

Ayten DEMİR AYDÖRE

1985 yılında doğdum. Eğitim hayatım, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi'nde Muhasebe, Anadolu Üniversitesi'nde İşletme okudum. Aynı üniversitede Para-Banka alanında yüksek lisans yaptım. Tarih merakım ise beni yine Anadolu Üniversitesi Tarih Bölümü'ne taşıdı.

Yazı hayatım boyunca Düşünmek Günah: Suçların En Büyüğü, Denemeler ve Spektrum Çocuklar adlı üç kitap yayımladım. Her biri zihnimin kıyısında birikenleri kaleme döktüğüm içsel yolculukların ürünü.

Evliyim ve bir oğlum var.

ARTİKEL AKADEMİ: 354

*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi*

ISBN 978-625-6627-93-2
Birinci Basım Mayıs - 2025

Kapak uygulama: Artikel Akademi
Ofset Hazırlık: Artikel Akademi

Baskı ve Cilt: Uzunist Dijital Matbaa Anonim Şirketi
Akçaburgaz Mah.1584.Sk.No:21 / Esenyurt - İSTANBUL

Matbaa Sertifika No: 68922

Artikel Akademi bir Karadeniz Kitap Ltd. Şti. markasıdır.

©Karadeniz Kitap - 2025

Akademik etik kurallara
bağlı kalınarak yapılacak olan alıntılar ve tanıtım maksadıyla yapılacak
olan kısa alıntılar dışında, yazılı izni alınmadan, tümünün veya bir
kısımının elektronik, mekanik ya da fotokopi yoluyla, basımı, yayımı,
kopyalanması, çoğaltımı veya dağıtımı yapılamaz.

KARADENİZ KİTAP LTD. ŞTİ.
Koşuyolu Mah. Mehmet Akfan Sok. No:67/3 Kadıköy-İstanbul
Tel: 0 216 428 06 54 // 0530 076 94 90

Yayıncı Sertifika No: 19708
mail: info@artikelakademi.com
www.artikelakademi.com

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

PARA POLİTİKASININ FİNANSAL İSTİKRARA ETKİSİ*

Ayten DEMİR AYDÖRE

* Demir Aydöre, A. (2015)., Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü "Merkez Bankası Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi" başlıklı Tezinden üretilmiştir.

Oğlum Teyfik İlteber Aydöre'ye

Bu çalışmayı hazırladığımda henüz doğmamıştın. Ama varoluşuna dair düşünce, düşünsel üretim sürecimin merkezinde yer aldı. Bu eser, yalnızca bir araştırma veya anlatım değil; aynı zamanda sana bırakmak istediğim zihinsel bir mirasın ilk halkasıdır.

Bu kitabın, ele aldığı konudan bağımsız olarak, düşünceye sistemli çalışmaya ve sürekliliğe duyduğum inancı yansıtmasını; senin de zamanı geldiğinde kendi üretim süreçlerini aynı sorumluluk ve dikkatle yürütmeni dilerim.

Bir bireyin en kıymetli sermayesinin zihinsel birikimi olduğuna inanarak, bu eseri sana ithaf ediyorum.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	11
-------------	----

1. BÖLÜM

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASININ FİNANSAL İSTİKRARA ETKİSİ.....	13
--	----

1. PARA POLİTİKASININ TANIMI VE ÖNEMİ	13
2. FİNANSAL İSTİKRARIN PARA POLİTİKASI YÖNTEMİNDEKİ YERİ..	14
3. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖNKOŞULLARI	20
4. MERKEZ BANKASI AÇISINDAN FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI ...	24
5. PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ ...	28
6. PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ ...	32
7. FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASI VE	
8. SÜRDÜRÜLMESİNDE MERKEZ BANKASININ SORUMLULUĞU.....	34
8. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINDA FİYAT İ	
STİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ	46
9. MERKEZ BANKALARININ TEMEL İLKELERİN	
SAĞLANMASINDAKİ SORUMLULUKLARI.....	53
10. FİNANSAL İSTİKRAR VE MERKEZ BANKASI	
BAĞIMSIZLIĞI ARASINDAKİ İLİŞKİ	55
11. FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINDA	
MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ.....	57

2. BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNDEKİ ETKİ KANALLARI	63
--	----

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	63
2. PARA POLİTİKASININ LİKİDİTE MİKTARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....	67

3. PARA POLİTİKASININ RİSK ALMA KANALI.....	73
4. PARA POLİTİKASININ BANKA SERMAYE KANALI.....	76
5. PARA POLİTİKASININ KREDİ KANALI	77
6. PARA POLİTİKASININ BİLANÇO KANALI.....	78
7. PARA POLİTİKASININ BANKA KREDİ KANALI	79
8. PARA POLİTİKASININ VARLIK FİYATLARI KANALI.....	80

3. BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASININ FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINA YÖNELİK UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINA GENEL BİR BAKIŞ..... 91

1. TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRARIN BİRİNCİL AMAÇ EDİNİLMESİ SÜRECİ VE PARA POLİTİKASINDAKİ YENİ YAKLAŞIM	91
2. YENİ POLİTİKA BİLEŞİMİNİN UYGULANMASI.....	94
3. PARA POLİTİKASININ İLETİŞİMİ	96

SONUÇ..... 101

KAYNAKÇA..... 103

Bu çalışmanın amacı, merkez bankası para politikasının finansal istikrara etkisini ortaya koymaktır. Buna göre, günümüzde merkez bankalarının birincil hedefi fiyat istikrarın sağlanması, ikincil amacı ise finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesidir. Finansal istikrar, finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi performansına katkıda bulunmak için iyi işlediği durum olarak tanımlanmaktadır. Bankaların bankası olarak adlandırılan merkez bankaları son kredi mercii olarak finansal sistem içinde varlığını sürdürmek durumundadır. Bu bağlamda merkez bankaları finansal istikrara yönelik uyguladığı para politikası ile finansal stresi minimize etmek için çok geniş yetkilere sahiptir.

