepki fonksiyonunda yer alan değişkenlerden ilki, enflasyon oranıdır " π_t ". Bu değişken, arzu edilen faiz oranını gösteren " r_t^* " Merkez Bankası etki tepki fonksiyonunda TÜFE' deki yüzde değişim olarak yer almıştır. Ancak faiz düzleştirme kuralı açısından önemli olan, enflasyonun beklenen değerden sapmasının hesaplanmasıdır. Beklenen (hedeflenen) değer serisi mevcut olmadığından bunun yerine Hodrick – Prescott (HP) Filtresinden yararlanılmıştır^Ω. HP filtre sayesinde ilgili seriden, kısa dönem dalgalanmalar arındırılarak bir büyüme trendi oluşturulmaktadır. Enflasyonun beklenen değerinden sapması yerine de doğrusal olmayan bu trendden sapması kullanılmıştır.

Diğer bir değişken ise çıktı açığıdır " y_t ". Çıktı açığı serisi, 1998 fiyatları ile reel GSYİH' nin, enflasyonda olduğu gibi, HP filter ile oluşturulan büyüme trendinden sapması şeklindedir. Çıktı açığı hesaplanmadan önce GSYİH serisi mevsimsellik özelliği gösterdiğinden mevsimsellikten arındırılmıştır. HP filter'den yararlanılmasının nedeni, aylık olarak GSYİH'ya ait bir beklenen (hedeflenen) değer serisinin olmamasıdır. Ek olarak bu

* Bağımsız bir faiz politikası ancak özerk bir Merkez Bankası ile sağlanabilir, özerkliğin olmadığı dönemdeki faiz politikası hakkında sağlıklı analiz yapmak ve çıkarımlarda bulunmak yapılan bu çalışma açısından mümkün olmamaktadır.

⁵³⁰ Richard Clarida, Jordi Gali ve Mark Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", Quarterly Journal of Economics, Vol.115, 2000, ss. 147-180.

⁵³¹ Clarida, Gali ve Gertler, s.150.

⁵³² Glenn D.Rudebusch, "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", Journal of Monetary Policy, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.

^π r^* faiz oranı hedeflenen ya da beklenen faiz oranı olarak da literatürde kullanılmaktadır.

^Ω Ayrıntılı bilgi için Bkz. Hodrick ve Prescott (1981).

sapma diğer ifade ile çıktı açığı, çıktının doğrusal olmayan trendinden sapmasının yüzde değeri olarak Taylor⁵³³,daki gibi hesaplanmıştır. Hesaplama 4.38 nolu denklemde verilmiştir.

$$y_{it} = (y - y^*) / y^* * 100 \quad (4.38)$$

Enflasyon ve çıktı açığı Klasik Taylor kuralından beri Merkez Bankası tepki fonksiyonunda geriye veya ileriye dönük dönemler olarak kullanılmaktadır. Ancak Gözlemlenmeyen – ihmal edilmiş değişkenlerin olması gözlemlenmeyen değişken hipotezine (Unobserved Variable Hypothesis) göre sahte faiz düzleştirmeye yani olduğundan daha yüksek bir ρ katsayısına neden olmaktadır. Klasik faiz düzleştirme kuralında ihmal edilmiş değişkenlerin varlığından dolayı finansal piyasalardaki *stresi* ortaya koyacak değişkenlere ihtiyaç duyulmaktadır^Ω. Bu açıdan Türkiye ekonomisi için yapılan bu çalışmada bu tür değişkenlere yer vermek hem bu eksikliğin giderilmesine ve faizin gerçek seyrinin yakalanmasına yardımcı olacak hem de para politikasının *finansal istikrarı* sağlayıp sağlamadığına ve sağlama gücüne yönelik yapılacak analizlere yardımcı olacaktır. 4.39 nolu denklemde gösterilen ve “z” ile sembolize edilen ihmal edilmiş değişkenler arasında sayılabilecek ve TCMB kısa vadeli faiz politikası için tahmin edilecek 4.41 nolu modelde yer verilen değişkenleri şu şekilde sıralamak mümkündür.

İhmal edilmiş değişkenler arasında sayılan ve genelde kullanım alanı bulan hisse senetleri fiyatlarına “*imkb_t*” 4.41 nolu modelde de yer verilmiştir. Hisse senetleri fiyatlarını modele katmak için İMKB 100 endeksi kapanış fiyatları alınmıştır. 4.41 nolu modelde, yüzde değerler olan faiz oranları, enflasyon ve çıktı açığı dışındaki değişkenler yüzde değişim halinde kullanılmıştır*. Bu kapsamda “*imkb_t*” değişkeni de modelde bir önceki aya göre yüzde değişim olarak yer almıştır. Tüm veri seti içinde eksi değerler olmasından dolayı değişkenlerin logaritmaları alınamamıştır.

Merkez Bankası etki tepki fonksiyonunda yer verilen diğer bir değişken ise döviz kuru “*kur_t*”. Bu bağlamda 4.41 nolu modelde döviz kuru olarak TL/\$ satış kuru kullanılmıştır. Dolar kurunun kullanılma nedeni ise döviz piyasasında hacim olarak doların ağırlığının diğer para birimlerine oranla yüksek olmasıdır. Döviz kuru değişkeni de yüzde değişim şeklinde kullanılmıştır.

Finansal piyasalardaki stresi modele katmak için kullanılan diğer bir değişken ise altın fiyatlarıdır “*altin_t*”. Aylık *Cumhuriyet* altın fiyatları 4.41 nolu modelde yüzdeler şeklinde kullanılmıştır.

Kullanılan diğer bir değişken ise, Türkiye finans piyasaları için önemli bir göstergesi olan hazine borçlanma faiz oranıdır “*hazine_t*”. Türkiye ekonomisinde hazine fon piyasasındaki en büyük alıcı ve satıcıların başında geldiği için hazinenin borçlanma maliyeti yani hazinenin borçlanma faiz oranı, finans piyasası hakkındaki gelişmeleri göstermesi açısından önemlidir. Castelnovo⁵³⁴, Gerlach-Kristen⁵³⁵, Sack⁵³⁶ ve Driffill, vd.⁵³⁷ adlı

⁵³³ John B. Taylor, “**Discretion Versus Policy Rules in Practice**”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland, No.39, 1993, ss.195-214.

^Ω Gözlemlenmeyen Değişken Hipotezi ile ilgili Üçüncü Bölümde ayrıntılı bilgiler verilmiştir.

* Yüzde değişim ve yüzde değerler halinde kullanılmasının arkasında, kısa vadeli faizlerin bu değişkenlerdeki *değişimlere* tepki verdiği düşüncesi yatmaktadır.

⁵³⁴ Efrem Castelnovo, “**Taylor Rules, Omitted Variables, and Interest Rate Smoothing in The US.**”, Economic Letters, Vol.81, 2003, ss. 55-59.

⁵³⁵ Petra Gerlach- Kristen, “**Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?**”, Contributions to Macroeconomics, Vol.4, 2004, ss. 1-17.

çalışmalara bakıldığında devlet kağıdı ve aynı vadeli özel sektör kağıdı arasındaki fark alınmış ve risk marjı olarak kullanılmıştır. Ancak Türkiye ekonomisinde özel sektörün çıkardığı bono/tahvil ve hazinenin çıkardığı bono/tahvil için zaman serisi verilerinin olmaması ya da eşleşmemesi nedeniyle hazine borçlanma faizleri doğrudan kullanılmıştır. Ancak bu tür bir uygulama da finans piyasalarında oluşan riski ortaya koyabilecek güçtedir. Bu nedenle 4.41 nolu Merkez Bankası tepki fonksiyonunun da hazine yıllık bileşik faiz oranına yer verilmiştir^π.

Türkiye ekonomisi için Merkez Bankası tepki fonksiyonunun oluşturulmasında yukarıdaki değişkenlerin yanında uluslararası finans piyasalarındaki gelişmeleri gösterecek değişkenlere de ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez Bankaları kısa vadeli faiz politikalarında uluslararası finansal piyasalardaki gelişmeleri de dikkate aldıklarından bu piyasaların etkisinin 4.41 nolu modelde gösterilmesi için ABD 10 yıllık tahvilin faizi " abd_t " ve Dolar/Yen kuru " $pyen_t$ " kullanılacaktır. Bu iki değişken uluslararası finans piyasalarındaki stresi gösterebilmesi açısından önemli değişkenlerdir. Özellikle bu iki değişkenin seçilmesinin arkasında şu nedenler yatmaktadır;

ABD 10 yıllık tahvilin faizi *gösterge* faiz olarak uluslararası finansal piyasalarda kullanılmakta ve bu tahvile ait piyasa hacmi önemli boyutlara ulaşmaktadır. Uluslar arası finansal piyasalar açısından önemli olan ABD ekonomisindeki değişimi ve oluşabilecek riski ortaya koyabilecek bir değişken olarak bu faiz serisi ve bu serideki değişimler, Merkez Bankaları için uluslararası finansal piyasalardaki değişimin yönünü tahmin etmede ve buna göre politika oluşturmada önemli sinyaller üretebilmektedir.

İkinci olarak Dolar/Yen paritesinin modelde kullanmasının birinci nedeni, Japon ekonomisinde ve dolaylı olarak Uzak Doğu ekonomilerindeki finansal fonların, uluslar arası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak yaptıkları hareketleri modele katmaktır. İkinci nedeni ise ihracata dayalı ekonomik yapılanmaya sahip olan Japonya ekonomisinde ve *dolaylı olarak* uzakdoğu ekonomilerinde yaşanan risklerin etkilerini modelde görebilmektir. Bu çerçevede Dolar/Yen paritesinde yaşanan yükselişler (Yen'in Dolar karşısında değer kaybı) Merkez Bankaları açısından önemli bir gösterge olmaktadır. Aynı durum Paritede yaşanan düşüşler için de geçerlidir. İlgili değişken yine bir önceki aya göre yüzde değişim olarak kullanılmıştır.

Driffill, vd.⁵³⁶ adlı çalışmada risk marjı olarak ve uluslararası etkiyi gösterme adına, 3 aylık euro/dolar gelecek sözleşmeleri faizi ile aynı vadeli FED'in fon (fund) faizinin bugünkü değeri arasındaki fark kullanılmıştır. Bu şekilde FED'in tepki fonksiyonunda uluslararası etki gösterilmeye çalışılmıştır. Ancak bu tür veri setinine Türkiye ekonomisi için ulaşılamaması nedeniyle uluslararası etkiye yukarıda açıklandığı şekilde yer verilmiştir.

4.8.2. Model

3. Bölüm'de verilmiş ve ayrıntılı açıklanmış olan 3.25 nolu denklem sistemi yapılacak tahmin için aşağıda tekrar verilmiştir. İhmal edilmiş değişkenleri içerecek şekilde geliştirilen 4.39 nolu eşanlı denklem sistemi, Türkiye'de para politikasının finansal istikrarı sağlama gücünün analizi için, 4.40 ve 4.41 nolu denklemlerden oluşan eşanlı denklem sisteminde, yukarıda açıklanan değişkenlere göre uyarlanmıştır.

⁵³⁶ Brian Sack, "Extracting the Exwected Path of Monetary Policy From Futures Rates", Journal of Futures Markets, Vol. 24, 2004, ss. 733-755.

⁵³⁷ John Driffill, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, "Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?", Journal of Financial Stability, Vol.2, 2006, ss. 95-112.

^π Ay içerisinde gerçekleştirilen ihalelerin yıllık bileşik faizi, miktar ile ağırlıklandırılmıştır.

⁵³⁸ John Driffill, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, "Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?", Journal of Financial Stability, Vol.2, 2006, ss. 95-112.

$$r_t = pr_{t-1} + (1-p)(\alpha\pi_t + \beta y_t + \gamma z_t) + \eta_t \quad (4.39)$$

$$r_t^* = \alpha\pi_t + \beta y_t + \gamma z_t + \varepsilon_t$$

Merkez bankası tepki fonksiyonunu oluşturmak için ihmal edilmiş (gözlemlenmeyen) değişkenler ile genişletilen TCMB etki tepki fonksiyonu r_t^* 'yi (arzu edilen faiz oranını) içeren 4.40 nolu eşanlı denklem sistemi aşağıdaki gibidir. Oluşturulan faiz düzleştirme modeli de aynı eşanlı denklem sistemi içinde r_t ile gösterilmiştir.

Türkiye'de para politikasının finansal istikrarı sağlama gücüne yönelik olarak oluşturulan Merkez Bankası etki tepki fonksiyonunun meydana getirilmesinde, iktisadi olarak şöyle bir yaklaşım izlenmiştir. Klasik Taylor kuralından itibaren faiz kuralı ile ilgili çalışmalarda yer alan enflasyon ve çıktı açığı ile ilgili değişkenlerin yanında, finansal bazı değişkenlere, Merkez Bankalarının finansal piyasalardaki durumu göz önünde bulundurması ve bu piyasalarda meydana gelen gelişmelere kısa vadeli faizler ile yanıt vermesi nedeniyle yer verilmiştir. Bunun için ise finansal piyasalarda ağırlı olan hisse senedi, döviz ve altın piyasalarının yanında, tahvil-bono piyasasına da yer verilmiş bunun için hazinenin borçlanma maliyeti kullanılmıştır^Ω. Ek olarak finansal piyasaların globalleşmesine bağlı olarak uluslararası finansal piyasalarda meydana gelen gelişmelerin de Merkez Bankaları için önemli olması nedeniyle uluslararası etki de gösterilmeye çalışılmıştır. Bunun için de ABD ekonomisi ve Uzakdoğu piyasaları göz önünde bulundurulmuştur. Etkileri göstermek için ABD 10 yıllık tahvil faizi ile Dolar/Yen paritesi kullanılmıştır.

$$r_t = pr_{t-1} + (1-p)r_t^* + \eta_t \quad (4.40)$$

$$r_t^* = \alpha\pi_t + \beta y_t - \gamma_1 imkb_t - \gamma_2 kur_t + \gamma_3 altin_t + \gamma_4 hazine_t - \gamma_5 abd_t + \gamma_6 pyen_t + \varepsilon_t \quad (4.41)$$

4.40 ve 4.41 nolu denklemlerden oluşan eşanlı denklem sisteminde faiz oranının gecikmeli değeri ve arzu edilen faiz oranının işaretleri açıkça görüleceği gibi pozitif beklenmektedir. Bunun yanında, 4.41 nolu denklemde yer alan Merkez Bankası tepki fonksiyonundaki (arzu edilen faiz oranı) " r_t^* " değişkenlerin beklenen işaretlerini şu şekilde açıklamak mümkündür;

Merkez Bankası tepki fonksiyonundaki değişkenlere beklenen işaretler açısından sırasıyla bakıldığında enflasyon açığının beklenen işareti pozitifdir. İlgili değişkende pozitif sapma olması durumunda TCMB kısa vadeli faizleri arttırarak, ekonomiyi yavaşlatmaya ve enflasyon açığındaki bu sapmayı ortadan kaldırmaya çalışacaktır. Tersisi durumda ise enflasyon açığında negatif sapma olması durumunda kısa vadeli faizleri düşürerek, ekonomik aktiviteyi arttırmaya çalışarak ve negatif enflasyon açığını azalmaya yönelik tepki verecektir. Bu noktada TCMB'nin amacı, enflasyondaki yukarı ya da aşağı yönlü dalgalanmaları azaltmak ya da ortadan kaldırmaya çalışmaktır.

İkinci olarak çıktı açığı ile kısa vadeli faizler arasındaki ilişki de pozitif yönlüdür. Daha önce tanımlanmış olan çıktığı açığının olması durumunda ki pozitif olması beklenenden daha hızlı bir büyüme anlamına gelmektedir, TCMB kısa vadeli faizleri arttırarak tepki verecek, büyüme hızını düşürmeye çalışacaktır. Tersisi durumda ise, çıktı açığının negatif olması durumunda yani çıktının beklenenden düşük olması durumunda ise kısa vadeli faizleri düşürerek tepki verecek yani kısa vadede büyümeyi pozitif etkilemeye çalışacaktır. TCMB'nin

^Ω Hazine'nin borçlanma maliyeti ile birlikte kamusal kesimden kaynaklanan sorunlar da modele katılmış olmaktadır.

buradaki amacı da yine aynı şekilde, büyümedeki beklenenden (büyüme trendinden) hızlı artışı yavaşlatmak ya da beklenenden (büyüme trendinden) düşük olan büyümeyi arttırmak, böylece büyümeyi belli bir trendde götürmeye çalışmaktır.

Diğer bir değişken olan hisse senetleri fiyatları ile kısa vadeli faizler arasındaki beklenen ilişki ise negatif yönlüdür. Hisse senetlerindeki fiyatlarındaki artışlar (İMKB100 endeksinin yukarı doğru hareket etmesi) makro ekonomide meydana gelen olumlu bazı gelişmelerle birlikte ortaya çıkmaktadır. Bu kategoride değerlendirilecek durumlar arasında ekonomik büyüme rakamlarındaki artış, yapısal sorunların çözümü, siyasi istikrarın sağlanması, finansal göstergelerde meydana gelen düzelmeler ve uluslararası piyasalarda yaşanan olumlu gelişmeler gösterilebilir. Hisse senetleri fiyatlarında meydana gelen bu artışa paralel olarak da TCMB bu gidişe kısa vadeli faizleri düşürerek tepki vermesi finansal stresteki azalışı desteklemesi beklenmektedir. Ters durumda ise makro ekonomide veya uluslar arası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler sonucu hisse senetleri fiyatlarında düşüşler yaşanması, bazı risklerin oluştuğunu göstermektedir. Risklerin finansal piyasalara ve finansal istikrara olumsuz etkiler yaratmaması için temkinli duruşa bağlı olarak TCMB'nin kısa vadeli faizleri arttırması beklenmektedir*.

Kur değişkeninin beklenen işareti ise negatiftir. Kurlardaki yükselişler (TL'nin değer kaybı) ulusal – uluslararası bazı risklerin meydana geldiğini göstermektedir. Bu risklerin özellikle finansal piyasaları olumsuz etkilemesini önlemeye yönelik olarak TCMB'nin, kısa vadeli faizleri düşürmesi beklenmektedir. Ters durumda ise kurlardaki düşüş (TL'nin değer artışı) risklerdeki azalışa bağlı olarak, ulusal – uluslar arası makro ekonomik olumlu görünüm ile birlikte ortaya çıkmaktadır. Bu durumda ise TCMB'nin temkinli davranması beklenmektedir. Kurlardaki düşüş ile birlikte finansal piyasalarda yaşanacak hızlı canlanmanın yaratabileceği riskleri önlemeye yönelik olarak, kısa vadeli faizleri yükseltmesi beklenmektedir.

Diğer bir değişken olan altın fiyatları ile kısa vadeli faizler arasındaki beklenen ilişki pozitif yönlüdür. Altın fiyatlarındaki artışlar uluslararası piyasalarda risklerdeki azalış ve likiditedeki artış ile birlikte ortaya çıkmaktadır. Bu durum bir gösterge olarak kullanıldığında kısa vadeli faizlerin *arttırılması* beklenmektedir. Durumun finansal piyasalarda yukarı yönlü oynaklık yaratması riski bu noktada önemli olmaktadır. Ancak altın fiyatlarındaki artış bazı durumlarda risklerdeki artış ile birlikte de ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasa katılımcıları risklerdeki artışa bağlı olarak altını güvenli yatırım aracı olarak görmeleri sonucu bu artış meydana gelmektedir. Bu durum gösterge olarak kullanıldığında, finansal istikrarın devamı açısından kısa vadeli faizlerin düşürülmesi *beklenir*. Risklerin finansal istikrarı tehdit etmesi ve oynaklığa neden olması ihtimaline karşılık bu tarz kısa vadeli faiz stratejisi önemlidir. Dolayısıyla iki farklı nedene bağlı olarak kısa vadeli faiz politikası da farklı olmaktadır.