ÖNSÖZ

Günümüz merkez bankalarına bakıldığında, para politikaları araçlarını kullanarak fiyat istikrarının sağlanmasını temel hedef olarak belirlemişlerdir. Bu hedefin gerçekleşmesinin temelinde yatan etken ise uzun vadede finansal istikrarın sağlanması gerçeğidir. Dolayısıyla, fiyat istikrarı hedefine ulaşılabilmesi için, finansal sistem ve sahip olduğu araçlarla gelişmeleri, etkileri değerlendirmek ve riskleri izlemek büyük ölçüde önem taşımaktadır.

Bu noktadan hareketle bu çalışmada, merkez bankalarının para politikası, finansal istikrarın sağlanması ve özellikle de bu mekanizmalar arasındaki ilişkilere değinilerek, bu mekanizmaların işleyişi ve etkileri incelenmeye çalışılacaktır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında birikim ve değerli fikirleriyle bana destek olan Prof. Dr. Erol Kutlu'ya ve akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan ve çalışmamın şekillenmesinde büyük katkıları olan danışmanım Prof. Dr. Sevgi Gerek'e ve aileme ve uzun bir teşekkür ederim.

GİRİŞ

Merkez bankalarının uyguladığı para politikasına ilişkin olarak finansal istikrarın gerekliliği, finansal istikrar hususundaki endişelerin dikkate alınmasını gerekli kılmakta, bu nedenle para politikası ile finansal istikrar arasındaki bağlantının tespitine ilişkin çalışmaların yapılması gerektiği literatürde geniş yer bulmaktadır.

Finansal istikrarın sağlanabilmesi için para politikası ile finansal istikrarın ilişkisinin tespiti önemli ancak yeterli görülmemektedir. Bu nedenle para politikaları uygulanırken finansal istikrarın nasıl bir yol izlediği ve uygulanan para politikaları neticesinde hangi riskler ile karşılaşılacağı ve önceden belirlenen bu risklere karşı tedbirlerin alınmasını sağlayacak politikaların da geliştirilmesi gerekmektedir.

Merkez bankası para politikasının finansal istikrara etkisi hususunda detaylı bir şekilde incelenmek suretiyle anlaşılmasının amaçlandığı bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, Para politikasının tanımı ve önemi, Para politikasında finansal istikrarın yeri, finansal istikrarı tanımlamadaki ana prensipler ve finansal istikrarı tanımlamadaki zorluklar açıklanacak, daha sonra merkez bankası açısından finansal istikrarın neden önemli olduğu konusunda bazı detaylara yer verilecektir.

İkinci bölümde, parasal aktarım mekanizmasına değinilerek para politikalarının finansal istikrar üzerindeki etki kanalları incelenecektir.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uyguladığı para politikası uygulamalarına yer verilecektir.

Çalışmanın son bölümünde ise bu çalışmanın ana hatları özetlenerek genel bir değerlendirme yapılacaktır.

1. BÖLÜM

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASININ FİNANSAL İSTİKRARA ETKİSİ

1. PARA POLİTİKASININ TANIMI VE ÖNEMİ

Para politikası kavramı; “ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eden ve ülke merkez bankaları tarafından uygulanan politikaların tümünü ifade etmektedir”¹. Diğer bir deyişle “para politikası; hükümetin, merkez bankasının ya da para otoritesinin, ekonomiye, para arzı yönetimi ya da döviz piyasası işlemlerini kullanmak yoluyla yön vermesidir. Para teorisi, ekonomi için en uygun (optimal) para politikasının belirlenmesini sağlar. Para politikasına, genellikle, “genişletici” ya da “daraltıcı” para politikası kavramlarıyla atıfta bulunulur. *Genişletici para politikası*, ekonomideki toplam para arzının artırılması anlamına gelirken, *daraltıcı para politikası*, genişletici para politikasının tersine, ekonomideki toplam para arzının azaltılması anlamına gelmektedir. Genişletici para politikası genellikle, ekonomideki *durgunluk* (resesyon) dönemlerinde ortaya çıkan işsizliği (para arzının artması sonucunda artan para miktarının, “paranın fiyatı” olan faizi düşüreceği varsayımından hareketle) yenmek amacıyla uygulanırken; daraltıcı para politikası, *enflasyon* oranını (para arzındaki azalışın, paranın fiyatı olan faizleri yükselteceği, yükselen faizinse insanların *marjinal tüketim eğilimini* azaltıp, *marjinal tasarruf eğilimini* artıracığı varsayımından hareketle) düşürmek amacıyla uygulanmaktadır”².

1 http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#parapolitikasi

2 http://tr.wikipedia.org/wiki/Para_politikas%C4%B1

2. FİNANSAL İSTİKRARIN PARA POLİTİKASI YÖNTEMİNDEKİ YERİ

a. Finansal İstikrarın Tanımı ve Önemi³

Günümüzde merkez bankaları iki temel fonksiyona sahiptir. Bunlar, parasal (fiyat) ve finansal istikrarın sağlanması şeklindedir. Parasal (fiyat) istikrar, genel fiyat seviyesinin istikrarlı olması yani enflasyon veya deflasyonun bulunmamasını ifade etmektedir. Finansal istikrar kolay ve evrensel bir tanıma sahip değildir. Öte yandan finansal istikrar kavramının finansal sistemi oluşturan temel unsurların aksamadan çalışmasını ifade ettiğine dair kapsamlı bir ittifak söz konusudur⁴. Finansal istikrarı kapsamlı ve detaylı bir şekilde ele almak istersek, bunun için birkaç ana prensibe değinmemiz yararlı olacaktır.

b. Finansal İstikrarı Tanımlamadaki Ana Prensipler

Finansal istikrarın tanımlanmasındaki ilk prensip, tanımın yapıldığı ilk safhada, sistemin tüm yönleriyle ele alınması şartıdır. Finansal sistemin her bir parçası arasındaki kuvvetli ilişkiye bakıldığı zaman bu ilişkinin doğru işleyişinin finansal istikrarı var ettiği gerçeğidir.