Hazinenin borçlanma maliyetini gösteren faiz oranı ile TCMB'nin belirlediği kısa vadeli faizler arasında beklenen ilişki de pozitif yönlüdür. Hazine kamu açıklarını finanse etmek ve kaynak yaratmak için piyasadan borçlanmakta ve bu borçlanma sırasında da bir faiz oranı ortaya çıkmaktadır. Ekonomideki gelişmelerle birlikte ve Hazinenin borçlanma büyüklüğüne göre faiz oranı da değişmektedir. Buna paralel olarak piyasada oluşacak riskler ve Hazinenin piyasadan büyük oranda borçlanmaya gitmesi durumu Hazinenin borçlanma maliyetini arttıracaktır. Fon piyasasında büyük alıcı-satıcı olan Hazine'nin yarattığı faiz oranlarındaki artış, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını arttırmasına neden olacaktır. Borçlanma maliyetindeki düşüşe bağlı olarak TCMB'nin de kısa vadeli faizleri düşürmesi beklenmektedir.

* Kısa vadeli faizlerin arttırılması ile ilgili olarak, yapılan açıklamayı şu şekilde desteklemekte mümkündür. Ülke riskindeki artışa bağlı yaşanan gelişmelerle birlikte hisse senetleri fiyatlarında yaşanan düşüşler, ülkeden fon çıkışına neden olabilir. Bu noktada Merkez Bankasını kısa vadeli faizleri arttırması fonların ülke dışına çıkmasını belli bir oranda frenleyebilir.

Son olarak, uluslararası etkiyi göstermek için kullanılan iki değişkenden ilki olan ABD 10 yıllık tahvil faiz oranı ile kısa vadeli faizler arasında beklenen ilişki *negatif* yönlüdür. Dünya ekonomisinde önemli bir ağırlığı olan Amerika'nın, izlediği faiz politikasındaki değişiklikler tüm ekonomiler tarafından yakından takip edilmekte ve uyum sağlanmaya çalışılmaktadır. FED' in faizleri aşağı çekmesi genel olarak diğer Merkez Bankalarının da faizleri düşürmesine, faizleri arttırması ise diğer Merkez Bankalarının da kısa vadeli faizleri arttırmasına neden olur. Ulusal finansal piyasaların uluslararası finansal sisteme yüksek oranda entegre olmaları ile birlikte, Merkez Bankalarını eş güdümlü olarak faiz indirimleri ve artırımları uygulaması, faiz silahının daha güçlü olmasını sağlayacaktır*. Ancak bu tarz bir eş güdümlü faiz politikası uluslar arası finansal piyasalarda ağırlı olan ekonomiler için geçerlidir. Ayrıca bu durum, 2008 Global Finansal Krizinde olduğu gibi, kriz içinde olan ekonomilerin koordineli kısa vadeli faiz politikası izlemeleri noktasında geçerlidir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından durum değerlendirildiğinde bu noktada önemli olan, ABD ve diğer gelişmiş ülke Merkez Bankalarının izleyeceği faiz politikasından olumsuz etkilenmemektir. TCMB açısından da durum aynıdır. *ABD 10 yıllık tahvil faiz oranında (dolayısıyla diğer vadeli faiz oranlarında) yaşanan düşüşler sonucu, uluslar arası likiditedeki artışın reel ve finansal piyasalarda oynaklık yaratmaması adına, TCMB'nin kısa vadeli faizleri arttırması beklenmektedir.* ABD 10 yıllık tahvil faiz oranında artış meydana gelmesi durumunda ise yine aynı nedene bağlı olarak TCMB'nin kısa vadeli faizleri düşürmesi beklenmektedir.

Uluslararası etkiyi göstermek açısından kullanılan Dolar/Yen paritesi ile kısa vadeli faizler arasındaki beklenen ilişkide pozitif yönlüdür^Ω. Dolar/Yen paritesinin artması uluslararası finansal piyasalarda olumlu gelişmelerin olmasına bağlı olarak japon ekonomisinde ve dolaylı olarak bu bölgedeki fonların uluslararası finansal piyasalara yöneldiğini göstermektedir. Böyle bir durumda fonların ilgili ülkeye girişi ile birlikte finansal piyasalarda oynaklık yaratması riskine karşı TCMB'nin kısa vadeli faizleri arttırması beklenmektedir. Ters durumda ise fonların ilgili ulusal ekonomiye geri dönmeye bağlı olarak Yen'e olan talebin artması ile birlikte Dolar/Yen paritesindeki aşağı yönlü hareket meydana gelecektir. Bu noktada finansal piyasalarda fon çıkışının yaratabileceği risklere karşı olarak TCMB'nin faiz oranlarını düşürmesi beklenmektedir. Ancak Dolar/Yen paritesinde yukarı yönlü bir hareket japon ekonomisinde bazı risklerin meydana geldiğine de işaret etmektedir. Bu değişken bir *gösterge* olarak düşünüldüğünde *dolaylı* olarak uzak doğu ekonomilerinde risklerin meydana geldiği de söylenebilir. Uluslararası risklerdeki artışa bağlı olarak finansal istikrarın devamı ve oynaklıkların azaltılması adına TCMB'nin de kısa vadeli faizler düşürmesi beklenir. Dolar/Yen paritesindeki düşüşler yani risklerin azalmasına bağlı olarak, temkinli duruş çerçevesinde TCMB'nin faiz oranlarını yükseltmesi beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında ilişki negatif yönlüdür. Ancak incelenen dönem düşündüğünde birinci açıklanan nedenin daha etkili olduğu düşünülmektedir.

* Bu süreçte Merkez Bankaları arasındaki swap sözleşmelerine bağlı olarak likidite ihtiyaçlarının karşılanması mekanizması önemlidir. Tıpkı bankalar arası para piyasasında işlem yapılması gibi, piyasadaki en büyük alıcı ve satıcının faiz oranlarını aşağı çekmesi zincirleme faiz indirimi veya arttırımı sürecini beraberinde getirecektir.

^Ω Dolar/Yen paritesinin kullanılmasının amacı, bu bölgedeki fonların son dönemde uluslararası hareketliliğinin yüksek olmasıdır. Bu değişken, uluslararası fon hareketliliğinin kısa vadeli faizler üzerinde yarattığı etkiyi yansıttığı düşüncesiyle (Proxy) kullanılmıştır.

4.8.3. Tahmin Sonuçları

4.40 ve 4.41 nolu denklemlerden oluşan eşanlı denklem sistemini GMM yöntemi ile tahmin etmeden önce ilgili değişkenlerin durağanlık testleri yapılacaktır^π. Augmented Dickey-Fuller ve Phillips Perron durağanlık test sonuçları Tablo 4.11 ve Tablo 12'de verilmiştir. Test sonuçlarına göre 10 yıllık ABD tahvil faizi dışında değişkenlerin hepsi düzey seviyesinde I(0) durağan çıkmışlardır. Bu sonuca göre tahmin sürecinde sadece ABD 10 yıllık tahvil faiz değişkeni I(1) birinci farkı alınarak durağan hale getirilecektir.

Tablo 4.11: ADF Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF-t istatistiği (Düzy)		ADF-t istatistiği (Birinci Fark)	
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli
r_t	-3.486*(1)	-1,724(1)	-10.794*(0)	-11.474*(0)
π_t	-7.818*(0)	-7.817*(0)	-9.035*(10)	-8.979*(10)
y_t	-2.978**(0)	-2.974(0)	-11.437*(0)	-11.392*(0)
$imkb_t$	-9.723*(0)	-9.691*(0)	-14.941*(1)	-14.880*(1)
kur_t	-8.047*(1)	-8.022*(1)	-13.141*(1)	-13.096*(1)
$altin_t$	-8.636*(0)	-8,609*(0)	-13.070*(1)	-13.016*(1)
$hazine_t$	-4.411*(2)	2.782(2)	-5.763*(2)	-6.548*(2)
abd_t	-1.756(1)	-2.959(1)	-8.968*(0)	-8.946*(0)
$pyen_t$	-11.440*(1)	-11.455*(0)	-12.722*(1)	12.660*(1)

Parantez içinde yer alan sayılar Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenen gecikme uzunluklarıdır. * %1 düzeyinde ** %5 ve *** %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Mac Kinnon (1996) kritik değerlere göre değişkenlerin anlamlılık düzeyleri belirtilmiştir, tüm istatistikler sabit terim içermektedir.

Tablo 4.12: Phillips Perron Testi Sonuçları

Değişkenler	Phillips Perron -t istatistiği (Düzy)		Phillips Perron -t istatistiği (Birinci Fark)	
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli
r_t	-5.532*(1)	3.335***(1)	-10.794*(0)	-11.475*(0)
π_t	-7.818*(0)	-7.817*(0)	-304.175*(10)	-301.722*(10)
y_t	-2.978**(0)	-2.975(0)	-11.437*(0)	-11.492*(0)
$imkb_t$	-9.723*(0)	-9,691*(0)	-14.805*(1)	-14.759*(1)
kur_t	-8.681*(1)	-8.657*(1)	-13.401*(1)	-13.358*(1)
$altin_t$	-8.636*(0)	-8.609*(0)	-14.363*(1)	-14.322*(1)
$hazine_t$	-3.067**(2)	-1.455(2)	-9.932*(2)	-10.252*(2)
abd_t	-1.856(1)	-3.090(1)	-8.968*(0)	-8.946(0)
$pyen_t$	-11.440*(0)	-11.455*(0)	-18.495*(1)	-18.433*(0)

Parantez içinde yer alan sayılar Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenen gecikme uzunluklarıdır. * %1 düzeyinde ** %5 düzeyinde ve *** %10 anlamlılığı ifade etmektedir. Mac Kinnon (1996) kritik değerlere göre değişkenlerin anlamlılık düzeyleri belirtilmiştir, tüm istatistikler sabit terim içermektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın finansal istikrarı sağlama gücüne yönelik olarak ihmal edilen değişkenleri içerecek şekilde oluşturulan faiz düzleştirme modeli 4.40 ve 4.41 nolu denklemlerde gösterilmiştir. Bu modelin GMM yöntemi ile tahmin sonuçları 4.42 -

^π Faiz düzleştirme ile ilgili literatür, kısa dönem faiz oranı, enflasyon ve çıktı açığı değişkenlerinin düzey seviyesinde durağan I(0) olmaları varsayımına dayanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Driffill vd. (2006). Bu varsayımın geçerliliğine bakmak ve bu değişkenler dışında düzey seviyesinde durağan olmayan değişkenler var ise bunları durağan hale getirmek için durağanlık testleri yapılacaktır.

4.43 nolu eşitliklerde ve Tablo 4.13'te verilmiştir^δ. Zaman serilerinde otokorelasyon (ardışık bağımlılık) sorunu da meydana gelebilir. Muhtemel otokorelasyon sorununa karşı, tahmin edilen varyans-kovaryans matrisinde pozitif kesinlik sağlamak için GMM yönteminin tahmini sürecinde “Newey-West Fixed Bandwidth” kullanılmış ve “Bartlett Weights” seçilmiştir^π.

Tutarlı ve etkin tahmin ediciler elde edebilmek adına araç değişkenler de kullanılmıştır. 4.40 nolu modelin tahmininde araç değişkenler (instrument variable) olarak açıklanan ve açıklayıcı tüm değişkenlerin 12 aylık gecikmeleri kullanılmıştır^Ω. Tutarlı ve etkin tahmin ediciler elde etmek için ayrıca olası tüm gecikme değerlerinin modele dahil edilmesi noktasında sistem 12 dönem gecikmeye izin verdiği için 12 aylık gecikmeler araç değişkenler olarak kullanılmıştır.

$$r_t = 0.91r_{t-1} + 0.09r_t^* \quad (4.42)$$

$$r_t^* = 0.14\pi_t + 0.01y_t - 0.02imkb - 0.02kur + 0.01altin + 0.06hazine - 0.3abd + 0.06pyen$$

(58.50) (11.27) (-100.14) (-42.13) (15.15) (123.70) (-28.78) (41.27)

(4.43)

Tablo 4.13: GMM Tahmin Sonuçları

p	α	β	y_1	y_2	y_3	y_4	y_5	y_6
0.91	0.14	0.01	-0.02	-0.02	0.01	0.06	-0.3	0.06
(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)

$$\bar{R}^2 = 0.99$$

$$\text{S.D. dependent var.} = 11.87$$

$$\text{S.E. Regression} = 0.81$$

$$\text{J İstatistiği} = 0.20$$

$$d = 1.16$$

4.42 ve 4.43 nolu model tahmin sonuçlarına bakıldığında bulunan değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Tüm parametreler %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Konuya uygun olarak yorumlandığında, bulunan parametreler arzulanan faiz oranı ve gerçekleşen faiz oranındaki değişimi açıklama gücüne sahiptir. Aynı şekilde \bar{R}^2 'nin de yüksek bir değer üretmesi modelin bütün olarak da istatistiksel olarak anlamlı, yani modelin kısa dönemli faiz oranındaki hareketi açıklama gücünde olduğunu göstermektedir. 4.42 nolu modelin tahmininde ve arzu edilen faiz oranını oluştururken kullanılan değişkenlerin parametre işaretlerine bakıldığında ise, işaretlerin önceden verilmiş beklentilerle uyumlu olduğu görülmektedir. Bulunan parametre işaretlerine bağlı olarak, altın ve Dolar/Yen paritesi ile ilgili ilk beklentilerin geçerli olduğu da ortaya çıkmıştır.

4.42 ve 4.43 nolu denklemlerde verilen modelde ekonometrik olarak bazı sorunların olup olmadığının araştırılması da gerekmektedir. Durbin-Watson istatistiğinin (d) ise 1.16 değer vermesi 1. dereceden aynı yönlü ardışık bağımlılığa işaret etmektedir. Ancak açıklanan değişken olan kısa vadeli faiz oranının gecikmeli değeri modelde açıklayıcı değişken olarak

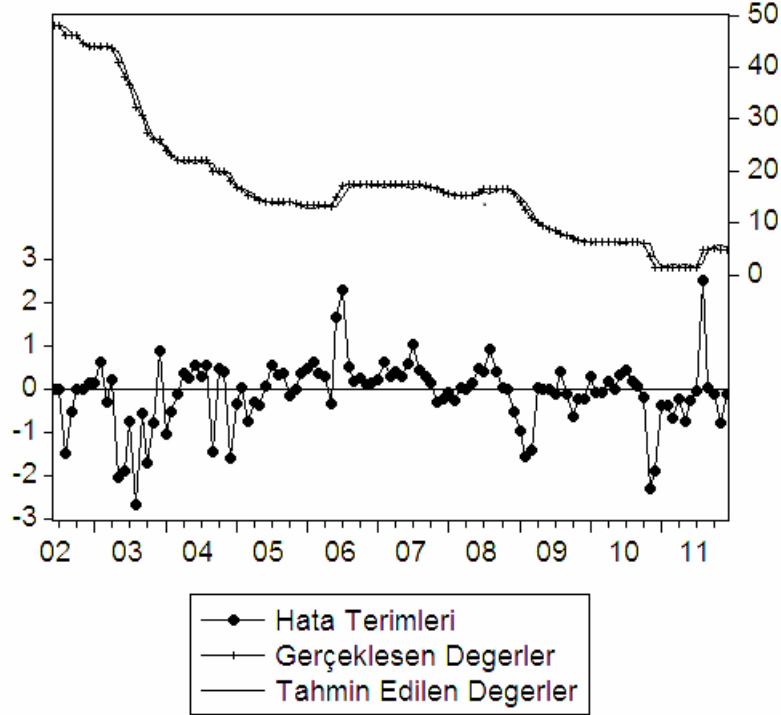
^δ 4.42 ve 4.43 nolu denklemlerden oluşan eşanlı denklem sisteminde standart hata değerleri parantez içinde verilmiştir. Tablo 4.13'te ise parantez içi değerler t istatistiklerinin olasılık değerlerini göstermektedir. Ayrıca, literatürdeki çalışmalarda sabit terim araç (instrument) değişken olarak kullanılmakta ya da modelde yer almasına rağmen direkt olarak tahmin sonuçlarında verilmemektedir. Bu paralelde bu çalışmada da sabit terim araç değişken olarak kullanılmıştır.

^π GMM yöntemi ve bu yöntemin nasıl kullanıldığına dair detaylı bilgiler 3. Bölüm'ün sonunda verilmiştir.

^Ω Daha öncede belirtildiği gibi, literatürdeki uygulamalı çalışmalara bakıldığında genel olarak faiz düzleştirme kuralının 3'er aylık dönemler itibariyle test edildiği görülmektedir. Araç değişken olarak içsel tüm değişkenlerin 4 dönem gecikme değerleri kullanılmıştır. Bu tür uygulamalar için bkz. Clarida, Gali ve Gertler, (2000), Rudebusch Glenn D., (2002), Driffill John, Zeno Rotondi, vd. (2006).

yer aldığı için Durbin Watson testi ekonometrik olarak anlamını kaybetmektedir⁵³⁹. Bu açıdan Durbin Watson istatistiğini değerlendirmek anlamlı değildir. Bu noktada Breusch Godfrey Dizisel Korelasyon Lagranj Çarpanı (LM) testi kullanmak otokorelasyon testi için alternatif sunmaktadır^π. İlgili test hata terimlerinin 2 dönem gecikme değerleri ile yapılmış ve LM istatistik değeri 8,81 bulunmuştur. Bu değer %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde χ^2 eşik tablo değeri ile karşılaştırıldığında ardışık bağımlılığın olmadığı sonucuna ulaşılmıştır*. Ayrıca Şekil 4.6'daki hata terimlerinin dağılımına bakıldığında ise hata terimlerinin bir önceki değerlerinden etkilenmediği yani birbirinden bağımsız dağıldığı da izlenmektedir.

Şekil 4.6: 4.42 no'lu Modelin Hata Terimleri Dağılımı, Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Değerler



Bunun dışında çoklu doğrusallığın olmaması da yani her bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki net etkisini görmek açısından gereklidir^δ. 4.42 ve 4.43 nolu denklem tahmin sonucuna ait R^2 değerinin yüksek olması ve t istatistiklerinin tamamının anlamlı olması nedeniyle çoklu doğrusallık sorunu bulunmamaktadır. Aynı şekilde bulunan parametreler beklentilerle aynı yönlü çıktığı için de çoklu doğrusallığın olmadığı bu açıdan da

⁵³⁹ Wooldridge, J.M., “Econometric Analysis of Cross Sectional and Panel Data”, Cambridge: MIT Press. 1997. s. 384

^π Ayrıntılı bilgi için Bkz. Greene (2002).