Finansal istikrar; yalnızca finansal piyasanın kaynaklarını dağıtma, riski yayma, tasarrufu devam ettirme ve büyümeyi kolaylaştırmayı değil, aynı zamanda ekonomik yapı içerisinde ödeme sistemlerinin rahatça işlemlerini de demektir. Bu anlamda finansal istikrar tanımlanırken ödeme sistemlerinin rolü gözden kaçırılmamalıdır.

Öte yandan, finansal istikrarın varlığından söz ederken yalnızca finansal krizlerin olmadığı bir sistem olarak ifade edilmez aynı zamanda finansal sistemin kısıtladığı, sahip olduğu ve dengesizlikleriyle ilgilendiği bir ekonomik süreci de ifade eder. Bu süreç, iyi ve istikrarlı işleyen bir finansal sistemde kendi kendini düzeltici bir yapının parçası olarak; sağlamlığı, esnekliği sağlayan ve sistemdeki riskin büyümesini engelleyen bir piyasa disiplini mekanizması olarak ortaya çıkar. Finansal istikrar, hem tedbir alabilen hem de düzenleyici bir oluşuma sahiptir.

Önem arz eden bir diğer prensip, finansal istikrarın reel ekonomi için potansiyel sonuçları açısından ele alınmasıdır. Şayet ekonomik aktivite büyük ölçüde etkilenmiyorsa, finansal piyasalardaki karışıklık finansal istikrar için tehlike arz etmez.

³ Finansal İstikrarı Tanımlamadaki Ana Prensipler ve Finansal İstikrarının Tanımındaki Bazı Zorluklar başlıklarında (Schinasi 2004)'nin çalışmasından yararlanılmıştır.

⁴ Ooesterloo S. & de Haan, J. (2004) Central Banks and Financial Stability: A Surver Jurnal of Financial Stability.s. 258

Son bir prensip de, finansal istikrarın devamlılığı ve değişmezliği olarak tanımlanmaktadır. Özetle finansal istikrar, finansal sistemin her parçasının mutlaka en iyi şekilde ve düzeyde performans göstermesine gereksinim duymaz. Dolayısıyla finansal sistemin zaman zaman yedek lastikle de işleyişi devam edebilir. Bu devamlılık, finansal sistemde küçük ölçekteki problemler yaşansa da olası riskler ile karşılaşılrsa da bunlara karşı direncini koruyabilme kabiliyetini ifade eder.

Finansal istikrarın devamlılığı konusu çok önemlidir, çünkü finans, bütünüyle belirsizliği içeren, kendi içinde bir dinamiğe sahip olan ve birçok altyapı, kuruluş ve piyasalarla bağlantı halinde işleyen bir mekanizmadan oluşmaktadır. Bu nedenle finansal istikrar, beklenti bazlı, dinamik ve iyi işleyen sistemin birçok alt parçasının birbiriyle olan ilişkisine bağlıdır.

c. Finansal İstikrarın Tanımındaki Bazı Zorluklar

Finansal istikrar konusu ele alındığında, ortaya atılan finansal duruma ilişkin tanımlamalarda bazı zorluklar yaşanmaktadır. Bu zorluklar⁵;

- ***Finansal istikrarla ilgili gelişmeler, tek bir nitel göstergeyle açıklanamaz:*** Fiyat istikrarının tersine, şüphe götürmez bir finansal istikrar ölçümü bulunmamaktadır. Dikkate alınması gereken unsurlar, finansal kuruluşların sağlamlığı ve istikrarı buna ilave olarak ise finansal piyasa ve ödemeler sisteminin iyi işleyişidir. Fakat burada şunu unutmamak gerekir ki; reel ekonomik aktiviteleri temelden etkileyen potansiyel birçok faktör de finansal istikrarın ölçümüne eklenmek zorundadır.
- ***Finansal istikrardaki gelişmelerin tahmin edilmesi zordur:*** Finansal istikrarın alanını tanımlamak yalnızca neticelenmiş yahut ortaya çıkmış karışıklıkların tamamını ele almak değil, aynı zamanda ileride ortaya çıkabilecek ve de karışıklıklara sebep olacak riskleri ve hassasiyetleri de ortaya koymaktır. Dolayısıyla geleceğe bakış yaklaşımı, risklerin ve dengesizliklerin tamamını saptamak için bir politika araçlarının aktarımlarındaki zaman farklarını göz ardı etmemek için gereklidir.
- ***Finansal istikrardaki gelişmeler sadece kısmi olarak kontrol edilebilir bir özellik taşımaktadır:*** Geniş anlamda, finansal istikrarı sağlayabilmek ve koruyabilmek için kullanılan politika araçlarının, yatırımcıların alacaklarını korumak veya fiyat istikrarının teşvik etmek gibi öncelikli amaçları da vardır. İlaveten, finansal istikrardaki gelişmeler dışsal

5 Schinasi, G. J. (Ekim 2004). "Defining Financial Stability", IMF Working Paper WP/04/187.

şoklara büyük oranda duyarlı olduğu için kontrol edilebilmesinde geçici ya da sürekli bazı kısıtlamalarla karşı karşıya kalınabilmesi de olanaklar dâhilindedir.