* LM testi sıfır hipotezi “ardışık bağımlı tüm katsayılar sıfırdır/derecesi ne olursa olsun ardışık bağımlılık yoktur” şeklindedir. İlgili hesaplama ise modelin hata terimlerinin açıklanan, hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin ise açıklayıcı değişken olduğu bir modelin en küçük kareler yöntemi aracılığıyla tahmini ile yapılmıştır. Tahminin R^2 değerinin serbestlik derecesi ile (örneklem sayısından hata terimi gecikmeli değer sayısının çıkarılması ile bulunur) çarpılmasıyla LM istatistik değeri bulunmuştur. Bu değer χ^2 eşik tablo değeri karşılaştırılmış değer %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde tablo değerinden küçük bulunduğu için sıfır hipotezi kabul edilmiştir. LM test istatistiğinin hesaplanması hata terimlerinin, 3 dönem ve 4 dönem gecikme değerleri ile de yapılmış ve sıfır hipotezi yine kabul edilmiş böylece ardışık bağımlılığın olmadığı bulunmuştur. LM test istatistiği 3 dönem gecikmeli modelde 8,71 ve dört dönem gecikmeli modelde ise 14 değeri üretmiştir.

^δ Çoklu doğrusallığın olması durumunda ilgili değişken parametrelerin bağımlı değişken üzerindeki diğer değişkenlerden bağımsız etkisini görmek mümkün olmayacağından parametrelerin yorumlanması sağlıklı olmayacaktır.

görülebilmektedir. Son olarak Tablo 4.14'te ikili korelasyonlara bakıldığında da değişkenler arasında çoklu doğrusallığın olmadığı yani korelasyon anlamında güçlü bir şekilde birlikte hareket etmedikleri görülmektedir.

Tablo 4.14: Değişkenlerin Korelasyon Matrisleri

	π_t	y_t	$imkb_t$	kur_t	$altin_t$	$hazine_t$	abd_t	$pyen_t$
π_t	1,00	0,06	0,07	0,01	0,02	-0,06	-0,02	0,03
y_t	0,06	1,00	-0,17	0,01	0,02	-0,06	-0,07	-0,06
$imkb_t$	0,07	-0,17	1,00	-0,63	-0,40	-0,02	0,17	0,10
kur_t	0,01	0,01	-0,63	1,00	0,55	0,11	-0,01	-0,08
$altin_t$	0,02	0,02	-0,40	0,55	1,00	0,03	-0,11	-0,25
$hazine_t$	-0,06	-0,06	-0,02	0,11	0,03	1,00	-0,04	0,08
abd_t	0,02	-0,07	0,17	-0,01	-0,11	-0,04	1,00	0,36
$pyen_t$	0,03	-0,06	0,10	-0,08	-0,25	0,08	0,36	1,00

Modelin tahmin yöntemi olan GMM için modeldeki parametre sayısından daha fazla dışsal araç (instrument) değişken olması durumunda aşırı belirlenme söz konusudur. Bu durumda kullanılan araç değişkenlerin yeterliliğinin/geçerliliğinin de test edilmesi gerekmektedir (the test of overidentifying restrictions). *Diğer bir ifade ile kullanılan araç değişkenler hata terimleri ile ilişkisiz olmalıdır.* testi için Hansen⁵⁴⁰ J İstatistiğinin kullanıldığına dair ayrıntılı açıklama 3. Bölüm'de yapılmıştır. J istatistiğinin bu amaçla kullanılması durumunda sıfır hipotezi "aşırı belirlenme durumunda tüm araç değişkenler yeterli/geçerlidir" şeklinde idi. Sıfır hipotezinin kabul edilmesi ile tutarlı ve etkin tahmin ediciler üretilebilmektedir*. 4.42 ve 4.43 nolu denklemlerde verilen modelde de içsel değişkenlerin 12 dönem gecikmeleri araç (dışsal) değişken olarak kullanılmıştır. Bu nedenle aşırı belirlenme durumunda araç değişkenlerin geçerliliğinin test edilmesi için Hansen J istatistiğine bakmak gerekmektedir. Tablo 4.13'te verilen sonuca göre J istatistiği 0,2 değerini vermektedir. Gerekli dönüştürme işleminden sonra ilgili değer "23,267" sonucunu vermekte ve bu değer olasılık değeri ise "0,999" çıkmaktadır. Bu durumda sıfır hipotezi yani "aşırı belirlenme durumunda tüm araç değişkenler yeterli/geçerlidir" hipotezi reddedilmez. Ayrıca ilgili araç değişkenler modeldeki açıklanan ve içsel açıklayıcı değişkenlerin gecikmeli değerleri olduğundan, araç değişkenler içsel açıklayıcı değişkenlerle ilişkilidir. Bu sonuçlarla ilgili olarak ilgili model ile tutarlı ve etkin tahmin ediciler üretilmiştir. Ek olarak Bağımsız değişkenlerin parametrelerinin bir bütün olarak anlamlılığının testine yönelik olarak Wald testi de bakmak gerekmektedir. Wald test F istatistik değerinin olasılık değeri %1 düzeyinde anlamlı çıkmaktadır. Bu sonuca göre bağımsız değişkenlerin parametreleri birlikte anlamlıdır.

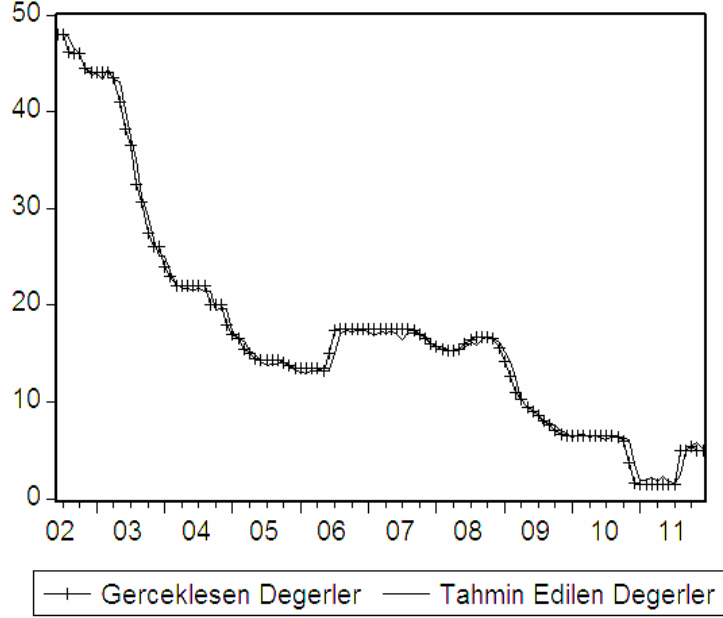
Merkez Bankası etki tepki fonksiyonu olan 4.43 nolu modelde yer alan parametrelere bakıldığında ise, arzu edilen faiz oranındaki değişimde, enflasyon, hazine faiz oranı, ABD 10 yıllık tahvil faizi ve kısmen Dolar/Yen paritesinin ağırlığının yüksek olduğu görülmektedir. Diğer değişkenler olan çıktı açığı, hisse senetleri, dolar kuru ve altının fiyatlarının etkisi ise düşük düzeydedir. Uluslararası etkiyi gösterecek şekilde modelde yer alan diğer değişken dolar/yen paritesinin etkisi ise ABD 10 yıllık tahvil faizine oranla düşük bulunmuştur. Merkez Bankası tepki fonksiyonunda ulusal finansal piyasalara ait

⁵⁴⁰ Hansen, Lars P., "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators", *Econometrica*, 1982, ss.1029-1054.

* Tutarlı ve etkin tahmin ediciler elde edilmesi için ilgili araç değişkenlerin açıklayıcı içsel değişkenlerle ilişkili olması da gerekmektedir. Araç değişken seçiminde bu duruma dikkat edilmiş içsel değişkenlerin 12 dönem gecikme değerlerine yer verilmiştir.

değişkenlerin etkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Ancak globalleşen finansal piyasalar ve Amerikan ekonomisinin bu piyasalarda ağırlığı nedeniyle Amerikan ekonomisinin faiz politikasının TCMB kısa vadeli faiz politikasında daha ağırlıkta olduğunu söylemek de gerekmektedir. Aynı şekilde Dolar/Yen paritesinin etkisi de göz ardı edilemez.

Şekil 4.7: Gerçekleşen ve Tahmin Edilen Faiz Oranları



Tahmin edilen değerlerin gerçekleşen faiz oranının (r_t 'nin) hareketini ne kadar yakaladığına grafiksel olarak bakmak yapılan çalışma açısından önemlidir. Bu açıdan oluşturulan Şekil 4.7'de gerçekleşen ve tahmin edilen faiz oranları verilmiştir. Şekil 4.7'de de görüldüğü üzere tahmin edilen değerler gerçekleşen faiz oranı serisini yüksek oranda yakalamakta yani açıklamaktadır. Şekil 4.7'de görülen bu duruma göre, 4.43 nolu modelde kullanılan değişkenler, gerçekleşen faiz serisinin *hareketini* açıklama açısından önemlidirler.

Para politikası ve finansal istikrar ilişkisi açısından köprü görevi gören faiz düzleştirme kuralına ait Şekil 4.7'de gösterilen sonuç ile birlikte 4.42'de verilen " p " katsayısını yorumu, yapılan bu çalışmanın en önemli noktasını oluşturmaktadır. Çalışmanın diğer kısımlarında açıklandığı üzere istikrarlı ve düzleştirilmiş bir faiz serisi piyasa oyuncuları tarafından arzu edilen bir durum olmaktadır. Bu durumun sağlanması ile birlikte diğer etkilerinin yanında ilk planda finansal piyasaların istikrar kazanacağı ve bu piyasalara dair beklentilerin olumluya döneceği beklenmektedir. Sonuç olarak, faizlerin düzleşmesi ile birlikte finansal oynaklıkların azalması ve finansal değişkenlerdeki hareketlerin de düzleşmesi beklenmektedir. Bu açıdan Merkez Bankalarının faiz oranlarını düzleştirilmesi önem arz etmektedir. Faiz Düzleştirme Kuralının Yararları, Finansal İstikrarı Sağlaması ve Para Politikası – Finansal İstikrar İlişkisi Açısından Kullanımına ait ayrıntılı açıklamalar üçüncü bölümde aktarılmıştır.

P katsayısının tahmini için oluşturulan faiz düzleştirme modeli klasik bir yapı içermemekte yani ihmal edilmiş değişkenleri içerecek şekilde genişletilmiştir. 4.42 nolu modelde gösterildiği üzere, yapılan tahmin sonucunda P katsayısının değeri 0.91 olarak bulunmuştur. Sahte faiz düzleştirme katsayısı sorunundan kurtulmak için, bu şekilde bir yaklaşım izlenmesinden sonar bile P katsayısının değeri yüksek çıkmıştır. Faiz düzleştirme katsayısı P 'nin 0.91 gibi çok yüksek bir değer vermesi kısa vadeli faiz serisinin *yüksek oranda* bir önceki dönemki değerini takip ettiği, ondaki hareketi taşımakta olduğunu göstermektedir. Bu da istikrarlı bir faiz serisi anlamına gelmekte ve piyasa oyuncularına bu

sinyali vermektedir. Arzu edilen faiz oranı serisindeki değişimin ise sadece 0.09 puanlık kısmı ilgili dönemde kısa vadeli faizlere yansıtılmakta, bu faiz serisindeki değişimin kalan kısmı, diğer dönemlerde kısa vadeli faizler tarafından içermektedir. Diğer dönemlerde, ki burada dönem olarak aylar kullanılmıştır, her dönem değişimin 0.09'lik kısmı yansıtılacak ve en sonunda tüm değişim yansıtılmış olacaktır. Daha açık bir ifadeyle Üçüncü bölümde “lag-mean” olarak tanımlanan formül göre ($P/1-P$) arzu edilen faiz oranındaki değişimin tamamı “10 dönem” (ay) sonunda yansıtılmış olacaktır. Politik süredurum olarak da adlandırılan bu durumda, kısa vadeli faiz oranı serisi düzleşmiş (smoothing) olmakta ve istikrarlı bir hareket sergilemektedir.

Tahmin sonucunda modelin bir bütün olarak anlamlı sonuç vermesi ve 0,91 gibi çok yüksek bir P katsayısı bulunması, ilgili dönemde TCMB' nin finansal istikrarı amaçladığını ve sürdürmeye çalıştığını göstermektedir. Ek olarak P katsayısının 0,91 çıkması ise faiz düzleştirme kuralının tüm dönem boyunca güçlü ve etkin olarak uygulandığını göstermektedir. Ayrıca tahmin edilen faiz serisinin Şekil 4.7'deki gibi gerçek faiz serisini doğru tahmin etmesi yapılan çalışmanın sağlıklı olduğuna yönelik önemli bir kanıttır.. Bu sonuç TCMB' nin finansal istikrara sağlama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. 2001 Mayıs Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı, BDDK' nın etkin ve denetim fonksiyonunu yerine getirmesi ve TCMB' nin kanuni değişikliklerden sonra özellikle risklerin arttığı dönemlerde finansal istikrara yönelik pro-aktif ve esnek başarılı para politikası uygulamaları, para politikası finansal istikrar analizi için önemli bir altyapı oluşturmuştur. Bu altyapı ile beraber, TCMB' nin meydana gelen stres ve oynaklıkları azalmaya yönelik faiz düzleştirme kuralına uygun hareket etmesi ise, ilgili dönemde finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde adına çok önemlidir. Sonuç olarak, TCMB finansal istikrar amacına yönelik etkin bir kısa vadeli faiz politikası yürütmüştür. Ulaşılan sonuç, Şekil 4.3'te verilen finansal sağlamlık endeksi ve alt endeksleri ile birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarın sağlandığını ve sürdürüldüğünü söylemek mümkündür.

4.9. 2008 Global Finansal Kriz İle Birlikte Finansal İstikrara Yönelik Para Politikası Stratejileri ve Uygulamaları

Doğası gereği istikrarsızlığa girme - bulaşıcılık ile istikrarsızlığı yayma (*instability bias*) ve tüm ekonomiyi - ekonomileri etkileme (spillover) eğilimde olan finansal piyasalarda kısa dönemli dalgalanmalar, oynaklıklar ve krizler olması muhtemeldir. Krizler konjonktür içinde yaşanan gelişmelerdir. Finansal krizlerin öncü göstergeleri vardır. Ancak krizin zamanına ya da olup olmayacağına dair net öngörülede bulunmak mümkün değildir. Finansal krizlerin öngörülmesi ve oluşması sürecinde belirsizliğin olması, kriz sürecindeki güvensizliğin ve paniklerin de en önemli sebepleridir. Krizden önce ve kriz sürecinde güvenin sağlanması çok önemlidir. Güvenin yeniden tesisi için zamanlamayı doğru yaparak krize ve sürece müdahale etmek gerekmektedir. 2008 Global Finansal Kriz sürecinde ise gelişmiş ülkelerde denetim ve gözetim fonksiyonunun etkin olarak yerine getirilememesi, yine bu ülke Merkez Bankalarının krizi ve öncesini iyi yönetememesi önemli rol oynamıştır. Krize giden yolda ise uluslararası finansal piyasalarda likidite bolluğuna bağlı olarak riskli finansal faaliyetlerin yoğunlaşması, finansal varlık fiyatlarında ve hacimlerinde köpüklerin (bubble) oluşması ve çoğunluğa uyma (herding) durumları yoğunluklu olarak yaşanmıştır.

Son dönem finansal sisteme bakıldığında, ulusal ve uluslararası finansal sistem ve sistemin işleyiş şeklinde çok büyük değişikliklerin yaşandığı görülmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren pek çok finansal kuruluş özellikle bankalar borç *vermekten* ziyade borç *taşıma* şeklindeki faaliyetlere ağırlık vermeye başlamışlardır. Bu süreçte varlıkların satın alımı ve bu varlıkların tekrardan satımı finansal sistem içinde ağırlık kazanmıştır. Likidite fazlalığı ve yükselen piyasaların varlığı altında ise risk değerlendirmeye ve kredi değerliliğine önem verilmemiştir. Finansal kurumların etkin denetim ve gözetim fonksiyonundan yoksun,

kurumsal çıkarlarını arttırmaya yönelik faaliyetlerinin sonunda ise finansal sistem ve dolayısıyla ekonomiler açısından büyük riskler meydana gelmeye başlamıştır.

Ağustos 2007 yılında Amerikan ipotekli konut piyasası kredilerinde sorunlar yaşanmaya başlamıştır. Özellikle subprime konut kredilerinde (riski yüksek krediler – düşük gelir grubuna yönelik) geri ödemelerde sorunların yaşanmaya başlanması, Amerikan konut piyasalarında risklerin büyümesine neden olmuştur. Kredi geri dönüşlerinde yaşanan ani düşüş sürecinde bankacılığın temel kurallarının ihlal edilmesi önemli bir etken olmuştur. *Pek çok yeni finansal aracın risklerin etkin olarak hesaplanmasını zorlaştırması ve piyasalarda likidite fazlalığı altında*, kredi risklerinin hesaplanmasında belirsizliğin olmasına rağmen bu tür kredilerin verilmeye devam edilmesi, ödeme kabiliyeti olmayan kredi alıcıların sistem dışına çıkarılmaması, bu tür alıcılara yüksek ve değişken faizli kredi kullandırılması ve bu süreçte ahlaki risk olgusunun yoğun olarak yaşanması, son olarak ise satın alınan konutların likidite sıkışıklığı ile satılmaya çalışılması Amerikan konut piyasalarının çökmesinde önemli rol oynamıştır. Finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmelere etkin denetim ve gözetim sisteminin ayak uyduramaması ve etkin denetim - gözetim fonksiyonun yerine getirilememesi, risklerin artmasında önemli bir faktör olmuştur. Kredi geri dönüşlerinde sorunları yaşanmasının ardından kredi veren kuruluşların likidite sıkışıklığı içine girmesi ve yükümlülüklerini yerine getirmede başarısızlığa düşmeleri sorunun boyutunun değişmesine neden olmuştur. Eylül 2008 tarihinde ise Lehman Brothers'ın *batmasına izin verilmesinden sonra* süreç sistemik bir kriz haline gelmiştir. Sistemin temelinde yer alan ve güven unsuru açısından önemli olan Lehman Brothers gibi bir kuruluşun kurtarılması gerekmektedir. Lehman Brothers'ın batması domino etkisi yaratmıştır*. İlgili bu finansal kurum Amerikan ödemeler ve kredi sistemindeki yeri ise "Batmaması Gerekecek Kadar Büyük" şeklinde ifade edilebilir. FED'in bu açıdan kusuru finansal istikrarsızlığı iyi yönetememesidir. Kriz öncesinde varlık fiyatlarındaki aşırı artışlara gelişmiş ülke Merkez Bankaları politika araçları ile müdahalelerde bulunmalıydı. Krizin ortaya çıkışında bankaların ilgili ülke devletlerinden daha büyük hale gelmesi "Batmayacak Kadar Büyük" olması (bu anlamda bir köpük oluşması) da etkili olmuştur. Bu süreçte bilançoların küçülmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Finansal sistemi istikrara kavuşturmaya yönelik kamusal sorumluluğu olan kamu kesiminin sistemden küçük hale gelmesi istikrarsızlığa giden yolda göz ardı edilemeyecek bir faktör olmuştur.