- **Finansal istikrarda hedeflenen politikalar, çoğu kez sağlamlık ve etkinlik arasında ikilem yaratmaktadırlar:** Çoğu zaman finansal istikrarı teşvik edecek tedbirler, finansal kaynakların etkin dağılımının takibini değil, finansal sistemde var olması olası şokların dışarıda bırakılması veya sisteme dâhil olması halinde gerekli önlemlerin alınması hallerini kapsamaktadır. Örneğin, ihtiyatlı politikaların bir gereği olarak bankaların ödeme güçlerinin yüksek olmasını beklemek, sadece problemlili bankaların risklerini azaltmayı değil, aynı zamanda sermaye zararını ve giden yatırım fırsatlarını da ifade etmektedir.
- **Finansal istikrar için politika gereksinimleri zamanlama açısından tutarsız olabilmektedir:** Bazı kamu politikalarının finansal istikrarı koruyabilme amacıyla kullanımı, kısa vadede kazanç sağlarken, uzun vade istikrarının kaybına sebep olabilmektedir. Özellikle, nihai kredi verme mercii ve mevduat sigortası gibi tedbirler piyasa disiplini azaltabilirken, bu bağlamda ahlaki risk ya da ters seçimi meydana getirebilir.

Schinasi'e göre finansal istikrar geniş anlamda finansal sistemin aşağıdaki maddelerde geçen hususlardaki yeterliliği ifade etmektedir:⁶

- i. Ekonomik kaynakların mekânsal ve dönemler arası etkin dağılımı ile servet birikimi, ekonomik büyüme ve sosyal refah gibi diğer ekonomik faaliyetlerin etkinliğinin arttırılması,
- ii. Finansal risklerin yönetilmesi, dağıtılması, fiyatlanması ve değerlendirilmesi,
- iii. Finansal sistemin bu temel fonksiyonları yerine getirmedeki yeterliliğinin öncelikli olarak kendi kendini düzelten mekanizmalar vasıtasıyla sağlanması.

Yukarıda yapılan açıklamalara bakılarak bir finansal sistem içsel veya önemli derecedeki olumsuz ve beklenmedik durumların neticesinde var olan finansal dengesizlikleri giderme ve ekonomik performansı yükseltme yeterliliklerine sahip olduğu sürece istikrarlı olacaktır. Öte yandan Bu analize bağlı olarak, Schinasi (2004) çalışmasında geniş bir bakış açısıyla şu tanımlamaya yer vermektedir;

“Bir finansal sistem, ne zaman ki bir ekonominin performansını

⁶ Schinasi, G. J. (Ekim 2004). “Defining Financial Stability”, IMF Working Paper WP/04/187.

kolaylaştırma ve endojen ya da temelde ters ve beklenmedik olaylardan kaynaklanan finansal dengesizliği dağıtma kapasitesine sahip olur, o zaman bir finansal istikrar alanı içinde olur.”

Finansla istikrar kavramının iyi anlaşılabilmesi için sistemik olay ve sistemik kriz tanımlarının yapılması gerekmektedir. *Dar anlamda* sistemik olay, bir finansal kurumun başarısızlığı veya bir finansal piyasanın çöküşü ile ilgili kötü haberlerin yayılması zincirleme şekilde diğer finansal kurumlar veya piyasalar üzerinde önemli derecede olumsuz etkilere sebebiyet vermektedir. Burada üzerinde durulan asıl tema bir kurumdan diğerine veya bir piyasadan diğerine ortaya çıkan sınırlı şokun “domino etkisi” meydana getirmesidir. *Geniş anlamda* sistemik bir olay yukarıda açıklanan olaylara ilaveten şiddetli ve geniş çapta (sistemik) şokların bir sonucu olarak birçok kurum veya piyasa üzerindeki eş zamanlı olumsuz etkileri kapsamaktadır. *Sistemik kriz* ise (dar veya geniş anlamda) çok sayıda finansal kurumu veya piyasayı güçlü bir şekilde etkileyen ve finansal sistemin sağlıklı işlememesi sistemik bir olay olarak ifade edilmektedir.⁷

Finansal istikrara ilişkin bir tanım da;” katlanarak artan maliyetler olmaksızın finansal sistemin şoklara dayanabilme gücü olarak ortaya koymuştur.” Şeklinde ifade edilmiştir⁸

Deutsche Bundesbank finansal istikrar kavramını; finansal sistemin ana ekonomik fonksiyonlarını (kaynakların paylaşılması, risklerin dağıtılması ve ödemelerin yerine gelmesi) etkin bir şekilde yerine getirdiği durağan bir ortam olarak tanımlamıştır⁹.

Bir başka tanımda finansal istikrar;¹⁰ finansal araçlar, piyasalar ve piyasa altyapısından oluşan finansal sistemin finansal dengesizlikleri giderme ve şoklara karşı koyma kabiliyeti durumudur. Bu durum, tasarrufların karlı yatırım imkânlarına dağıtımına önemli derecede zarar veren finansal aracılık sürecindeki olası düzensizlikleri azaltmaktadır. Bu kapsamda, finansal istikrarın sağlanması risk ve kırılganlığın temel sebeplerinin tespit edilmesi gerektirmektedir. Bu tür sebepler, finansal kaynakların tasarruf sahiplerinden yatırımcılara dağıtımındaki etkinsizliği ve finansal riskin yanlış yönetimi-yanlış

⁷ De Bant, O. & Hartmann, P. (2000). Systemic Risk: A Survey. Xeuropean Central Bank Working Paper.s. 10-11

⁸ Schioppa, T. P. Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Bedtween. Secoond ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 24 and 25 October 2002.