Çalışmada daha önce değinildiği gibi ulusal ve uluslararası finans piyasaları günümüzde çok yüksek oranda birbirine entegre olarak çalışmaktadır. Ulusal finansal piyasalarda faaliyet yürüten katılımcıların pek çok uluslararası piyasada varlıkları ve yükümlülükleri de bulunmaktadır. Özellikle yüksek orandaki entegrasyon risklerin oluşmaya başladığı dönemlerde kendini daha güçlü hissettirmektedir. Özellikle uluslararası finansal piyasalarda ağırlığı olan büyük ülkelerin, ulusal finansal piyasalara yönelik yürüteceği istikrar politikaları, *uluslararası eşgüdümün olmaması altında*, finansal krizlerin uluslararası özelliği nedeniyle, *zayıf kalabilmektedir*. 2008 Global Finansal Krizin derinleşme hızının yüksek olmasının nedenlerinden biri de aşırı entegrasyonun varlığı ve Merkez Bankaları arasında tam bir eşgüdümün olmamasıdır. Amerikan ekonomisi kaynaklı yaşanan bu kriz sürecinde de finansal piyasaların krize girme ve bulaşıcılık özellikleri çok net ve hızlı bir şekilde görülmüştür. Amerikan ipotekli konut piyasalarında yaşanan ödememe riski, devamında konut piyasalarında faaliyet gösteren bankaların likidite sıkışıklığı içine girmesi ve diğer kredileri geri çağırılmaya başlamaları, risklerdeki artışın Amerikan borsa endekslerine ve finansal değişkenlere yansması ve en önemlisi finansal piyasalardaki krizin (sistemik kriz) reel sektöre yansması krizin derinleşmesine katkıda bulunmuştur. Bu büyüklükteki bir ekonomide yaşanan finansal kriz ve reel ekonomide artan sorunlar da çok hızlı bir şekilde diğer gelişmiş - *gelişmekte* olan ülkeler yayılmıştır. Kredi piyasasındaki daralma krizin ilk en büyük etkisidir. ABD ve Avrupa da kredi piyasaları hızlı şekilde küçülmüş, bankaların

* Finansal sistemin fonksiyonlarını yerine getirmesinde önemli bir rol üstlenen ve iflas eden diğer önemli finansal kurum da Morgan Stanley'dir.

iflaslarının da bu sürece katkısı olmuştur. Devamında ödemeler sisteminde aksamalar, belirsizlik - güven kaybı ve büyük çıktı kayıpları meydana gelmiştir.

2008 Global Finansal Kriz ile birlikte fiyat istikrarı finansal istikrar için gereklidir ya da fiyat istikrarı sağlanmadan finansal istikrarı sağlanamaz şeklindeki geleneksel yaklaşım geçerliliğini yitirmiştir. Kriz sürecine giren gelişmekte olan ülkelerde fiyatlar istikrarlı bir seyir izlemiş ancak buna rağmen finansal istikrarsızlık ve sonucunda kriz yaşanmıştır. Bu kriz ile birlikte finansal istikrarın öncelikli bir konu olduğu ve finansal istikrarın sağlanması ve bankacılık sisteminin sağlıklı olmasının önemi net olarak ortaya çıkmıştır.

Finansal krizler ve istikrarlı dönemler birbirini izleyen bir döngü şeklindedir. Önemli olan Merkez Bankalarının sistemin devamını sağlayacak uygulamalara girişmesidir. İstikrarlı dönemlerde de finansal krizleri önleyecek tarzda araçların kullanılması önemlidir. Düzenlemelere rağmen kriz ve oynaklığın arttığı, yaşandığı dönemlerde, önceki yapılan düzenlemelerde nelerin yanlış yapıldığının görülmesi, sonraki dönemler için yararlı olacaktır. Merkez Bankaları' nın kriz sürecindeki rolü finansal sistemi izlemek, finansal stresleri ortadan kaldırmaya çalışmak, ödemeler sisteminin ve kredi piyasalarının çalışmasını sağlamak, son kredi mercii fonksiyonunu yerini getirerek süreci yönetmek ve önlemler almaktır. Bu süreçte Merkez Bankalarının yaptıkları düzenlemelerin işe yarayabilmesi için finansal sistemin tekrar fonksiyonlarını yerine getirmeye başlaması ve kredi kanallarının açılması gerekmektedir. Ayrıca etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun bu fonksiyondan direkt sorumlu olan kuruluş ile birlikte etkileşim halinde sürdürülmesi de finansal istikrar sürecinde kritik bir rol oynamaktadır. Krizler konjonktürel süreç içinde yaşanan gelişmelerdir. Krizler kapitalizmin başarısızlığı değil kapitalizmin kurallarına uygun işletilememesinden kaynaklanmaktadır. Önemli olan riskleri ve oynaklıkları azaltabilmektir. *Ancak pek çok faktörden etkilenen ve dinamik bir yapısı olan finansal istikrara yönelik olarak Merkez Bankalarının tüm riskleri sıfırlamasını beklemek de gerçekçi bir yaklaşım olmayacaktır.* Ayrıca kamunun gücünü çok büyük görmemek ve mucizeler beklememek de gerekmektedir. Krizlerin derinleştiği dönemlerde her alınan önlemin birebir etki göstermesi ve risklerin çok hızlı bir şekilde ortadan kalkmasını beklemek yanlış olacaktır.

Ağustos 2007'de Amerikan ipotekli konut piyasalarında sorunların başlaması ve 2008 Eylül'de Lehman Brothers'ın iflas etmesi sürecinde finansal değişkenler ve finansal sistem, meydana gelen krizi öncelemiş yani önceden sinyal üretmiştir. *Finansal kriz süreci kısa vadeli faiz aracının etkinliği azalmaktadır. Güven kaybı ve belirsizlik daha önemli hale gelmektedir. Bu nedenle önemli olan kriz sürecine girmeden kısa vadeli faiz silahını etkili kullanmaktır.* Bu süreçte Amerikan Merkez Bankası FED'in finansal istikrara yönelik olarak para politikasını şekillendirebilecek yeterli zamanı bulunmaktaydı. Ancak krizin meydana gelmesi, para politikası aracının finansal istikrara yönelik olarak FED tarafından etkin olarak kullanılmadığını göstermektedir. Geline nokta kriz sistemik bir kriz özelliği göstermesinin yanında bir güven krizi özelliği de taşımaktadır. Krizin öncesinde Amerika ve diğer gelişmiş ülkelerde tüm aktiflerin yeniden değerlendirilmesi gerçekleştirilmiş olsaydı, bu durum belirsizliğin ortadan kalkmasında önemli bir rol oynayacaktı.

Krizin derinleşmesi ile birlikte para politikası uygulamaları daha sancılı ve belirsiz olmaya başlamıştır. Finansal sistemdeki hızlı gelişime ve türev araçlardaki hızlı artış ve değişime etkin denetim ve gözetim yapan kurumlar ve denetim sistemi ayak uydurmakta zorlandıklarından piyasada oluşan risklerin hesaplanması da güçleşmiştir. Bu da meydana gelen belirsizliklerin boyutunun tam olarak ortaya koyulmasını zorlaştırmıştır. Finansal sistemdeki değişime Merkez Bankaları ve kamusal denetim mekanizmalarının ayak uydurması ve oluşabilecek yeni riskleri incelemesi önemlidir. Ancak alınacak tedbirlerde geç kalınması, tedbirlerin ilk planda yetersiz olması, kurtarma planlarında tutarsızlıklar ve ülkeler arası ortak politika üretmede yetersiz kalınması ile birlikte beklentiler bozulmuş, güven kaybı yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelerin krizin "önlenmesinde" ve daha sonrasında "tedavi etmede" başarısızlığa düşmeleri ise para politikası açısından belirsizliğin oluşmasında en önemli

faktördür. Bu noktadan sonra artık “tedavi etme” ye yönelik politikalar gerekmektedir. Ancak güven unsurunun finansal piyasalarda oluşturulamaması belirsizliği daha da arttırmaktadır.

2008 Global Finansal Kriz sürecinde özellikle gelişmiş olan ülke Merkez Bankalarının yapması gereken düzenlemeleri değerlendirmek gerekmektedir. Proaktif para politikası izlenmesi kriz sürecinde önemlidir. Proaktif para politikası süreci finansal verilerdeki değişime duyarlı olmalıdır (Accommodation policy). Kriz dönemlerinde kısa vadeli sorunların çözümünün dışında uzun vadeli kalıcı çözümler de önemlidir. Bu kapsamda para politikasının önceliği bankacılık kesiminin istikrarının sağlanmasıdır. Pek çok alanda mücadele eden Merkez Bankalarının bu süreçteki başarısı krizden çıkış açısından anahtar faktördür. ABD ve diğer ülkelerde kredi piyasalarındaki daralma ve sıkışıklık aşılmalıdır. Bilançolardaki kalitesi ve likiditesi düşük (toksik) varlıkların yeniden piyasa değeri ile değerlendirilmesi önemlidir. Krizden çıkışta ve belirsizliğin azalmasında banka ve büyük şirketlerinin bilançolarının netlik kazanması da önemli bir rol oynayacaktır. Bu süreçte aktiflerin yeniden değerlendirilmesi önemli bir uygulama olmaktadır. Değerlemelerin etkin yapılabilmesi için fiyatların aşırı oynaklık göstermediği bir dönem seçilmelidir

Ödemeler ve kredi sistemi açısından kilit rol oynayan kurumların sermayelerinin artırılması, bu kurumların yakından gözetimi ve ilgili ülkelerde etkin denetim – gözetim fonksiyonunun revize edilmesi, bankaların çöküş kaygılarını ve belirsizliği azaltacaktır. Etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun revize edilmesi, “Batamayacak Kadar Büyük” şirketlerin aşırı risk almasını engellemek açısından yararlı olacaktır. Risklerin denetim altına alınması, bu kuruluşların kurtarılması sürecinde kamu maliyesi üzerine binen yükü de azaltacaktır. Ayrıca finansal kuruluşlardaki aksaklıkların düzene sokulması ve finansal sistemden çıkışların azaltılabilmesi için yasal düzenlemelere de öncelik verilmelidir. Krizin meydana gelmesi ve devam etmesi, sürecin yönetimini zorlaştırmakta ve belirsizliği arttırmaktadır. Buna rağmen finansal istikrarın sağlanması sürecinde alınacak tüm önlemler bütünsel bir strateji içinde gerçekleştirilmeye çalışılmalıdır. Ancak bu tür bir yaklaşım “finansal sisteme ve piyasalara güven” unsurunun tesis edilmesini sağlayabilecektir.

Merkez Bankaları tarafından mali kurumların çeşitli araçlar ile kurtarılması veya korunmasının (kuruma yönelik düzenleme) temelinde kredi akışının ve kredi piyasalarının işletilmesi yatmalıdır (finansal sisteme yönelik düzenleme). Finansal kurumların iflaslarına izin verilmemesine yönelik kamusal kaynak aktarımı yüksek düzeyde olabilir. Önemli olan sistemin fonksiyonlarını yerine getirebilmesidir. Reel sektörün yeniden canlandırılması için finansal istikrar çok önemlidir. Bu noktada *kamusal çıkar* söz konusudur. Hükümetlerin finansal sistemi kurtarmaya yönelik olarak risklerin ve bilanço pasiflerinin yüklenilmesi sürecinde, yaratılması düşünülen ekonomik canlılığın büyüklüğü de doğru hesaplanmalıdır*. Finansal piyasaların riskleri değerlendirmemesinin sonucunda finansal sistemi kurtarmaya yönelik olarak hazırlanan planlar etkisiz kaldıkça ve büyüklüğü arttıkça, kamuya yükleyeceği maliyetler de hızla artmaktadır. Kurtarma planlarının finansal piyasa katılımcıları açısından iyi ve kötü ayırımı yapılmadan uygulanması ve paketlerin çok büyük olması, ahlaki risk olgusunun yaşanmasına ya da devam etmesine neden olacaktır. Daha önce değinildiği gibi önemli olan ödemeler sisteminin ve kredi piyasalarının çalışır hale getirilmesidir. Finansal istikrarın sağlanması için kredi piyasaların yeniden çalışmaya başlaması önemlidir. *Kurtarma planlarının ödemeler sistemini ve kredi piyasalarını canlandırmada istenen etkiyi yaratmadığı durumlarda yeni ve daha kapsamlı planlar hazırlanmalıdır.* Finansal kuruluşların içinde etkin çalışan ve fonksiyonlarını yerine getiren kuruluşların da faaliyetlerinin sürdürülmesine yönelik önlemler alınması da gerekmektedir. İlgili kurumlara yönelik riskler ve kırılabilirlikler oluşmadan harekete geçilmesi krizin yönetimi açısından kolaylık sağlayacaktır.

* Ekonomik canlılığın yaratacağı etkinin sonraki dönemdeki sterilizasyonu da ayrıca önemlidir.

Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi sürecinde genel ve özel para politikası araçları İkinci Bölümde ayrıntılı olarak verilmişti. 2008 Global Finansal Kriz sürecinde Merkez Bankaları tarafından yapılabilecek düzenlemeleri ise temelde üç başlık altında değerlendirmek mümkündür. Bunlar finansal kurumlara, finansal piyasalara ve uzun vadeli kredi piyasalarına yönelik olarak yapılabilecek düzenlemelerdir. Bu üç başlığın paralelinde menkul kıymetlerin (yaşanan sürece göre likiditesi düşük veya yüksek menkuller) satın alınması, likidite için önlemlerin alınması ve devam ettirilmesi önemlidir. Likiditenin sistem içindeki yatırımcılara doğrudan kullanılması, sistemin işlerliğini kaybetmemesi ve güven ortamının sağlanması açısından yararlı olacaktır. Likiditenin kredi piyasalarında artmasını sağlamak *kredi verme istekliliğini* etkileyecektir. Aktif kalitesi yüksek varlıkların Merkez Bankaları tarafından satın alınması güvenceli hareket edilmesi ve operasyonun güvenceli sürdürülmesi açısından önemli olacaktır. Risklerin ve belirsizliğin yüksek olması nedeniyle Merkez Bankaları tarafından bankalara verilen kredilerin ve borçların teminatlandırılmış, güvenceli olması ana prensip olmalıdır. Ancak sistem içinde likiditesi yani kalitesi düşük (toksik) varlıkların hacminin yüksek olması, ödemeler ve kredi sisteminin işler hale getirmesini zorlaştıracığından, bu gibi durumlarda likidite sağlanması sürecinde Merkez Bankalarının bu tür varlıkları portföylerine almaları da söz konusu olabilir. Ancak sorunlu varlıkların Merkez Bankaları tarafından alınması en son başvurulacak uygulamalardan olmalıdır. Bu kapsamda finansal kurumların riskli varlıklarının kamu tarafından sigortalanmasına izin verilmesi mümkün olabilir. Kalitesi yüksek kağıtların toplanması yanında, likiditesi ve dolayısıyla kalitesi düşük (toksik) varlıklara yönelik uygulamalar likiditenin sağlanması adına önemli olabilir. Ancak piyasaya fazla likidite verilmesi durumunda banka rezervlerinin aşırı şişmesi ahlaki risk olgusuna neden olabilir. Bu noktada şunu da belirtmek gerekir; *likidite her zaman finansal istikrarsızlığı önleyecek tek araç değildir.*

Krizin yeni ve karmaşık bir yapıya sahip olduğu yani belirsizlik faktörünün yüksek olduğu dönemlerde, çeşitli kanallardan verilen likiditenin büyük kısmı Merkez Bankalarına geri dönebilir yani güven eksikliği nedeniyle bankaların likit rezervleri artabilir. Bankaların likiditedeki artışı tekrardan Merkez Bankalarına yatırımlarının önüne geçme adına bu rezervler üzerine kısıtlayıcı düzenlemeler gitmek, rezervler üzerinden alınan faizlerin arttırılması gerekebilir. Ancak banka portföylerinde yaşanan artışların Merkez Bankalarına yönelmesi finansal piyasalardaki iyileşme ile birlikte cazibesini kaybetmeye başlayacaktır. Bu durum iyileşme sürecine katkı sağlayacaktır. Kredi piyasalarının ve finansal sistemin tekrardan işler hale getirilmesi sonucu kredi mekanizmalarının sıkılaştırılması ile birlikte sterilizasyon da yapılmalıdır. Bu süreçte bankalarda oluşan aşırı rezerv ve parasal taban daraltılmalıdır. Merkez Bankası bilançolarının alınan önlemlerle birlikte büyümesi yani banka rezervlerinde ve parasal tabanda artış yaşanması enflasyonist bir etki meydana getirebilir. Ancak bu dönemde emtia fiyatlarındaki düşüşler ve beklentilerin tekrardan olumluya dönmesi ile birlikte kredi piyasalarının canlanması bu enflasyonist etkinin düşük kalmasını sağlayabilecektir. Aynı zamanda, likidite ile ilgili sorunların çözümü ve kredi piyasalarının canlanması ile birlikte Merkez Bankalarının *zamana yayılmış* parasal genişlemeyi daraltıcı politikaları da enflasyonist etkiyi daraltacaktır.

Faiz düzleştirme kuralı, bu kuralın uygulanışı ve finansal istikrarın sağlanması sürecindeki yerine çalışma içinde ayrıntılı olarak yer verilmişti. Bu noktada şu açıklamayı yapmak gerekmektedir. Faiz düzleştirme kuralının krizin yaşandığı pek çok gelişmiş ülkede uygulanıyor olması sonucu yaşanan ahlaki risk, yani finansal kurumların riski yüksek faaliyetlere ağırlık vermesi, etkin denetim ve gözetim fonksiyonu ile ortadan kaldırılmıyordu. Ancak bu ülkelerde etkin denetim ve gözetim fonksiyonu yerine getirilemedi. Kriz döneminde etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun yeniden yapılandırılması ile birlikte, Merkez Bankaları faiz politikalarında ani değişikliğe gitmemeye ve faizleri düzleştirmeye devam etmelidirler. Beklenmeyen ve finansal sistemdeki değişikliğe göre oluşturulmayan bir faiz politikası, beklentiler dışındaki parasal sürprizler gibi, belirsizliği artırarak finansal varlık fiyatlarında oynaklığa neden olabilir. İzlenen para ve faiz politikası kurala bağlı olarak

yürütülmeli ancak piyasadaki değişimlere ayak uydurmalıdır. Bu açıdan faiz düzleştirme kuralına sadık kalınması önemli bir faktör olmaktadır. Yine faiz düzleştirme kuralı ile birlikte Merkez Bankalarının kısa vadeli faizleri aşağı çekmesi ve bunda *ısrarlı olması* kredi piyasalarındaki diğer faizlerin de aşağı çekilmesinde önemli olacaktır. Krize giden yolda Merkez Bankaları arasında koordinasyon zayıf kalmıştır. Bu süreçte Merkez Bankaları arası likidite ihtiyacına bağlı olarak swap işlemlerine ağırlık verilmesi, uluslararası finansal istikrar adına önemlidir. Merkez Bankalarının eş güdümlü olarak faiz indirimleri uygulaması ise faiz indirim silahının daha güçlü kullanılmasını sağlayacaktır. Faizlerdeki hareketin kısa vadeli olmadığına yönelik Merkez Bankaları tarafından net sinyal verilmesi, güven unsurunun sağlanması için önemlidir. Ancak finansal oynaklıkların ve belirsizliğin arttığı bu dönemde faiz indirimlerinin kredi piyasası ve diğer piyasa faiz oranları üzerinde hemen etkili olmasının beklemek yanı sıra olacaktır.

Faiz oranlarının aşağı çekilmesi ve likidite ile ilgili düzenlemeler risk algılamasını olumlu etkileyecek ve finansal fon talep edenlerin kredi alma isteğini arttıracaktır. Bu da finansal istikrarın sağlanmasına bağlı olarak sistemin tekrar işler hale getirerek reel sektörün canlandırılmasına yardımcı olacaktır. Ancak büyüme için finansal istikrar gerekli olmasına rağmen yeterli bir koşul değildir. Keynesyen bakış açısı altında güven probleminin çözülmesi hem finansal hem de reel kesim açısından zaman alacak bir uygulamadır. Bu süreçte finansal piyasalara katılımın artması, güven probleminin azalması anlamında önemlidir. Kriz sürecinin etkin olarak yönetilmesinde Merkez Bankalarının bağımsızlığının sağlanması ve sürdürülmesi de çok önemlidir.

Merkez Bankası tarafından finansal istikrarsızlığa ve krize yönelik uygulamaların daha çok var olan önlemlerin detaylandırılmışı veya geliştirilmiş olduğu dikkat edilmelidir. Likiditenin sağlanması ve kredi piyasalarının işler hale gelmesine yönelik olarak kullanılan yöntemler birbirine benzerlik arz etse de yaratacağı etkiler farklılık göstermektedir. Önemli olan burada yeni araçlar bulmak ve kullanmak değil var olan araçların etki alanını güçlendirecek ve geliştirecek açılımlar yapmaktır. Alınan önlemlerle birlikte etkin denetim ve gözetim fonksiyonun işlevliliğinin artırılması ve önlemlerin yarattığı etkilerin net olarak görülmesi önemlidir. Alınan sonuçlara göre süreci destekleyecek yeni önlemler alınabilir veya uygulanmakta olan önlemlerin derecesi artırılabilir.

İkinci Bölümde finansal istikrarın sağlanması sürecinde spesifik araçlar bölümünde üzerinde durulan ve yaşanan kriz sürecinde ön plana çıkan bazı uygulamalara da burada kısaca yer vermek gerekir. Bu kapsamda, Merkez Bankaları tarafından kısa vadeli olarak sistem açısından önemli olan kurum hisselerinin satın alımı, imtiyazlı hisselerin adi hisse senedi haline getirilerek likiditenin bu açıdan desteklenmesi, mevduat sigortası kapsamının geçici olarak genişletilmesi, banka rezervleri konusunda esneklikler sağlamak gibi önlemler sıralanabilir. Finansal kurumların aktif ve pasiflerinde yer alan kalemlere verilen güvencelerin bu dönemde artırılması, finansal sistem katılımının teşvik edilmesi açısından yararlı olacaktır. Reel sektörlerin sorunlu aktifleri de belirsizlik yaratmaktadır. Bu noktada ilgili ülke Hazineilerinin sorunlu kredilere yönelik düzenlemeleri de önemlidir. Ayrıca Merkez Bankası kredi piyasalarında hem aktif olarak fon aktarabilir hem de riskli kredilerin yönetimi ile birlikte kredi piyasasını düzenleyici faaliyetlere de girişebilir. Bu kapsamda reel sektörde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli girişimcilerin faaliyetlerini sürdürmelerine yönelik kredi düzenlemeleri, finansman sıkıntısı içine giren sektör ve firmaların tekrardan finansmanına yönelik kaynak yaratımı, piyasalardan kaynaklanan riskler sonucu, faaliyetlerini genişletmekte zorlanan sektör ve firmalara dönük ek kredi imkanlarının yaratılması önemlidir. Diğer bir uygulama ise "Kötü Banka"dır. "Kötü Banka" kavramı altında bir banka oluşturulması ve sistem içindeki kurumların kalitesi ve likiditesi düşük varlıklarının (zehirli varlıkların) bu banka içinde tutulması, sistemin tekrardan çalışır hale getirilmesi ve kurumların varlıkları konusunda net bir değerlendirme yapılabilmesi sürecinde etkili olabilecek bir uygulamadır. Merkez bankalarının süreç içinde finansal sistem katılımcıları ile beklentileri etkilemeye yönelik iletişim halinde olması da tekrardan vurgulanmalıdır.

Dönem içinde kalitesi yüksek *uzun vadeli kağıtların* (menkul kıymetlerin) Merkez Bankaları tarafından alınması kredi piyasalarının rahatlaması adına önemlidir. Amaç temelde reel sektör tarafından krediye ulaşma imkanlarının arttırılmaya çalışılmasıdır. Uzun vadeli kağıtların Merkez Bankası tarafından alınması uygulaması, piyasaya faizlerin uzun süre düşük tutulacağı yönünde net sinyaller verilmesi açısından önemlidir. Bu süreçte uzun vadeli teminatlandırılmış güvenceli menkul kıymetlerin Merkez Bankaları tarafından portföye alınması, kredi piyasaları üzerinde canlandırıcı etki yaratacaktır. Yine ilgili ülkeye göre yüksek kaliteli mortgage kağıtlarının Merkez Bankaları portföyelerine alınması ve mortgage kredilerinin düşürülmesi de önemlidir. Ek olarak, etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun yeniden yapılandırılmasının ardından banka aktiflerinin yakından izlenmesi, yürütülen programın etkilerinin görülmesi ve sürecin izlenmesi için gerekmektedir. Likidite ile ilgili sorunların azalması ile birlikte sistemin sağlıklı işlemesi adına Merkez Bankası portföyünde bulunan yüksek kaliteli kağıtların piyasa verilmesi, sistemin işler hale gelmesi ve operasyonun tamamlanması için gereklidir. Merkez Bankaları bilançolarında uzun vadeli kağıtların artışına yönelik değişimlerin yaşanması, banka bilançolarındaki değişimin daha rahat izlenmesini ve net görülmesini sağlayacaktır.

Finansal sisteme yönelik olarak yapılan düzenlemeler, kısa vadeli olarak ortaya çıkan panikleri önleyici, uzun vadeli olarak ise güven unsurunun oluşturulması ile birlikte, riskleri azaltıcı ve finansal istikrarı yeniden sağlayıcı olmalıdır. Uzun vadede risklerin yönetimi sürecinde, etkin denetim ve gözetimin, uluslararası eşgüdümün sağlanması önemlidir. Ancak Merkez Bankalarının aktifleri doğası gereği kısa vadeli kalemleri içermektedir. Yukarıda açıklanan süreçler ve uygulamalar da kısa vadede geçerlidir. Alınan önlemlerin ilk planda kısa vadeli önlemler olmasının nedeni, kriz nedeniyle güven eksikliğine bağlı olarak kısa vadede etkili olan politikaların daha fazla ilgi görmesidir. Bu durum güven unsurunun tekrardan finansal piyasalarda sağlanması için gereklidir. Merkez Bankalarının kısa ve uzun dönemli politika değişiklikleri karşısında finansal istikrar yönünde anlık tepki ve değişim beklememek gerekmektedir. Sisteme güven zaman içinde sağlanacaktır.

Merkez bankasının finansal istikrarı sağlayıcı uygulamaları yanında kamusal alandaki diğer kurumların uygulamaları ve politik adımlar da önemlidir. Finansal istikrar çok değişkenli bir olgu olmasından ötürü pek çok kurumun düzenlemesini gerekli kılmaktadır. Finansal istikrar büyüme ve istihdam için gerekli ancak yeterli koşul değildir. Finansal istikrar, uzun vadeli büyüme için sağlam bir zemin oluşturulması adına gereklidir. Sürdürülebilir bir büyümenin de finansal istikrar açısından gerekli olduğu unutulmamalıdır. Kredi piyasaları ve sistemin işler hale gelmesi ile birlikte finansal istikrarın tekrardan tesis edilmesi süreci ve reel sektörde yaşanacak canlanma zaman alacaktır. *Çünkü güvenin yeniden tesis zaman almaktadır.* Krizin ipotekli konut piyasaları ve daha çok otomobil sektörü ağırlıklı olarak ortaya çıkması, iyileşmenin göstergesi olarak özellikle ABD ve AB konut ve otomobil sektörünün izlenmesini gerekli kılmaktadır. Ayrıca Ekonomilerde yaşanacak yeni büyüme trendinin sinyallerini de daha çok konut ve otomobil sektöründe aramak yanlış olmayacaktır. Finansal piyasalardaki bilançoların küçülmesinin önüne geçilmesi, emtia ve finansal varlık fiyatlarındaki artışlar, krizden çıkışta önemli bir sinyaldir. Finansal değişkenlerin konjontürel dalgalanmaları öncelediği düşünüldüğünde, varlık fiyatlarındaki artışlar ve borsa endekslerindeki toparlanma da krizden çıkış sürecinde önemli bir göstergedir.

Merkez Bankaları tarafından finansal kriz sürecine yönelik yapılanlar ile birlikte, arz yanlı iktisata bağlı olarak kurumsal vergilerin düşürülmesi reel sektörün ve büyümenin canlanması açısından gerekebilir. Ancak vergi indirimleri salt indirim olarak görülmemelidir. Son dönemde bankaların yoğun olarak asli fonksiyonu olan kredi vermenin dışına çıkması gibi, böyle bir dönemde salt vergi indirimleri sağlıklı sonuçlar vermeyebilir. Vergi indirimleri sonucunda yaratılacak kaynağın yatırıma dönüşmesine yönelik düzenlemelerin yapılması, böyle bir riskin oluşmasını önleyecektir. Kamu finansmanı ve kamu yükümlülüğü açısından sorun yaratabilecek vergi indirimlerinin etkisi, uzun vadede değer yaratabilen altyapı, eğitim ve teknoloji yatırımları ile ortadan kaldırılabilir. Bunun dışında geçici olarak krizin sektörlere

olan etkilerinin ortadan kaldırılması için sektörel bazlı teşvik uygulamaları, dolaylı vergilerde indirimler, selektif kredi faizi uygulamaları vb. araçlar yararlı olacaktır. Bu süreçte kamu maliyesinde fazla vermeye değil daha çok açık vermeye yönelik maliye politikası uygulamaları piyasaların yeniden canlanması açısından gereklidir. “Devletleştirme” ise piyasa sisteminin çalışmaması ve piyasa tabanlı çözümlerin etkisiz kalması durumunda en son uygulanabilecek doğrudan bir müdahale olabilir.

Çeşitli programlar kapsamında özellikle gelişmiş ülkelerin Merkez Bankaları aracılığıyla piyasalara likidite verilmiştir. Güven unsurunun oluşturulması, sistemin işler halde tutulması ve sistem için önemli kurumların batmasının önlenmesine yönelik verilen bu likiditeye rağmen, gelişmiş ülke banka, sigorta ve mortgage finans şirketlerinin önemli boyutta zararları bilançolarında yer almış bunun karşılığında sermaye arttırımı yapılmaya çalışılmıştır. Ancak ödemeler sistemi ve kredi piyasalarında istenen canlılık halen yakalanamamıştır. Verilen likidite ile istenilen etkinin halen yaratılamamış olması yeni likidite araçlarının kullanılmasını ve yeni programları beraberinde getirecektir. Likiditenin kamu kağıtları üzerinden yürütülen kısmının büyümesi ise özellikle ABD ekonomisi için önemli bir sorun ortaya çıkaracaktır. Bu da ABD ve gelişmiş ülke hazinelerine güven kaybı olması durumunda, kamu kağıtlarının fiyatlarındaki hızlı artışların ardından bu kağıtların fiyatlarında yaşanabilecek ani düşüşlerdir.

Kriz tamamen bitmeden ya da etkileri tam olarak görünmeden krizin tamamına ilişkin sonuçlar çıkarmak mümkün değildir. Analiz ve değerlendirmelerin sağlıklı olabilmesi için krizin tüm etkileri ile yaşanması ve durumun netleşmesi gerekmektedir. Kriz sonrası dönem ise, ekonomik değişkenlerin karşılıklı etkileşimi ve krize neden olan faktörlerin ortadan kalkmasına bağlı olarak şekillenecektir. Kriz ve fırsat arasında ilişki de bulunmaktadır. Kriz öncesi sorunlar bilinmesine rağmen (herding) piyasalar yükselmeye ve karlar artmaya devam ettiği için müdahaleler zayıf kalmıştı. Kriz döneminde yapılacak uygulamalar ve düzenlemeler kriz sonrası dönemin güçlü olması ve risk unsurlarının ortadan kalkması açısından önemli olacaktır. Kriz, düzenlemelerin yapılabilmesi için önemli bir zemin sağlamaktadır. *Bu kapsamda etkin denetim ve gözetim, finansal istikrara yönelik Merkez Bankası uygulamaları, varlık fiyatları ve bilançolara yönelik çözümler ancak kriz dönemi ve sonrası yapılabilir.*

Sonuç

Finansal istikrar sadece belli başlı otoritelerce değil aynı zamanda para ve maliye politikası yapıcılarının açısından da önemli bir konu haline gelmiştir. Ancak Finansal istikrar kavramının tanımlanmasında tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Kapsamlı bir tanım ise finansal sisteme dair tüm faktörlerin içerilmesiyle mümkün olacaktır. Bu anlamda finansal araçlar, organize ve organize olmayan piyasalar, ödeme ve sistemin işleyiş düzeni, sistemi destekleyen teknolojik altyapı, yasal ve düzenleyici kanunlar ve düzenleyici kurumların hepsi istikrar unsuru içinde göz önünde bulundurulmalıdır. Finansal istikrarsızlığın ortaya koyulması ise finansal istikrarın anlaşılması açısından yararlı olacaktır. Finansal istikrarsızlığın karakteristik üç temel özelliği bulunmaktadır. Bunlar piyasada ağırlığı bulunan finansal varlıkların fiyatlarının temel değerlerinden keskin bir şekilde sapmaları yani trendde sert bir kırılmanın olması, piyasanın fonksiyonelliği ve krediye ulaşabilme imkanlarında ulusal ya da uluslararası açıdan bozulmaların meydana gelmesi, toplam harcamalarda ekonominin üretebilme yeteneğini olumsuz yönde etkileyecek artış ya da azalış şeklinde sapmaların yaşanmasıdır.

Merkez Bankaları tarihsel süreç ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak, bankaların bankası haline gelmiş ve bu durum finansal sistemin işleyişi ile ilgili olmasına temel teşkil eden durumların en önemlisi olmuştur. Merkez Bankaları ve finansal kurumlar ile zaman içinde oluşan organik bağ da sistemin işleyişi açısından Merkez Bankalarına sorumluluk yüklemeye başlamıştır. Bankaların parasal sisteme büyük oranda entegre olmaları, para yaratma sürecinde büyük rol üstlenmeleri ve parasal sistem içinde kilit rol üstlenmeleri Merkez Bankalarının bu kurumlar ve dolayısıyla finansal sistemin işleyişine duyarlı hale gelmesine de katkı sağlamıştır. Merkez Bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olmasının yanında, artık finansal istikrarı da sağlayacak politikalar üretmesi de gerekmektedir. Merkez Bankasının müdahalesini gerektiren neden finansal sisteminin kendisinden kaynaklanmaktadır. Finansal sistem kendi içinde istikrarsızlık yaratma ve bu istikrarsızlığı etrafa yayma eğilimine sahiptir.

Merkez Bankalarının finansal istikrarı sağlama sorumluluğu altında yatan ilk neden olarak Merkez Bankalarının yasal ve uygulamada piyasalara gerekli likiditenin sağlanmasında tek mercii olarak görev yapması yatmaktadır. İkinci neden olarak, Merkez Bankalarının yetki alanında olan ödemeler sisteminin sorunsuz bir şekilde çalışması gerekliliği yer almaktadır. Üçüncü neden olarak, banka sistemi reel ekonomiye kaynak aktarma sürecinde köprü görevi görmesi yer almaktadır. Son neden olarak ise, finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki ilişki bulunmaktadır. Merkez Bankalarının finansal istikrarı hedef olarak almaları ve sistem içinde etkin rol üstlenmeleri çeşitli sorumluluklar da getirmektedir. Merkez Bankaları bu anlamda bankalar arası ödeme sisteminin merkezinde yer almakta, ticari banka varlıklarını çeşitli araçlar ile ayarlamakta ve bankaların rezervlerini tutmaktadırlar. Ayrıca, bankaların finansal sistemde kredi toplama ve reel ekonomiye aktarım sürecinde likidite açısından bankaların kendilerine bağlı olarak faaliyet göstermelerine sağlayacak bir yapılanma oluşturmaktadırlar. Bunun yanında sistemde işlem gören para birimine olan güveni inşa ederek, sisteme dahil tüm katılımcıların faaliyetlerini doğrudan etki altına almaktadır. Ayrıca ilgili para birimine olan güvene bağlı olarak sistemin ihtiyacı olan likidite de Merkez Bankası tarafından sağlanmak durumundadır.

Para politikası ve finansal istikrar arasında köprü görevi gören faiz düzeltme kuralı ise önemli bir uygulamadır. Bu kuralın uygulanması gerektiğine yönelik olarak literatürde şu nedenler yer almaktadır. Merkez Bankaları finansal piyasaların oynak (volatility) olmasından her zaman rahatsızlık duyar. Kısa vadeli faizlerin yavaşça (gradually) uyarlanması durumunda Merkez Bankası, finansal kriz ihtimalini azaltabilecektir. Merkez Bankalarının kısa vadeli faizleri düzleştirerek ve düzleştirmeyi sürdürerek finansal piyasalar ve oyuncularını ile etkin iletişim kurabilirler. Merkez Bankaları kısa vadeli faiz oranları ile toplam talebi etkilerken uzun vadeli faizler ile toplam talep üzerinde de etkili olabilirler.

Ekonomik ve finansal verilere yönelik olarak bilgilerde eksiklik, ulaşılan bilgi konusunda şüphe, bilginin ve belirlenen modellerdeki parametreler konusunda belirsizlik bulunmaktadır. Bu nedenle Merkez Bankaları tahminler yerine gerçekleşmiş veriye tepki verme konusunda daha fazla isteklidirler. Ayrıca ilgili kural Merkez Bankalarının güvenilirliğinin sağlanması açısından önemlidir. Finansal sistem içinde önemli bir yer tutan bankaların varlık-yükümlülük dengesini kuramadığı dönemlerde, Merkez Bankalarının faizleri düzeltirmede başarılı olması, oluşabilecek risklerin azalmasını da sağlayabilir. Son olarak, faiz düzeltirme kuralının geçerli olması ve yüksek bir düzeltirme katsayısına ulaşılması, para politikasının finansal istikrarı sağlama ve sürdürme şansını arttırır.

Merkez Bankalarının finansal istikrarı gözetmesinin *temelinde* finansal sistemin kendi içinde istikrarsızlık yaratma ve bu istikrarsızlığı etrafa yayma eğilimi yatmaktadır. Finansal piyasalardan kaynaklanan ve ekonominin tamamını durgunluğa sürükleyen krizler bu istikrarsızlıkların son aşamasıdır. İstikrarsızlıklara ve krizlere karşı mücadele edilmesi ve bu durumlar ile karşılaşılmasını için sistem içinde para politikası açısından tekel konumunda olan Merkez Bankaları rol üstlenmek zorundadırlar. Gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede Merkez Bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez Bankaları bu amacı gerçekleştirirken de ikincil amaç olarak finansal sistemin istikrarını göz önünde bulundurmaktadırlar. Yaşanan gelişmelere paralel olarak günümüzde, T.C. Merkez Bankasının asıl amacı da fiyat istikrarını sağlamak, bu amacı gerçekleştirirken de finansal sistemi izlemek ve finansal istikrarı gözetmektir. Bu nedenle TCMB para politikası sürecinde finansal sistem ve bu finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik olarak uygulamalar yer almaktadır. TCMB finansal istikrarı sağlama sürecinde ise etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu yürüten BDDK ile etkileşim halinde faaliyet göstermektedir.