⁹ Schinasi, G. J. (Ekim 2004). “Defining Financial Stability”, IMF Working Paper WP/04/187

¹⁰ Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2013:5

fiyatlanmasını içermektedir. Fiyatlama ve risk yönetimindeki eksiklikler veya sermayenin dağıtımındaki etkinsizlikler, kırılğanlıklara zemin oluşturduğundan gelecekte finansal istikrara ve buna bağlı olarak da ekonomik istikrara zarar verebilmektedir.

Avrupa Merkez Bankası'na göre finansal kırılğanlıklar dört başlık altında incelenir ¹¹. Bunlar;

- i. Kredi zararlarına ve zayıf ekonomik çevreye bağlı olarak banka karlılığındaki aşırı derecede azalmalar,
- ii. Düşük büyüme ve yavaş reform uygulamalarına bağlı olarak kamu borç piyasalarındaki gerilimin yenilenmesi,
- iii. Stresli ülkelerdeki banka fonlama zorlukları,
- iv. Güvenli limanlara yönelen sermaye akımlarının ve getiri arama dönemlerinin uzamasına bağlı olarak küresel piyasalardaki risk priminin yeniden değerlendirilmesi.

Başka bir çalışmada da, finansal istikrar hakkında genel bir tanım sunulmakta ve finansal istikrarı açıklamak için istikrarsızlık kavramından faydalanılmakta ve tanımda; finansal sistemin işleyişindeki etkinsizlikler ya da şoklar sebebiyle sistemdeki istikrarsızlıklardan dolayı optimal tasarruf yatırım planından sapmaların artabilmesi olarak tanımlanmaktadır¹².

Finansal istikrarı tanımlamadaki en önemli problemin, finansal piyasalar için oynaklığın her zaman kötü olarak görülmemesiyle beraber, oynaklığın olmaması durumunun istikrarla ilişkilendirilmesi olarak tanımlanmaktadır¹³. Ancak birçok çalışmaya bakıldığında finansal istikrarsızlık çoğunlukla, varlık fiyatlarını ana değerinden çok uzaklaştıran oynaklık ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Bütün bu kavramsal tanımlamalara rağmen, istikrarla istikrarsızlık durumlarını birbirinden ayıran açık bir referans hesaplama bulunmamaktadır. En genel yol, ortalamalardan ya da trendden sapmalar olarak karsımıza çıkmaktadır¹⁴.

Finansal istikrarsızlık, geniş anlamda finansal sistemdeki dengesizlik veya etkinsizlik olarak tanımlanmaktadır. Finansal istikrar kavramına tekrar dönecek olursak; varlık fiyat balonlarının olmayışı, sistemik istikrarı tehdit edebilen finansal kurumların ve finansal piyasaların likidite yetersizliğinin bulunmayışı, sistemik istikrarı tehdit edebilen finansal kurumların borcunu

¹¹ Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2013:7

¹² Herrero A.G. & Del rio, P. Financial Stability and the Design of Monetary Policy. The American University of Paris. Working Paper. S.17

¹³ Herrero A. G. & Del rio, P. Financial Stability and the Design of Monetary Policy. The American University of Paris. Working Paper. S.17

¹⁴ Borio, C. & Lowe, P. (2002). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. BIS Working Papers. No:114

ödeyememe durumunun bulunmayışı olarak tanımlanmaktadır¹⁵. Finansal istikrar kavramı çoğunlukla finansal krizlerden kaçınma olarak tanımlanmakla birlikte aynı zamanda sistemik finansal riskin yönetilmesini de ifade etmektedir. Sistemik finansal krizlerin iyi yönetilmesi bu krizlerin ortaya çıkma olasılığını azaltmaktadır. Sistemik finansal krizlerin yönetilmesi piyasa katılımcılarının özel risk yönetimi vasıtasıyla ve otoritelerinin bankacılık denetim ve gözetimi aracılığıyla gerçekleşmektedir.¹⁶

Finansal istikrar ya da istikrarsızlığa dair tanımlardan biri de, istikrar tanımını yine tersi durumu açıklamak suretiyle ortaya konulmuştur¹⁷. Finansal istikrarsızlık üç ana özellikle ifade edilmiştir. Bunlar;¹⁸

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

Yukarıdaki tanımlar finansal istikrarsızlığın genel olarak ne olduğu hususunda bilgi vermekle beraber aynı zamanda bazıları da finansal istikrarsızlık tanılarını da yansıtmaktadır. Bu tanımlar, fiyatlardaki oynaklık, finansal kuruluşlardaki problemler, çıktı performansındaki olumsuz gelişmeler olarak karşımıza çıkmaktadır¹⁹. Örneğin, finansal istikrarsızlık, ekonomik performansın finansal varlık fiyatlarının oynaklığı ya da finansal araçların yasal sorumluluklarını giderememeleri şeklinde açıklayarak finansal istikrarsızlık tanısı ortaya koyulmuştur. Bu tanımlamada birkaç ana durum ön plana atılmıştır. Buna göre, finansal istikrarsızlık için;²⁰

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

15 Buitier, W.H. 2008. Centarl Banks and Financial Crises. Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City'e symposium on aintoining Stability in a Changing Financial System, at Jackson Hole, Wyoming, on August.505

16 Donath, L.E. & Cismaş, L.M. (2008) Determinants of Financial Stability. The Romanian Economic Journal, 3,17-44

17 Schinasi, G. J. (Ekim 2004). "Defining Financial Stability", IMF Working Paper WP/04/187.

18 Schinasi, G. J. (Ekim 2004). "Defining Financial Stability", IMF Working Paper WP/04/187.

19 Moenjak, T. , Imudon W. ve Vimolchalao, S. (Eylül 2004). Monetary Policy and Financial Stability: Finding the Right Balance Under Inflation Targeting. *BOT Symposium 2004*

20 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2005). *Lira Dergisi*. Sayı 1. Ankara

açabileceğinin bilinmesi gerekmektedir.