Türkiye’de 1970’li yıllara bakıldığında para politikasının, fiyat istikrarına ve finansal istikrara yönelik politikalarından ziyade, kamu açıklarını ve enflasyonu finanse etmeye yönelik olarak kullanıldığı görülmektedir. 1980 İstikrar Tedbirlerinin de bu bağlamda ilk amacı, 1970’li yıllarda ekonomi ve para politikası üzerinde kısıtlayıcı ve etkinliği bozucu etkenleri ortadan kaldırmak, toplam talebi daraltıcı ve enflasyonu düşürücü etkiler yaratmaktır. Bu anlamda kamusal açıklarının ve kamu harcamalarının azaltılması, sıkı para ve maliye politikası ve piyasa güçlerine dayalı bir ekonomik yapılanma öngörülmüştür. Ayrıca liberal anlayışa göre ihracata dönük sanayileşme politikasına geçilmiş ve uluslararası sermayenin hareketlerini serbestleştirmeye yönelik kararlar ve teşvik tedbirleri alınmaya başlanmıştır. 1980’li dönemlere bütün olarak bakıldığında, finansal sistemin derinliğini arttırmaya yönelik düzenlemelerin dışında, sistemin etkinliğini arttırıcı gelişmelere ek olarak, sistemi serbest piyasa düzenine göre şekillendirmeye yönelik eylemlerin ve yeni finansal araçların geliştirildiği görülmektedir.

1980’li yıllarda finansal sistemin gelişmesini, derinleşmesini sağlayan ve etkin para politikası uygulamaları için zemin hazırlayan önemli gelişmeler olmuştur. Bu kapsamda Bankalar arası para piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. Açık piyasa işlemleri bu dönemde para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmış ve Devlet İç Borçlanma Senetlerinin ikinci el piyasası oluşturulmuştur. Döviz kuru rejimini daha liberal hale getirmiş, yabancı para birimine bağlı tasarruf imkanın sağlanmıştır. Bankalar arası para piyasasının hacmindeki artış ile birlikte, TCMB’ nin bu kanaldan para piyasasını faiz ve hacim açısından izlemesi ve yönetmesi mümkün olmuştur. TCMB’ nin açık piyasa işlemlerini kullanmaya başlaması ve bankalar arası para piyasasının işler hale gelmesi, TCMB’ nin para arzı üzerindeki gücünü arttırmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’da bu dönemde oluşturulmuştur. SPK’ nin kurulması ile kısa vadeli finansal araçlar çeşitlenmiş, İMKB’nin kurulması ise finansal araçların ikincil piyasası işlemlerinin gerçekleşmesine imkan vermiştir. Döviz Efektif Piyasası ve Altın Piyasası da yine bu dönemde oluşturulmuştur. Tek düzen hesap planına göre faaliyetlerini muhasebeleştirmeleri uygulaması ve bankaların bağımsız denetimden geçmesinin zorunlu kılınması ise sistemin denetimini ve analiz edilmesini kolaylaştırmıştır.

1980 öncesi kamunun güdümünde ve kamusal ağırlığın yüksek olduğu bankacılık kesiminde yaşanan gelişmelerden sonra, 1980'li yıllarda özel sektörün payı ve etkinliği artmaya başlamıştır. Para politikasının kısmi de olsa etkinliğinin artmaya başlaması, kanuni ve doğrudan amaçlanmamış olsa bile, kısa vadeli olarak fiyat istikrarına ve finansal sisteme yönelik uygulamaları mümkün kılmıştır. Hazine'nin doğrudan piyasaya yönelik olarak bono ve tahvil satışı uygulamasına başlanması bu dönemde etkinlik adına önemli bir adımdır. Bu uygulama ile para politikası kamusal açık finansmanı dışına çıkarılmaya başlanmıştır. TCMB'nin özerkliğinin sağlanmamış olması ile dönemin koşullarının tam olarak merkez bankacılığı ve etkin denetim – gözetim için uygun olmamasına rağmen bu tür gelişmelerin yaşanması, ileride finansal istikrara yönelik uygulamaları ve gerçek *merkez bankacılığı* için önemli *sinyaller* vermiştir. 1980'li yıllarda yapısal sorunların çözülememesi, kamusal açıkların devam etmesi ve kamu finansman sorunu ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan hızlı ve yüksek düzeydeki liberalleşme, TCMB ve para politikası için önemli kısıtlar olmuştur.

1990'lı yıllar TCMB için finansal piyasalarda oynaklıkların yüksek olduğu bir dönemin başlangıcı olmuştur. 1980'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı liberalleşme süreci, finansal piyasalarda oynaklıkların meydana gelmesine neden olmuştur. Konvertibl olan TL ve büyük oranda serbest bırakılmış faiz oranları altında sıcak para hareketleri 1990'lı yıllarda derinliği düşük olan döviz, para ve sermaye piyasalarında yüksek düzeyde oynaklıklar meydana getirmiştir. Bu gelişmeler, TCMB'nin para politikası uygulamalarını kapsamlı parasal program şeklinde değil, TL ve döviz piyasalarında yaşanan oynaklıkları ortadan kaldırmaya ve parasal büyümeyi kontrol altında tutmaya yönelik olarak kullanılmasına neden olmuştur. Ancak TCMB'nin finansal piyasalardaki oynaklıkları azaltmaya yönelik eylemleri ve bankalara likidite desteği sağlaması, Bankanın finansal sistemin istikrarına vermeye başladığı önemi ortaya koymaktadır. 1990 Para Programı ile birlikte kamuya açılan krediler sınırlandırılmış, kamunun harcamaları kısılarak açıkları küçültülmek istenmiştir. Ancak bu uygulama sadece sorunun şeklini değiştirmiş, KİT ve İDT kanalıyla kamunun özel kesimden borçlanmaya başlaması, faizlerin hızla yükselmesine, bankacılığın şeklinin değişmesine ve kamu açık finansmanı sorununun devam etmesine neden olmuştur.

Kamusal açık finansmanın sağlanamaması, kamusal açıkların kontrol altına alınamaması ve yüksek reel faizler nedeniyle kamunun TCMB kaynaklarını yoğun şekilde yeniden kullanmaya başlaması, piyasadaki likidite fazlası nedeniyle özellikle faizler ve kurlardaki oynaklıkların daha da artmasına ve 5 Nisan 1994 öncesi finansal sistemin risk altına girmesine neden olmuştur. Dönemin diğer sorunları ile birlikte kamu açığı ve açık finansmanın T.C. Merkez Bankası kaynakları ve para arzı üzerinde yarattığı baskı nedeniyle 1994 öncesi, Bankanın finansal istikrarı gözetecek şekilde finansal değişkenlerdeki oynaklıkları ortadan kaldırmaya yönelik uygulamaları net sonuçlar *verememiştir*. Bu sürecin sonunda hazırlanan 5 Nisan 1994 İstikrar Paketinin amacı da finansal istikrarın sağlanması için finansal piyasalardan kaynaklanan dalgalanmaların önlenmesi, TL'ye olan güven kaybının azaltılması, döviz olana yüksek talebin önüne geçilmesi, yüksek kamu açığına ve bu açığın finansmanına kalıcı çözümler bulunması olmuştur.

5 Nisan 1994'ten istikrar tedbirlerinden sonra 1998 yılına kadar izlenen politikalar ve 1998 yılı başında uygulanmaya konulan, enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmeyi hedefleyen enflasyonla mücadele programı ile birlikte TCMB bankacılık kesiminin açık pozisyonlarını azaltma ve finansal istikrarın oluşturulması anlamında başarılı uygulamalar yapabirmiştir. 1990'lı yıllar ile birlikte artık finansal piyasalarda yaşanabilecek istikrarsızlıkların yüksek enflasyon olgusu kadar önemli olduğu görülmeye başlanmıştır. Ancak Süregelen yapısal sorunların çözülememesi, KİT'lerden kaynaklanan görev zararları, kamu kesimi borçlanma gereğinin düşürülebilmesi ve kamusal açık finansman ihtiyacının azaltılamamasına bağlı olarak TCMB kaynaklarına yeniden yoğun olarak başvurulması, finansal istikrar anlamında yakalanan *kısmi* başarıyı tehdit etmeye devam etmiştir.

2000'li yıllara kadar pek çok kez kamusal açık finansmanından gerçek bir merkez bankacılığı için TCMB kurtarılmak istenmiş ancak başarılı olunamamıştır. Daha önceki programlar gibi 1999 enflasyonu düşürme programının temel amacı yine yüksek ve kronik enflasyon sorununu ve sürdürülemez hale gelen, TCMB ve finansal sistem için önemli bir problem olan kamusal finansman açığına bağlı olarak ortaya çıkan iç borçlanma sorununu çözmektir. Daha önceden de pek çok kez uygulanmaya çalışılan kamusal borçlanma gereğinin düşürülmesi ve TCMB kaynaklarının kamusal açık finansmanı dışa çıkarılmaya çalışılmasına yönelik olarak uluslararası rezervlere bir taban, net iç varlıklara ise bir tavan getirilmiştir. Aralık 1999 yılı enflasyonu düşürme programının döviz kuru çapalı para ve kur uygulaması, para politikasında yapılmak istenen dönüşüm ve finansal sistem istikrarının ne derece önemli hale geldiğini bir kez daha göstermiştir.

1990'ların sonunda yürürlüğü giren Yeni Bankalar Kanunu, TMSF' nin bankalara el koymasına yönelik düzenlemelerin yanında, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'nun (BDDK) kurulmasını içerdiği için de önemlidir. İlgili kanun bankacılık sektöründe rekabeti arttırmayı, uluslararası kriterleri uygulamayı ve bankacılık sektörünün şeffaf bir yapıya kavuşmasını amaçlamıştır. 1990'lı yıllar boyunca kolay olan yeni banka kurulmasının zorlaştırmak istenmesi, *siyasi iradenin* de artık finansal istikrarın önemini farkında ve bu konuda istekli olduğunun bir kanıtı olmuştur. Ancak Finansal sistemin önemli bir parçası olan bankacılık sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi konusunda bu dönemde de tek bir otorite oluşturulmamış, yetki dağınık kullanılmıştır. Yeni Bankacılık Kanunu ve BDDK' nın kurulmasının finansal sistem ve istikrar üzerine etkisi sonraki dönemlerde mümkün olmuştur.

1999 yılı enflasyonu düşürme programı ile birlikte ilk başta yakalanan başarı geçmiş dönemlerde olduğu gibi uzun sürmemiştir. Yakalanan kısmi istikrarın bozulmasında, bankacılık kesimine yönelik düzenlemelerin yapılmaya başlanmasına rağmen, finans sektörü ve özellikle bankacılık kesimi ön plana çıkmıştır. Para politikasının etkinliğini sağlama adına, TCMB kaynaklarının kamusal finansman aracı halinden kurtarılmaya başlanması, sorununun sadece şeklini değiştirmiştir. Kur riski altında bankaların açık pozisyonlarındaki artışa ek olarak, vade uyumsuzluğuna bağlı faiz ve likidite riski, bankalar üzerine yüklemiştir. Ayrıca bankacılık kesiminde önemli bir payı olan kamu bankalarına ait "görev zararları" finansal sistem ve kamu dengesi için önemli bir istikrarsızlık kaynağı olmuştur. Kamusal açıkların devamı ve finansmanı sorununa bağlı olarak finansal sistemde 1999 Enflasyonu Düşürme Programından önce oluşan ve daha sonrasında artan bu risklere, faizlerde oynaklığa neden olan yabancı sermaye giriş/çıkışlarının artmış olması ve mevduat sigortası uygulamasına bağlı ahlaki risk sorununun devam etmesi de eklenmiştir.

Sistemdeki likiditenin hızla azalması ile birlikte gecelik borçlanma faizlerinin hızlı yükselişi, 2000 Kasım tarihinde *kısmi* bir likidite krizinin yaşanmasına neden olmuştur. Finansal sistemin temelinde yer alan önemli sorunların varlığı altında, TCMB' nin finansal sisteme olan güvenin tesisi ve sistemde dönüşüm için yürüttüğü para ve kur programı, bu süreçte Bankaya esnek bir politika imkanı sağlamadığından, meydana gelen istikrarsızlığı arttırmıştır. Durum, Şubat 2001'de daha derin bir likidite ve bankacılık krizi halini almıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz süreçlerinde yaşananlar ve güven unsurunun kaybı ile birlikte Aralık 1999 Enflasyonu düşürme programı uygulanabilirliğini kaybetmiştir. IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ve yeni para politikası 14 Nisan 2001 Tarihinde kamuya duyurulmuş ve Mayıs 2001 Tarihinde ise uygulamaya koyulmuştur. Programda finansal istikrar ilk hedef, ikinci hedef ise enflasyonun düşürülmesidir. Ayrıca kamu finansman dengesinin sağlanması, finansal sistemin güçlendirilmesi ve finansal istikrarın sağlanması açısından gerekli görülmüştür. BDDK tarafından da "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı" kamuoyuna açıklanmış ve uygulamaya konulmuştur. Etkin denetim ve gözetim fonksiyonunu yürüten BDDK tarafından uygulanan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının önemli bir parçasını oluşturmuştur. Yapılan yasal ve kurumsal düzenlemelerin amacı, bankacılık sektörünün mali

yapısının güçlendirilmesi, BDDK tarafından etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun daha sağlıklı olarak yerine getirilmesi, sektörü oynaklıklara ve risklere karşı daha güçlü hale getirerek, etkin çalışmasını sağlamak olmuştur.

2001 yılına gelindiğinde, 1211 Sayılı TCMB Kanunu, bu çalışma için büyük önem arz eden önemli değişikliklere uğramıştır. Değişikliklerle her açıdan bağımsız bir TCMB yaratılmak istenmiştir. TCMB Kanununda değişiklik yapan Kanun da, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının ayrılmaz bir parçası olmuştur. Değişiklikle birlikte artık TCMB' nin ilk amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ayrıca TCMB, amaçlarına ulaşmada para politikası ve araçları üzerinde tek yetkili kurumdur. Finansal piyasalarda risklerin ve oynaklıkların arttığı dönemlerde likiditede yaşanan sıkışıklıkların önlenmesi ve istikrar sürecinin devamlılığı açısından TCMB tam donanımlı hale gelmiştir. Finansal sistem ve para politikası açısından önemli bir değişken olan faiz oranlarının istikrarlı hale gelmesi ve likidite kontrolüne yönelik TCMB' nin bu açıdan da tek otorite haline getirilmesi, finansal istikrarın sağlanmasına yönelik önemli bir adım olmuştur. TCMB' nin finansal istikrarı sağlaması sorumluluğuna yönelik ve doğrudan finansal istikrarın hedef alındığı, finansal istikrarı sağlayıcı ve sürdürücü önlemler alınmasına yönelik düzenlemeler de yapılmıştır. TCMB' nin kısa vadeli faiz aracı üzerindeki etkinliği Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile artırılmıştır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı ve en önemlisi T.C. Merkez Bankası Kanunu'ndaki değişiklikler, para politikası - finansal istikrar ilişkisi ve analizinde önemli bir dönüm noktası oluşturmaktadır. Para politikası ve finansal istikrar analizi için gerekli olan altyapıyı oluşturacak yenilikler ve T.C. Merkez Bankası Kanunu' undaki önemli düzenlemeler, bu dönemden itibaren uzun vadeli olarak para politikasının finansal istikrarı sağlayıcı ve sürdürücü politikalar yürütmesinin önündeki engelleri ortadan kaldırmaya ve dolayısıyla para politikasının etkinliğini arttırmaya başlamıştır. Bu noktada Türkiye ekonomisinde ödemeler sisteminin sağlıklı işlemesi, kredi piyasalarının fonksiyonlarını yerine getirebilmesi, bankaların yakından izlenmesi ve bilançolarının güçlendirilmesi, sistemdeki tasarruf sahiplerinin güvence altına alınması, finansal değişkenlerin izlenmesi ve gerekli görüldüğü hallerde para politikası ile müdahalelerde bulunulması vb. uygulamalar etkin bir para politikası kapsamında TCMB tarafından yürütülmektedir. TCMB' nin hem kanuni hem de uygulamalı olarak araç ve amaç bağımsızlığının sağlanması ile birlikte, finansal istikrar fiyat istikrarı amacından sonra ikincil amaç olmuş, finansal istikrarı oluşturacak ve sürdüreceği uzun vadeli para politikaları uygulamaları bu tarihten itibaren yürütmüştür. Özellikle kırılganlığın ve risklerin arttığı dönemlerde TCMB'nin yürüttüğü esnek ve pro-aktif para politikası uygulamaları önemlidir. Bu süreçte 2008 Global Finansal Kriz Sürecinde de TCMB'nin finansal stresi azaltıcı ve finansal istikrarı sürdürücü para politikası uygulamaları ön plana çıkmaktadır.

2001 sonrası dönemde, yapılan değişikliklerle birlikte para politikasının katı kurallardan kurtarılması ve esnek bir yapıya kavuşması, finansal istikrara yönelik politikalarda etkinliğe katkı sağlamıştır. 2001 yılında itibaren likidite ve faizler üzerinde kontrolün sağlanması, etkin likidite yönetimi, kısa dönemli faiz aracının iç ve dış gelişmelere ve enflasyon bekleyişlerine bağlı olarak kullanılması, finansal istikrarın gözetilmesi açısından anlamlıdır. Kısa vadeli faiz politikası, yaşanan oynaklıkların giderilmesi yönünde yoğun kullanılmıştır. bu kapsamda artık, TCMB para politikası uygulamalarının temelinde parasal büyüklükleri kontrol ederek enflasyon hedefini etkilemek yer almamakta, kısa vadeli faiz politikasının etkinliğini arttırmak yer almaktadır. Bu süreçte likiditenin kontrol sürecinde zorunlu karşılık oranları nispi önemini kaybetmeye başlamıştır. 2001 sonrası dönemde para politikasının kurumsallaştırılması, uygulamalarının öngörülebilmesi ve şeffaf hale getirilmesine yönelik yapılan yenilikler güven unsurunun sağlanması açısından önemli olmuştur. Bu gelişmeler 2008 Global Finansal Kriz sürecinde finansal istikrara yönelik para politikası uygulamalarına önemli katkılar yapmıştır.

TCMB' nin döviz rezervlerinin güçlü olması da finansal sistemde oluşan risklerin önlenmesi açısından önemli bir etken olmuştur. Serbest dalgalanmaya bırakılan döviz piyasalarında piyasanın asıl belirleyici olması istenmiş, daha önceden belirtildiği gibi aşırı oynaklıkları önleyecek şekilde müdahalelerde bulunulmuştur. Döviz likiditesi ve döviz piyasasının derinliğinde yaşanan daralmanın hem finansal istikrar hem fiyat istikrarı için bir risk olduğu gerçeğine dayalı olarak, para politikası döviz likiditesi sağlayacak şekilde kullanılmıştır. Bu politika özellikle risklerin arttığı dönemlerde ve 2008 Global Finansal Kriz sürecinde önemli olmuştur. Enflasyonla mücadele ile ilgili olarak da gelecek dönem enflasyona odaklanan para politikası izlenmiştir. Bu çerçevede çeşitli makro büyüklüklerin gelecek enflasyon üzerine etkileri göz önünde tutulmuştur. Ayrıca enflasyon gerçekleşmelerinin alt ve üst belirsizlik aralığının dışında kalması durumlarının nedenleri, "açık mektup" aracılığıyla kamuoyu ve hükümet ile paylaşılmıştır. Yıllık raporlar ve finansal istikrar raporlarına ek olarak, enflasyon raporları da şeffaflık, hesap verilebilirlik ve öngörülebilirlik açısından önemli uygulamalar olmuştur.

TCMB'nin finansal istikrarı sağlama ve sürdürmeye yönelik politikaları sonucu, piyasa katılımcılarının TCMB'ye güveninin yüksek olması, yürütülen politika ve stratejilerin piyasa tarafından kabul görmesine de katkı yapmıştır. Bu kapsamda TCMB'nin *öngörüsü* çerçevesinde 2010 öncesi dönemde uzunca bir süre politika faizlerini düşük tutmakta ısrarcı davranmasında haklı olduğu, reel ve finansal kesimde yaşanan canlanma sürecine bağlı olarak 2010 yılının ilk çeyreğinde anlaşılmıştır. Bu gelişme de son dönemde TCMB'nin kredibilitelerini daha da arttırmıştır. 14 Nisan 2010 yılında ise 2008 global finansal krizin etkilerini hafifletmesi sonucu, TCMB "Çıkış Stratejisini" açıklamıştır. Stratejinin amacı gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi para politikasının normalleştirilmesini sağlamak ve kriz derinleştiği dönemde alınan likidite önlemlerini geri çevirmek olarak açıklanmıştır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası, Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, TCMB ve para politikasında yapılan düzenlemeler ile birlikte finansal istikrarı sağlayıcı ve sürdürücü para politikası uygulamaları, finansal sisteme olan güvenin ve istikrarın sağlanması açısından önemli olmuştur. Bu süreçte bankaların aktif kalitesindeki iyileşme, önceki dönemlerden kaynaklanan açık pozisyonların kapanması, karlılık artışı ve sermaye yeterliliği anlamında iyi performans göstermeleri, finansal sağlamlık endeksinin artış trendine girmesine katkıda bulunmuştur. 2007 yılında finansal sağlamlık endeksi, sermaye yeterliliği alt endeksi, faiz riski alt endeksi ve likidite alt endeksinin düşmesine rağmen, Eylül 2008'e kadar yüksek seviyelerini korumaya devam etmiştir.

2009 yılında ise finansal sağlamlık endeksi 120 seviyesine yaklaşmış ve 2008'e göre kısmi artmıştır. 2009 yılında endeksin güçlü seyrinde sermaye yeterlilik, karlılık ve faiz riski endeksindeki artışlar önemlidir. 2010 yılında ise endekste sınırlı gerileme yaşanmıştır. Sınırlı geri çekilme üzerinde karlılık ve sermaye yeterlilik oranındaki azalma etkilidir. 2011 yılında ise endekste sınırlı gerileme devam etmiş, endeks Eylül ayında 118,5 değerini almıştır. Endeks değerinin azalmasında yine karlılık ve sermaye yeterlilik oranındaki azalış etkilidir. Ancak likidite oranlarındaki azalış da etkili olmuştur. Ancak her üç oran da sağlıklı yapısını sürdürmüş, sermaye yeterlilik ve likidite oranları asgari oranların üstünde kalmıştır. 2001 tarihinden itibaren finansal sağlamlık endeksinde tüm dönem boyunca bakıldığında, dalgalanmalara bağlı olarak kısa dönemli düşüşlerden sonra endeksin hızla toparlanması, bankacılık kesiminin dolayısıyla sistemin daha sağlıklı ve dalgalanmalara karşı daha dayanıklı olduğunu göstermektedir. Bu dayanıklılığın oluşmasında bankacılık sektörüne yönelik yeniden yapılandırma uygulamaları ve TCMB'nin özellikle 2001 ve 2008 sonrası dönemde finansal istikrara yönelik yürüttüğü *etkin, duruma göre pro-aktif ve esnek* para politikası uygulamaları önemlidir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın finansal istikrarı sağlama gücüne yönelik oluşturulan faiz düzleştirme modeli 4.40 ve 4.41'de gösterilmiştir. 4.42 ve 4.43 nolu model tahmin sonuçlarına bakıldığında, bulunan değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu

görülmektedir. Bulunan parametrelere bağlı olarak tahmin edilen faiz oranı, gerçekleşen faiz oranındaki değişimi açıklama gücüne sahiptir. Şekil 4.7’de de görülen bu durum, 4.43 nolu modelde kullanılan değişkenlerin faiz serisinin hareketini açıklamakta anlamlı ve önemli olduğunu göstermektedir. Kullanılan değişkenlerin işaretlerine bakıldığında ise, işaretlerin önceden verilmiş beklentilerle uyumlu olduğu görülmektedir.

4.42 nolu denklemde verilen “ p ” katsayısını yorumu, yapılan bu çalışmanın en önemli noktasını oluşturmaktadır. 4.42 nolu denklemde gösterildiği üzere, yapılan tahmin sonucunda P katsayısının değeri 0.91 olarak bulunmuştur. Faiz düzleştirme katsayısı P ’nin 0.91 gibi yüksek bir değer vermesi kısa vadeli faiz serisinin yüksek oranda bir önceki dönemki değerini takip ettiği, ondaki hareketi taşımakta olduğunu göstermektedir. Bu da istikrarlı bir faiz serisi anlamına gelmekte ve piyasa oyuncularına bu sinyali vermektedir. Arzu edilen faiz oranı serisindeki değişimin ise sadece 0.09 puanlık kısmı ilgili dönemde kısa vadeli faizlere yansıtılmaktadır. Diğer dönemlerde ise her dönem değişimin 0.09’lik kısmı yansıtılmakta ve en sonunda tüm değişim 10 ay (dönem) sonunda yansıtılmış olmaktadır. Yani bu dönemde TCMB kısa vadeli faiz oranları yüksek oranda düzleştirmiştir.

Tahmin sonucunda modelin bir bütün olarak anlamı sonuç vermesi ve 0,91 gibi yüksek bir P katsayısı bulunması, ilgili dönemde TCMB’ nin finansal istikrarı amaçladığını ve sürdürmeye çalıştığını göstermektedir. ek olarak P katsayısının 0,91 çıkması ise faiz düzleştirme kuralının tüm dönem boyunca güçlü ve etkin olarak uygulandığını göstermektedir. Ayrıca tahmin edilen faiz oranı serisinin gerçek faiz serisini yüksek oranda açıklaması, yapılan çalışmanın sağlıklı olduğuna yönelik önemli bir kanıttır. Bu sonuç TCMB’ nin finansal istikrara sağlama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. TCMB’ nin finansal stresi, oynaklıkları ortaya koyacak şekilde kısa vadeli faiz politikası yürütmesi, meydana gelen stres ve oynaklıkları azaltmaya yönelik faiz düzleştirme kuralına uygun hareket etmesi ise, ilgili dönemde finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına çok önemlidir. Ulaşılan sonuç, BDDK’nın etkin denetim ve gözetime yönelik uygulamaları, TCMB’nin finansal istikrarı sağlamaya ve sürdürmeye yönelik yürüttüğü para politikası uygulamaları ve finansal sağlamlık endeksi ile değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarın sağlandığını ve sürdürüldüğünü söylemek mümkündür.

2008 Global Finansal Kriz süreci Türkiye ekonomisini de olumsuz etkilemiştir. Krizin ABD ve AB ülkelerinde yoğunlaşması Türkiye’nin ihracatında büyük düşüşler yaşanmasına neden olmuştur. Bu anlamda dış talepteki hızlı düşüş Türkiye ekonomisinde yaşanan küçülmenin en önemli nedeni olmuştur. Türkiye’de özellikle reel ekonomi, kriz ve dolayısıyla global durgunluktan yüksek oranda etkilenmiştir. Türkiye’de yaşanan süreç bir kriz değil dış talepteki daralmaya ve uluslararası finansal piyasalardaki dalgalanmalara bağlı bir küçülme – durgunluktur. Önemli olan dış kaynaklı olan bu krizi en az zararla atlatabilmektir.

Reel sektördeki aşırı dalgalanma ve sanayi üretimindeki düşüşün çalışma açısından önemi ise Türkiye’de yakalanan finansal istikrara zarar verebilme ihtimalidir. Kredi geri dönüşlerinde sorun yaşanması ihtimali finansal istikrar açısından önemli bir risk faktörüdür. ABD ve AB ülkelerindeki finansal kurumların likiditeye ve sermayeye olan ihtiyaçları ile karlı pozisyonlarından çıkmak zorunda kalmaları da Türk finansal kesimi açısından diğer bir sorundur. Bunun dışında Türkiye de bankalar sağlıklı bir bilanço yapısı içindedir. Yaşanan kriz sürecinde gelişmiş ülkelerde yaşanan likidite ve toksik varlık sorunu Türk bankacılık sektöründe meydana gelmemiştir. Ayrıca bankacılık sektörünün sermaye yapısı güçlü, karlılığı devam eden, aktif kalitesi yüksek ve açık pozisyonları çok düşük seviyede seyretmektedir. Hane halkı, özel sektör ve kamu kesimi varlık – yükümlülük dengesi de kriz sürecinde genel olarak güçlü bir yapı sergilemektedir. Bu faktörler kriz süreci ve sonrası için Türkiye ekonomisi açısından önemli avantajlardır. *Türkiye ekonomisinde şu an, daha önceki kriz dönemlerindeki gibi, tipik reaksiyonların finansal sistem içinde görülmediğine dikkat etmek gerekmektedir.*

Bu süreçte alınacak önlemlerin bir ana programın parçası şeklinde olması da güven unsuru ve belirsizliğin azalması açısından önemlidir. Güven unsuru ve bankalar ile iletişimin güçlü tutulmasına yönelik olarak TCMB' nin bankalara yönelik belli bir fon ayırması da gerekmektedir. TCMB kısa vadeli faiz politikasında ısrarlı olduğu ve kısa vadeli faizleri düzleştirme eğiliminde olduğu sinyalini net olarak vermeye de devam etmelidir. Krizin etkileri azalınca kadar mevduatlara güvence verilmesi, zorunlu karşılık politikası ve zorunlu karşılıklarda vade ve para birimine göre çeşitlendirme önemli bir uygulamadır. Bu süreçte üzerinde ayrıntılı durulan, TCMB'nin *etkin, pro-aktif ve esnek para politikası uygulamaları ile stratejilerine* devam etmesi de istikrarlı yapının devamı açısından kritiktir. Kredi sisteminin işler ve likidite ile kredi kanallarının açık kalması adına TCMB'nin uygulamaları kadar bankacılık kesiminin aktif rol üstlenmesi de önemli olacaktır. Bu doğrultuda BDDK'nın etkin denetim ve gözetim faaliyetini sağlıklı sürdürmesi de gerekmektedir. Maliye politikasının *gelişmelere* bağlı olarak daraltıcı veya genişletici özellik göstermesi de önemlidir. Yürütülen maliye politikasının yarattığı etkiye bağlı olarak derecesinin ayarlanması da bu süreçte önemlidir. Özellikle kredi ödeme sıkıntısı içinde olan sektörlerle yönelik çeşitli vergi indirimleri, sorunlu şirketlerin kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması, ihracata yönelik çeşitli teşvik uygulamaları gerekmektedir. Reel piyasalarda toplam talepteki daralma, düşük gelir grubu kesime yönelik ilave gelir artırıcı yöntemlerle geçiş döneminde azaltılabilir. Son olarak, ABD ve AB kaynaklı olan bu finansal krizin Türkiye dış ticareti üzerindeki daraltıcı etkisi, farklı ülkeler ile dış ticaret ilişkisi içine girilmesi ile kısmen azaltılabilir.

Krizin etkilerinin ortadan kalkmaya başlaması ve dolayısıyla dış talepten kaynaklanan daralmanın azalması ile birlikte, reel sektördeki kısmi durgunluk ortadan kalkmaya başlayacaktır. Göstergelerin ve reel değerlerin aşağı düşüş hızı ile yukarı dönüş hızı farklı olmaktadır. Aşağı gidiş genelde hızlı ancak yukarı dönüş genelde yavaş olmaktadır. Bu nedenle canlanma sürecinin çok hızlı olmasını beklemek gerçekçi olmayacaktır. Uluslararası finansal piyasalarda likiditenin artışı ve risk alma eğilimlerinin artışı ile birlikte TL yatırım araçlarına dönüş yeniden ve hızlı olacaktır. Yaşanan kriz dış kaynaklı olduğundan *ana* çözümlerde yine dış kaynaklı olacaktır. Daha önce vurgulandığı gibi önemli olan kriz sürecini *en az* zararlarla atlatabilmektir. Bu bakımdan, TCMB finansal istikrarı sürdürmeye yönelik etkin, pro-aktif ve esnek para politikası uygulamaları ile kısa vadeli faizleri düzleştirmeye yönelik faiz politikasına devam etmelidir. Para ve faiz politikaları sürecinde TCMB' nin etkin denetim ve gözetim fonksiyonuna katılım halinde olması, finansal istikrarın sürdürülmesi açısından yine önemli olacaktır. 2001 sonrası dönem bir bütün olarak düşünüldüğünde, TCMB' nin finansal istikrara yönelik etkin para politikası uygulamaları, faiz düzleştirme kuralının TCMB kısa vadeli faiz politikası için geçerli olması, etkin denetim – gözetim fonksiyonunun BDDK ile birlikte sürdürülmesi paralelinde, Türk finansal sisteminin 2001 öncesine göre daha az kırılgan olduğunu ve dalgalanmalara karşı daha dirençli olduğunu söylemek mümkündür. 2008 Global Finansal Kriz süreci de finansal sistemin güçlü yapıda olduğunu ve sistemin unsurlarının bu yapıyı sürdürecektir güçte olduğunu ortaya koyan önemli bir gelişme olmuştur.

Kaynakça

- Ahearne, Garnon ve Haltmaier Kamin "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in The 1990's" **International Finance Discussion Paper**, Board of Governors of The Federal Reserve System, Haziran 2002.
- Amato, Jeffery D. ve Thomas Laubach, "The Value of Interest-Rate Smoothing: How The Private Sector Helps The Federal Reserve", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol. 84, No. 3, 1999, ss. 47-64.
- Anderson, T.W. and C. Hsiao "Estimation of Dynamic Models with Error Components", **Journal of American Statistical Association**, Vol. 76, No. 375, 1981, ss. 598-606.
- Arellano, Manuel ve S. Bond "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", **Review of Economic Studies**, Vol. 58, 1991, ss. 277-297.
- Avery, C. ve P. Zemsky "Multidimensional Uncertainty and Herd Behaviour in Financial Markets", **American Economic Review**, Vol. 88, 1998, ss. 724-748.
- Balduzi, Pierluigi, Giuseppe Bertola and Silverio Foresi, "A Model of Target Changes and The Term Structure of Interest Rates", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 39, 1997, ss.222-249.
- Baltagi, Badi H., **Econometrics Analysis Of Panel Data**, Third Edition, England: John Wiley & Sons Ltd. 2005.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, "**BDDK Tanıtım Kitapçığı**", Ankara, Aralık 2008.
- BDDK, "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı", 15 Mayıs 2001. http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf (15 Aralık 2008).
- BDDK, "Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması: Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı, Gözden Geçirilmiş Düzenleme", Haziran 2004. http://www.bddk.org.tr/turkce/Basel-II/1249Basel%20II%20Cevirisi-14102005-16_19.pdf (10 Aralık 2008).
- Bean Charlie, Nigel Jenkinson ve Patricia Jackson, "Perfect Partners or Uncomfortable bedfellows? On The Nature of The Relationship Between Monetary Policy and Financial Stability", **Bank of England Quarterly Bulletin**, 2006, ss. 203-209.
- Behzad T. Diba ve Herschel I. Grossman, "Rational Asset Price Bubbles", **NBER Working Paper Series**, No. 1059, 1983.
- Bernanke, Ben ve Gertler, Mark, "Financial Fragility and Economic Performance", **NBER Working paper** No.2318, 1987.

- Bernanke, Ben ve Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Market Volatility", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol. 84, 1999, ss. 17-52.
- Binay Şükrü ve Kürşat Kunter, "Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü (1980-1997)", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü**, Aralık 1998, <http://www.tcmb.gov.tr/%7eresearch/discus/dpaper2.html>
- Binay, Şükrü ve Kürşat Kunter, "Türkiye'de Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997", **İşletme Finans Dergisi**, Ocak 1999, ss. 24-46.
- Bordo, Michael D. ve David C. Wheelock, "Price Stability and Financial Stability: The Historical Record", **Federal Reserve Bank of ST. Louis**, Review Eylül/Ekim 1998, ss. 41-62.
- Bordo, Michael, Bruce Mizrach, ve Anna Schwartz, "Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons From History", **NBER Working Paper** No. 5371, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, 1995.
- Borio Claudio ve Phillip Lowe, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring The Nexus", **BIS Working Papers**, Temmuz 2002.
- Borio, Claudio "The Search for The Elusive Twin Goals of Monetary and Financial Stability", **Conference on Central Banking and Financial System, National Bank of Poland**, 7-8 Ekim 2004.
- Borio, Claudio, "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?", **National Institute Economic Review**, Vol. 192, 2005, ss.84-101.
- Borio, Claudio, English William ve Andrew Filardo, "A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?", **BIS Working Paper**, No.127, 2003.
- Borio, Claudio, Furfine, Craig ve Philip Lowe, "Pro-Cyclicality of The Financial System and Financial Stability: Issue and Policy Options", **BIS Papers** 1, Mart, 2001.
- Brousseau, Vincent ve Carsten Detken, "Monetary Policy and Fears of Financial Instability", **European Central Bank Working Paper Series**, No:89, Kasım 2001.
- Bullard, James ve Kaushik Mitra, "Determinacy, Learnability, and Monetary Policy Inertia", **Federal Reserve Bank of St. Louis**, Working Paper No: 200-030a, Kasım 2000.
- Calomiris Charles ve Charles Kahn, "The Efficiency of Self-Regulated Payment Systems: Learning from The Suffolk System", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 28, No.4, 1996, ss. 766-97.
- Caprio, Gerard, "Banking Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises", **The World Bank, Policy Research Working Paper**, No:1979, 1998.
- Castelnuovo, Efrem, "Taylor Rules, Omitted Variables, and Interest Rate Smoothing in The US.", **Economic Letters**, Vol.81, 2003, ss. 55-59.