Finansal istikrar ve istikrarsızlığın birçok tanımına değindikten sonra bu kısımda finansal krize değinmekte fayda vardır. “Asimetrik enformasyon teorisi çerçevesinde finansal kriz finansal piyasalarda doğrusal olmayan bozulmayı ifade etmektedir. Bu durumda tersine seçim ve ahlaki tehlike sorunları daha da artmakta ve finansal piyasalar fonların etkin bir şekilde en verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesinde başarısız olmaktadır. Böylece bir finansal kriz finansal piyasaların fonksiyonunu etkin bir şekilde yerine getirememesine ve ekonomik faaliyette önemli bir daralmaya neden olmaktadır. Faiz oranındaki artışlar, finansal piyasalardaki belirsizlikler, finansal ve finansal olmayan kurumların bilançolarının bozulması ve banka panikleri finansal krizlere neden olan faktörlerdir”²¹.

Bankacılık sisteminin finansal sistemin büyük bir bölümünü oluşturması sebebiyle bankacılık krizleri bilhassa gelişmekte olan ülkelerde önemli görülmektedir. Diğer yandan bankacılık krizlerinin gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru istikrarsızlığı ve dolayısıyla döviz krizleri için öncü bilgi sağladığını²² belirtmek gerekir. Bu anlamda para politikasının finansal sistem üzerindeki etkisi araştırılırken daha çok bankacılık sistemi üzerinde durulmaktadır.²³

3. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖNKOŞULLARI

Finansal istikrarın sağlanmasında bazı ön koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu koşullardan *birincisi* makroekonomik politikalara ilişkindir. Ekonomi politikalarının sürdürülebilir olması finansal istikrar açısından önemli bir koşuldur. Yani;

- ✓ Potansiyel büyüme hızına yakın bir seviyede gerçekleşen büyüme oranı ekonomideki belirsizliklerin ortadan kalkmasına sebebiyet vermektedir.
- ✓ Fiyat istikrarının sağlanması uzun dönemli sözleşmeleri teşvik etmekte ve nispi fiyat belirsizliklerini ve bozukluklarını minimize etmektedir.
- ✓ Kamu açıklarının ve kamu borçlarının sürdürülebilir ve uygun seviyede olması gerekmektedir.

21 Mishkin F. S. (1996). “Understanding Financial Crises: A Developing Country’s Perspective”, NBER Working Paper 5600.17-18

22 Glick, Reuven & Hutchison, Michael (1999). Banking and Currency Crises: How Common are Twins? Pacific Basin Working Paper Series. Working Paper No.25

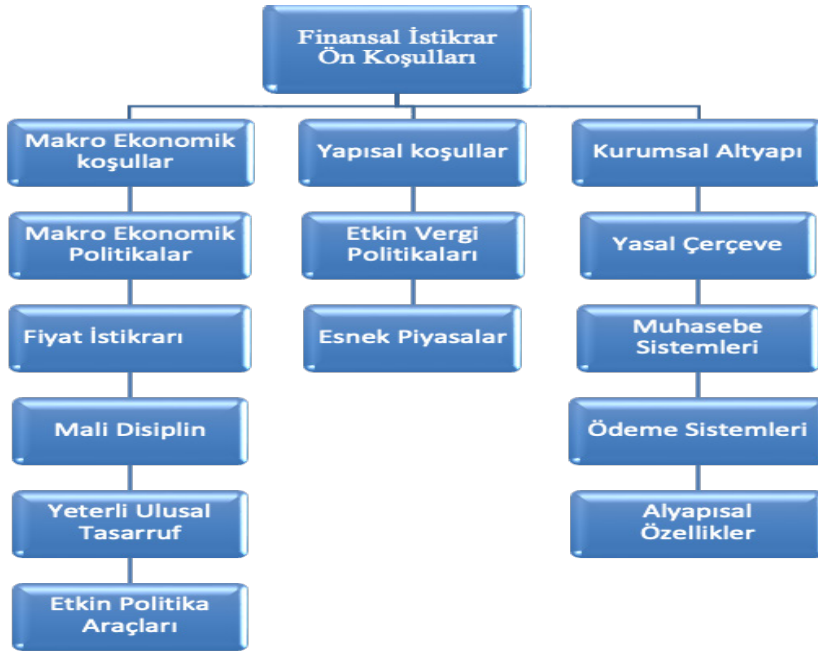
23 Demirhan, B. “ Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma” başlıklı doktora tezi Syf. : 08

- ✓ Kamu borçlarında vade ve döviz açısından çeşitlendirilmesinin sağlanması gerekmektedir.
- ✓ Yurt içi yatırımların sürdürülemez bir dış borçlanma olmaksızın finansmanı için ulusal tasarruf düzeyinin yeterli olması gerekmektedir.
- ✓ Makroekonomik politika araçları döviz kuru rejimi ile tutarlı ve yeterli olmalıdır; para otoriteleri fiyat istikrarını takip etmede bağımsız olmalıdır.
- ✓ Kamu otoriteleri kamu harcamalarını kontrol edebilmeli ve yeterli gelirleri toplayabilmelidirler.

Finansal istikrarın sağlanmasında gerekli olan ön koşullardan *ikincisi* reel ekonomideki yapısal koşullardır. Bu koşula göre vergi rejimlerinin istikrarlı ve öngörülebilir olması gerekmektedir. Finansal istikrarın ön koşullarından üçüncüsü ise finansal piyasaların etkin biçimde işlemesine imkân tanıyan kurumsal altyapının oluşturulmasıdır. Bunun için finansal piyasaların tabi olduğu yasal çerçevenin oluşturulması gerekmektedir. Yasal çerçeve finansal işlemlerde tarafların sorumlulukları yükümlülükleri ve haklarının açık biçimde belirlenmesini; yeterli bilgi ve uygun teşviklerin sağlanmasında piyasa güçlerini destekleyen kodların belirlenmesini; yasal hak ve yükümlülüklerin güçlendirilmesine yönelik araçların sağlanmasını içermektedir. Kurumsal alt yapı çerçevesinde el alınan muhasebe sistemleri finansal piyasaların gerek duyduğu bilginin karşılanmasını içermektedir. Piyasa disiplini ve etkin içsel yönetim için gerekli olan işlemlerde şeffaflığın sağlanması için yüksek kaliteli muhasebe sistemlerinin oluşturulması zorunludur. Kurumsal alt yapının diğer içerikleri ise işlemlerin yürütülmesi için ödeme sistemleri ve piyasalar özgü alt yapı özellikleridir²⁴.

24 Bu kısım Demirhan, B., “ Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma” başlıklı doktora tezi (S. 10-11)’den yararlanılmıştır.

Tablo 1. Finansal İstikrarın Ön Koşulları²⁵



Finansal istikrarın sağlanmasında kamu finansman dengesinin korunması önemlidir. Sürdürülemez bir kamu borcu para politikasının güvenilirliğini zedelemektedir. Mali baskınlığın bulunduğu ekonomilerde merkez bankası enflasyonist politikalar uygulama ve borçlarını ödeyememe arasında bir tercih yapma baskısıyla karşı karşıya kalmaktadır. Bu durumda ikincisinin tercih edilmesi finansal sistemi negatif yönde etkileyecektir. Çünkü bu haliyle bankalar zarara uğramakta ve borç verdikleri miktarı sınırlandırmaktadırlar. Böylece reel ekonomik büyüme ve vergi gelirlerinde düşüş gerçekleşmektedir. Vergi gelirlerindeki düşüş ile beraber kamu borcuna tekrar gereksinim duyulmaktadır. Öte yandan bankaların kurtarılması finansal sistemin istikrarı için elzem bir durum teşkil etmektedir.²⁶

“Devlet borç riski ve finansal sektör riski arasındaki bu döngü borç sürdürülebilirliği ve finansal istikrar arasındaki bağlantıyı göstermektedir”²⁷.

25 Demirhan, B., Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma başlıklı doktora tezinden yararlanılmıştır. S.10-11

26 Demirhan, B., “ Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma” başlıklı doktora tezi syf. 12

27 Brunnermeier, M. K. & Sannikov, Y. (2012) Redistributive Monetary Policy. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposiumon, The Changing Policy Landscape, at Jackson Hole, Wyoming. On 31 August-1 September.s. 334 ve 377

Enflasyon hedeflerinden sapmanın sebeplerinden biri de bankalara yönelik yapılan kurtarma eylemleri ile birlikte uygulanan genişletici para politikalarıdır. Enflasyonist beklentilerin kötüleşmesi ile birlikte fiyat istikrarından uzaklaşılması para politikasının güvenilirliğini zedelemekte ve finansal istikrarı olumsuz etkileyebilmektedir.

“Avrupa Merkez Bankası’na göre kamu finansman dengesinin bozulması durumunda finansal piyasalar üzerinde ortaya çıkan olumsuz etkiler şunlardır”²⁸:

- i. Yüksek devlet borcu nedeniyle finansal pozisyonların bozulması devletin finansman ihtiyacını arttırmakta ve bu durum finansal veya finansal olmayan firmalar için finansal dışlama riskin arttırmaktadır.
- ii. Kamu açıkları enflasyon ve enflasyon beklentilerine ilişkin riski arttırmaktadır. Bu ise risk primini ve uzun – dönem faiz oranlarını yükselterek fonlama maliyetlerini arttırmaktadır.
- iii. Şirket tahvilleri ve kredi temerrüt swap sözleşmeleri temel ölçüt olarak bir risksiz faiz oranı kullanılarak fiyatlandırılmaktadır. Bu risksiz faiz oranı genel anlamda benzer vadeye sahip devlet borç senedinden türetilmektedir. Firmaya özel durumlar dışında ve ülkedeki devlet tahvili getirileri faaliyetleri bu ülkede yoğunlaşmış bir firmanın tahvil getirileri için bir taban teşkil etmektedir. Bu yüzden yüksek devlet tahvili getirisi ile şirket fonlama maliyetleri içinde yer alan potansiyel risk primi arasında doğrudan bir ilişki vardır.
- iv. Aşırı kamu açığına sahip ülkelerdeki finansal kuruluşlar, özellikle bankalar, devlet borç senetlerinin büyük kısmını ellerinde tutarlar. Bu çerçevede bir ülkede finansal sorunların kötüleşmesi bankacılık sektörü ve reel sektör üzerinde olumsuz etkide bulunacaktır.
- v. Ülke–şirket bağlantısının bir diğer kanalı kredi derecelendirme geçişkenliği kanalıdır. Ülke riskinin artması durumunda kredi derecelendirme kurumları bu ülkelerde faaliyette bulunan şirketlerin kredi derecelendirmelerini gözden geçirmektedir.