- Chand, John, Alexandra Lai, Mark Illing ve Fred Danial, "Financial Stability As a Policy Goal in Essays on Financial Stability", **Bank of Canada Technical Report**, No. 95, Eylül 2003, ss. 3-4.
- Clarida, Richard, Jordi Gali ve Mark Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.115, 2000, ss. 147-180.
- Clarida, Richard, Jordi Gali ve Mark Getrler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", **Journal of Economic Literature**, Vol. 37, 1999, ss. 1667-1707.
- Cobham, David, "Why Does The Monetary Policy Committee Smooth Interest Rates?", **Oxford Economic Papers**, Vol. 55, 2003, s. 479.
- Colombo Luca ve Gianluca Femminis, "The Social Value of Public Information With Costly Information Acquisition", **Economic Letters**, Vol. 100. 2008, ss. 196-199.
- Crockett, Andrew, "In Search of Anchors for Financial and Monetary Stability", **SUERF Colloquim**, Vienna, Nisan 2000.
- Crockett, Andrew, "Marrying The Micro and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability", **Eleventh International Conference of Banking Supervisors**, In Basel, 20-21 Eylül, 2000.
- Crockett, Andrew, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", in **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, ss. 7-36
- Cukierman, Alex, (1991), "**Why does The FED Smooth Interest Rates?**", in Monetary Policy on The 75th Anniversary of The Federal Reserve System, Boston/Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers, 1991, ss. 111-144.
- Çolak, Ömer Faruk, "**Finansal Piyasalar ve Para Politikası**", Ankara: Gazi Kitapevi, 5. Baskı, 2007.
- De Bondt, Gabe, "Interest Rate Pass-Through: Empirical Results for Euro Area", **German Economic Review**, Vol:6, 2005, ss.37-78.
- Deutsche Bundesbank, "Report on The Stability of The German Financial System", **Monthly Report**, Frankfurt, Aralık 2003.
- Devenow, Andrea ve Ivo Welch, "Rational Herding in Financial Economics", **European Economic Review**, Vol. 40, 1996, ss. 603-615.
- Diamond Douglas ve Philip Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", **Journal of Political Economy**, Vol. 91, No.3 1983, ss. 401-19.
- Doornik, Jurgen A. ve David F. Hendry, **Econometric Modeling Using PcGive 10 Volume III**, Timberlake Consultants Ltd., London, 2001.

- Dotsey, Michael, Christopher Otrok, "The Rational Expectations Hypothesis of The Term Structure, Monetary Policy and Time-Varying Term Premia", **Economic Quarterly**, Federal Reserve Bank of Richmond, 1995, ss. 65-81.
- Drew, Aaron ve L. Christopher Plantier, "Interest Rate Smoothing in New Zealand and Other Dolar Bloc Countries", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series**, DP2000/10, 2000.
- Driffill John, Zeno Rotondi, Paolo Savona, Cristiano Zazzara, "Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?", **Journal of Financial Stability**, Vol.2, 2006, ss. 95-112.
- Duisenberg, Wim F., "The Contribution of The Euro to Financial Stability", **Globalization of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe**. 2001.
- Eichengreen, Barry ve Ricardo Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility", **New Challenges for Monetary Policy**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, ss. 329-368.
- Eichengreen, Barry, "Financial Stability", **International Task Force on Global Public Goods**, Ocak 2004.
- Eijffinger, Sylvester, Eric Schaling, ve Willem Verhagen, "A Theory of Interest Rate Stepping: Inflation Targeting in A Dynamic Menu Cost Model", **Discussion Paper**, No. 71, Tilburg University, Center for Economic Research, 1999.
- English, W., Nelson, W., Sack, B., "Interpreting The Significance of The Lagged Interest Rate in Estimated Monetary Policy Rules", **Contributions to Macroeconomics**, Vol.3, 2003, ss.1-16.
- Erçel Gazi, "Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", **İşletme Finans Dergisi**, Aralık 1996, ss. 5-11.
- Erdönmez, Pelin Ataman, "Ekonomik Kriz Sonrası Kurumsal Yeniden Yapılandırma Süreci", **Bankacılık Dergisi**, Sayı 43, 2002, ss. 67-82.
- Erdönmez, Pelin Ataman, "Fiyat İstikrarı Yeterli midir?", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:59, 2006, ss. 116-125.
- Ertürk, Emin, "**Döviz Ekonomisi**", İstanbul: Der Yayınları, 1. Baskı, 1994.
- Estrella, Arturo ve Frederic S. Mishkin, "Rethinking The Role of NAIRU in Monetary Policy: Implication of Model Formulation and Uncertainty", **NBER Working Paper**, No. 6518. Nisan 1998.
- Ferguson, Roger W, "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" **Conference at The IMF in Washington D.C.**, Eylül 2002, ss.16-37.
- Fischer, Stanley, "Central Banking: Challenges Ahead: Maintaining Price Stability", **Finance and Development**, Aralık 1996, ss.34-37.

- Gai, Prasanna ve Chay Fisher, "Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Winter 2005, ss. 440-451.
- Gai, Prasanna, "Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Aralık 2005. ss. 440-452.
- Gerlach- Kristen, Petra, "Interest- Rate Smoothing: Monetary Policy Inertia or Unobserved Variables?", **Contributions to Macroeconomics**, Vol.4, No.1, 2004, ss. 1169-1186.
- Golstein, Morris ve Philip Turner, "Controlling Currency Mismatches in Emerging Market Economies: An Alternative to the Original Sin Hypothesis", Unpublished Manuscript, **Institute of International Economics**, Ağustos 2003.
- Goodfriend, Marvin, "Interest Rates and The Conduct of Monetary Policy", **Carnegie-Rochester Series on Public Policy**, Vol. 34, 1991, ss.7-30.
- Goodfriend, Marvin, "Interest-Rate Smoothing and Price Level Trend-Stationarity", **Journal of Monetary Economics**, Vol.19, No. 3, 1987, ss. 335-348.
- Goodhart, Charles, "Central Bankers and Uncertainty", **Quarterly Bulletin**, Bank of England, Vol. 39, 1999, ss.102-115.
- Goodhart, Charles, "Why Do The Monetary Authorities Smooth Interest Rates?", **European Monetary Policy**, S. Collignon Edition, Pinter, Washington, DC, 1997, ss.119-178.
- Gorton, Gary, "Banking panics and Business Cycles", **Oxford Economic Papers**, Vol:40, ss.751-781.
- Greene, William H., **Econometric Analysis**, New Jersey: Prentice Hall International, Third Edition, 1997.
- Greene, William H., **Econometric Analysis**, NewYork: Prentice Hall, 5 th. Edition, 2002.
- Greenspan, Alan "Economic Volatility", **Federal Reserve Bank of Kansas City**, Ağustos 29-31, 2002.
- Greenspan, Alan "Remarks to 32nd Annual Conference on Bank Structure and Competition", **Federal Reserve Bank of Chicago**, Mayıs, No:58, 1996.
- Greenspan, Alan, "Do Efficient Markets Mitigate Financial Crises?", **Financial Markets Conference**, The Federal Reserve Bank of Atlanta, 1999.
- Gropp, Reint ve Jukka Vesala, "Deposit Insurance and Moral Hazard: Does The Counterfactual Matter?", **ECB Working Paper**, Mart, 2001, Vol 47.
- Gujarati, Damodar N., **Temel Ekonometri**, İstanbul: Literatür Yayınları:33, 2. Baskı, 2001.
- Güloğlu, Bülent, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri", **Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı 1**, Eylül-Ekim 2001.

- Günel Mehmet, **Para Banka ve Finansal Sistem**, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 1. Baskı, 2006.
- Haldane, Andrew G., Glenn Hoggarth ve Victoria Saporta, "Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at The Bank of England", **Publised in Marrying the Macro Prudential Dimensions of Financila Stability**, BIS Papers, No.1, 2001.
- Hamilton, James D., **Time Series Analysis**, New Jersey: Princeton University Press, Princeton, 1994.
- Hansen, Lars P., "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators", **Econometrica**, 1982, ss.1029-1054.
- Harvey, Andrew, **The Econometric Analysis of Time Series**, Cambridge: The MIT Pres, 2 nd. Edition, Mass, 1990.
- Hayashi, Fumio, **Econometrics**, Princeton: Princeton University Press, 1997.
- Heinemann, Frank ve Gerhard Illing "Speculative Attacs: Unique Sunspot Equilibrium and Transparency", **Journal of International Economics**, Vol. 58, No.2, 2002, ss. 429-450,
- Herrero, A. Garcia ve Pedro Del Rio "Financial Stability and The Design of Monetary Policy", **Working Paper**, The American University of Paris, No.17, 2003.
- Hodrick, J. Robert ve Prescott C. Edward "Post-War Business Cycles: An Emprical Investigation", **Northwestern University Discussion Paper**, No:451. 1981.
- Houben, Aerdt, Jan Kakes ve Garry Schinasi, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, 04/101, 2004.
- Issing, Otmar, "Central Bank Independence and Monetary Stability", **The Institute of Economic Affairs**, Occasional Paper No: 89, 1993.
- Issing, Otmar, "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off", **Conference on Monetary Stability, Financial Stability and Business Cycle**, Bank for International Settlements, Basle, Mart 28-29, 2003.
- İpeker, Melih, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü", **TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü**, Uzmanlık Tezi, 22 Mart 2002, Ankara.
- Judd, John ve Glenn Rudebusch, "Taylor Rule and The Fed: 1990-1997", **Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco**, 1998, ss. 3-16.
- Kaminsky, Graciela L. ve Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", **International Finance Discussion Papers**, Board of Governors of The Federal Reserve System, No.544, 1996.
- Kandiller, Rıza, "1990'lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi", **Hazine Dergisi**, Temmuz 1997, Sayı 7.

- Karluk, S. Rıdvan, “**Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Gelişim**”, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 5. Baskı, 1997.
- Kesriyeli, Mehtap, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Müdürlüğü**, Yayın No: 97/4, Ankara, Mart 1997.
- King, Mervyn, Challenges for Monetary Policy: New and Old, **New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 27 Ağustos 1999.
- Krueger, Anne, “Conflicting Demands on The International Monetary Fund”, **American Economic Review**, Vol.90, No.2, 2000, ss.38-42.
- Kumcu, Ercan, **İstikrar Arayışları**, İstanbul: Doğan Kitapçılık, 1. Baskı, 2000.
- Large, Sir Andrew, “Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World”, **Financial Stability Review**, London: Bank of England, Aralık 2003, ss. 170-74.
- Levin, Andrew, Volker Wieland and John Williams, **Robustness of Simple Monetary Policy Rules Under Model Uncertainty**, Monetary Policy Rules, Chicago: Chicago University Pres, John B. Taylor Edition, 1999, ss. 263-299.
- Llewellyn, David T., “An Analysis of the Causes of Recent Banking Crises”, **The European Journal of Finance**, Volume 8, Number 2, Haziran 2002, ss. 152-175(24).
- Lowe, Philip ve Luci Ellis, “The Smoothing of Official Interest Rates”, **Reserve Bank of Australia, Monetary Policy and Inflation Targeting**, 1997. ss. 286-312.
- Mankiw, N. Gregory, ve Jeffrey A. Miron, “The Changing Behavior of The Term Structure of Interest Rates”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol.101, 1986, ss. 211-228.
- Masanao Aoki, "Modeling Aggregate Behavior and Fluctuations in Economics: Stochastic Views of Interacting Agents" **UCLA Economics Online Papers**, 142, UCLA Department of Economics. 2001.
- Miron, Jeffrey, “Financial Panics, The Seasonality of The Nominal Interest Rate, and The Foundign of The Fed”, **American Economic Review**, Vol. 76, No.1, ss. 125-40.
- Mishkin, Frederic S., “Understanding Financial Crises: A Developing Country’s Perspective”, **NBER Working Paper**, National Bureau of Economic Research, No. 5600, Cambridge, Mass, 1996.
- Mishkin, Frederic S., **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson Addison Wesley, 7. Baskı, 2004.
- Mishkin, Frederic, “Financial Stability and Globalization: Getting It Right”, Central Banks in The 21st. Century, **International Conference, Banco de Espana**, 8-9 Haziran 2006, ss.215-253.
- Montoro, Carlos, “Why Central Banks Smooth Interest Rates? A Political Economy Explanation”, **Central Reserve Bank of Peru Working Paper Series**, Ocak 2007.

- Newey, Whitney K. ve Kenneth D.West, "Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments Estimation", **International Economic Review**, Vol. 28, No. 3 Ekim 1987, ss. 777-787.
- Orphanides, A., Wieland, V., "Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero", **Finance and Economics Discussion Series**, Board of Governors of The Federal Reserve System, No.35, 1998.
- Orphanides, Athanasios ve Volker Wieland, "Efficient Monetary Policy Design Near Price Stability", **Journal of The Japanese and International Economies**, Vol. 13, 2000, ss. 327-365.
- Orphanides, Athanasios, "Taylor Rules", **FEDS Working Paper**, No.18, 2007. ss.1-13.
- Orphanides, Athanasios, "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule", **Journal of Monetary Economics**, Vol.50, No.5, Temmuz 2003, ss. 983-1022.
- Orphanides, Athanasios, "Monetary Policy Evaluation with Noisy Information", **Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series Paper**, No. 50, Kasım 1998.
- Orphanides, Athanasios, "Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from The Trenches", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.2. 2004. ss. 151-175.
- Özer, Mustafa., **Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları: No:1096, 1999.
- Özince, Ersin, "Finansal İstikrar, Basel II ve Bankalar Açısından Etkileri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 53, 2005, ss. 18-22.
- Padoa Schioppa, Tommaso, "Financial Supervision: Inside or Outside Central Banks", **Financial Supervision in Europe**, Cheltenham: Edward Elgar, 2003. ss. 160-177.
- Padoa-Schioppa, Tommaso, Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between, **Second ECB Central Banking Conference, "The Transformation of The European Financial System"**, 24-25 Ekim 2002. ss. 269-310.
- Papademos, Lucas, "Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy", **Vice President of The ECB at The Third Conference of The Monetary Stability Foundation on "Challenges to The Financial System – Ageing and Low Growth"**, Frankfurt, 7 Haziran 2006.
- Parasız, İlker, **Para Politikası Türkiye Uygulaması**, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, 1. Baskı, 1998.
- Parasız, İlker, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa: Ezgi Yayınları, 6. Baskı, 1997.
- Parasız, İlker, **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitapevi, Temmuz 2007.

- Peersman, Gert ve Smets Frank, "The Taylor Rule: A Useful Monetary Policy Benchmark For The Euro Area?", **International Finance**, Vol. 8, ss. 85-116.
- Rigobon, R. ve Sack, B., "Measuring The Reaction of Monetary Policy to The Stock Market", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, 2003, ss.639-669.
- Rotondi, Zeno ve Giacomo Vaciago, "The Fed's Reaction to Asset Prices", **Rivista Di Politica Economica**, Vol. 3, No. 4, 2005, ss. 221-243.
- Rudebusch Glenn D., "Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia", **Journal of Monetary Policy**, Vol. 49, 2002, ss.1161-1187.
- Rudebusch, Gleen D., "Federal Reserve Interest Rate Targeting, Rational Expectations and The Trem Structure", **Journal of Monetary Economics**, Vol.35, 1995, ss.245-274.
- Rudebusch, Glenn D., "Is The Fed Too Timid?", **Review of Economics and Statistics**, Vol. 83, ss. 203-217.
- Sack, Brian ve Volker Wieland, "Interest Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Revivew of Recent Empirical Evidence", **Journal of Econoimcs and Business**, Vol.52, 2000, ss. 205-228.
- Sack, Brian, "Extracting the Exwected Path of Monetary Policy From Futures Rates", **Journal of Futures Markets**, Vol. 24, 2004, ss. 733-755.
- Sack, Brian, "Uncertainty, Learning and Gradual Monetary Policy", **FEDS Working Paper**, Federal Reserve Board, 1998, No.34.
- Saunders, Anthony ve Berry Wilson, "Contagious Bank Runs: Evidence from The 1929-1933 Period", **Journal of Financial Intermediation**, Vol.5, No.4, 1996, ss. 409-23.
- Schinasi, Garrj J., "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper**, No.04/187, 2004.
- Schinasi, Garrj J., "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", **IMF Working Paper**, No. 03/121, 2003.
- Schwartz, Anna J., "Financial Stability and Federal Safety Net", **Restructuring Banking and Financial Services in America**, **American Enterprise Institute**, 1988, ss. 34-62.
- Schwartz, Anna J., "Why Financial Stability Depends on Price Stability", **Economic Affairs**, 1995, ss.21-25.
- Serven, Luis ve Guillermo Perry, "Argentina's Macroeconomic Collapse: Cause and Lessons", **Unpublished Manuscript**, The World Bank, Eylül 2003.
- Sinclair Peter J.N. "Central Banks and Financial Stability", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Kasım 2000. ss. 377-391.
- Svensson Lars, "Monetary Policy and Real Stabilization", **The Symposium of Federal Reserve Bank of Kansas City**, Ağustos 29-31, 2002.

Şahin, Hüseyin, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi, 5. Baskı, 1998.

Tarı, Recep, **Ekonometri**, İzmit: Kocaeli Üniversitesi Yayın, No:172, 3. Baskı, 2005.

Taylor, John B., "Discretion Versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, North-Holland, No.39, 1993, ss.195-214.

TC. Başbakanlık DPT, **6. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, No:2169, 1989, ss.172.

TCMB, "**Finansal İstikrar Raporunun Tanıtımına İlişkin Basın Toplantısı; Başkan Dursun Yılmaz'ın Konuşması**", 4 Aralık 2006, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/FinansalIstikrarRaporuIII.php>(16Kasım 2008).

TCMB, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 14 Nisan 2001. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf (2 Ocak 2009).

TCMB, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu' nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25/04/01 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler", 25 Nisan 2001. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacik.html> (20 Aralık 2008).

TCMB, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu", 14/01/1970. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html> (5 Aralık 2008).

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:1, Ağustos 2005.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:2, Haziran 2006.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:3, Aralık 2006.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:4, Mayıs 2007.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:5, Kasım 2007.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:6, Mayıs 2008.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:7, Kasım 2008.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:8, Mayıs 2009.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:9, Kasım 2009.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:10, Mayıs 2010.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:11, Aralık 2010.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:12, Mayıs 2011.**

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu, Sayı:13, Kasım 2011.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2001.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2002.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2003.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2004.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2005.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2006.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2007.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2008.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2009.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2010.**

TCMB, **Yıllık Rapor 2011.**

Tobin J., "Financial Innovation and Deregulation in Perspective", **Bank of Japan Monetary and Economic Studies**, Vol. 3, 1985, ss. 19-29.

Uygur, Ercan, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 01/2001.

Verbeek, Marno, **A Guide to Modern Econometrics**, John Wiley & Sons, 2 nd. Edition, 2004.

Woodford Michael, "Financial Market Efficiency and The Effectiveness of Monetary Policy", **FRBNY Economic Policy Review**, Mayıs 2002, ss. 85-94.

Woodford, Michael, "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy," **American Economic Review**, American Economic Association, Vol. 91, No. 2, Mayıs 2001, ss.232-237.

Woodford, Michael, "A Neo-Wicksellian Framework for the Analysis of Monetary Policy", **Unpublished**, Princeton University, Eylül 2000.

Woodford, Michael, "Optimal Monetary Policy Inertia", **NBER Working Paper**, No.7261, Haziran 1999, ss.1-35.

Wooldridge, J.M., **Econometric Analysis of Cross Sectional and Panel Data**, Cambridge: MIT Press. 1997.

Yay, Gülsün Gürkan, "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Analizi", **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayı**, No.2, 2001, ss.1234-1248.