28 Avrupa Merkez Bankası (ECB) 2010 : 76-77

4. MERKEZ BANKASI AÇISINDAN FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI²⁹

Merkez bankalarının finansal istikrarla ilgisi, kâğıt para basımı görevini almaları ile başlamıştır. Banka mevduatları para stokları içinde hatırı sayılır bir paya sahip olmaya başlamadığında finansal istikrarla olan ilişkisi daha da artmıştır. Parayı devlet tarafından piyasaya sürecekt tek kurum olan merkez bankasının tarihine gidildiğinde Avrupa’da 19. yüzyılda benimsendiği görülmektedir. ABD’de bu süreç daha uzun sürmüş ve 1913’te FED’in kurulmasıyla faaliyete geçmiştir. Söz konusu dönemlerde İngiltere gibi bazı ülkelerde, ticari bankaya bu fonksiyon verilip diğer bankaların rekabet etmeleri engellenmiş, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya gibi bazı ülkelerde ise yeni bir kurum ya da özel bir banka (örnek olarak İsveç ve Danimarka’da) bu iş için görev almıştır.

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

İstikrar konusunun varoluşundaki temel banknot basan kuruluşların karını maksimize etmesi ve sahip oldukları değerli madenleri veya kâğıtlarıyla karşılayabileceklerinden daha fazla para basan ticari bankalar haline gelmeleridir. Böyle bir durumda bankalar risk yüklenmiş olurken öte yandan halkında güvenini suistimal etmiş ve finansal sistemin tamamına yayılan bir finansal krizle karşı karşıya kalmış ve sarsılmışlardır.

Etkinliğe baktığımızda, her bankanın kendine göre ayrı ayrı birçok farklı parayı piyasaya sürmesine bağlı olarak işlem ve bilgi maliyetlerindeki bozulmayla ciddi biçimde zarar görmüştür. Aslında bundan da önemlisi, bankaların kredi notlarına bağlı olarak bastıkları paraların değerlerinin eşit buna karşın reel değerlerinin farklı olması nedeniyle, aynı mal için farklı fiyat seviyelerinin oluşmasıdır. Böyle bir durumda fiyat mekanizması ciddi şekilde zedelenmiştir. Böyle bir sistemin, satıcılar için yönetimi, müşteriler için ise karşılaştırması oldukça karmaşık ve zordur.

Öte yandan, merkez bankalarının, kamu harcamalarını karşılama amaçlı fazla para basımına yönelmeleri sebebiyle bu kurumların bağımsızlaşması gerektiği fikri gündeme gelmiştir. Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi kanalıyla

²⁹ Schoppa’nın (2002)’ çalışmasından ve Özcan, S.’ın, (2006)” *Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi*” başlıklı Uzmanlık yeterlilik tezinden yararlanılmıştır.

güven artırmaya da yönelmiştir. Likit ve ödeme gücünü elinde tutan bir varlığın başka bir varlığa ya da paraya çevrilebilirliği garanti etmesi gerektiğinden bu varlık tam olarak merkez bankasını ifade etmektedir. Kâğıt para basımında merkez bankası tekeli ve para yaratma sürecinde ticari bankalarının katılımı, merkez bankalarının finansal istikrara katılımı ile neticelenmiştir. Bunun iki temel sebebi vardır;

- ✓ Merkez Bankaları, bankaların bankası haline gelmiştir. Merkez bankaları interbank piyasaları ödemelerinin hesabını kolaylaştırmıştır. Ayrıca, yine bankalarının bankası olarak, adım adım banka dışı kuruluşlara da hizmet vermiştir. Bu oluşum ile Amerika'da FED 'in kanuni yapılaşması gerçekleştirilirken, Avrupa'da aniden oluşmuştur. Bankaların faaliyetlerinin ihtiyatlı yönetiminde merkez bankaları, ticari bankaların sağlamlığını da değerlendirme gereksinimi duymuştur.
- ✓ İkinci olarak da, kademe kademe ticari banka parasının toplam para stokları içinde büyük paya sahip olması nedeniyle, paranın değeri ticari bankalarının kredi notuna da bağlı hale gelmiştir. Bu bağlamda, merkez bankalarının sistemin iyi işlemesi ve bankacılık sisteminin istikrarına ilişkin endişelendirmektedir. Buna, ticari bankaların likidite sıkışıklığı olduğunda son kredi merciine başvurulması da dâhildir.

Merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında mevcut varlığı ve rolü önemli bir yere sahiptir. Avrupa'da, merkez bankaları resmi olarak ihtiyatlı gözetim için resmi olarak görevlendirilmiş değillerdi. Bu faaliyetler, finansal istikrar rolünün bir tarafıydı ve 19.yüzyılın sonu ve 20.yüzyılın başında resmîlik kazanana kadar kanuni görevleriymiş gibi hareket edildi.

FED'de ise aksine etkin bir bankacılık gözetimi resmi olarak bu kuruma aitti. Ancak, gözetim fonksiyonu olsun olmasın, merkez bankası finansal sistemde ciddi bir konum ve sistemin işleyişinde ciddi bir sorumluluk üstlenmektedir. Paranın tek elden basılmasının ve merkez bankasının varlığının, bankacılık sistemiyle ilişkisinin ne olduğunu ve bu sistemin iyi işleyişinin neden merkez bankasınca üzerinde ciddi bir şekilde durulan konu olduğuna değinmek gerekmektedir. Şöyle ki:

- İlkin, bankalar ödemeler sistemiyle kendi aralarında sıkı bir ilişkiye sahiptirler. Bu ifade, sistem içinde karşılanabilir tek ve aynı paranın dolaşımına refere etmektedir. Aynı zamanda, risklerin yayıldığı bir ağ içinde, ortak ödeme sistemi katılımcıları birbirine bağlamaktadır.
- İkincisi, bankaların likiditeyi finansal sektörün bankacılık dışı kısmına ve ekonominin tamamına aktarma fonksiyonu da bulunmaktadır.

Dolayısıyla, ekonominin tamamı merkez bankasının likiditesine ulaşma konusunda birbirlerine kenetlenmiştir.

- Son olarak, resmi olarak ülkede tedavülde olan paraya güven ve merkez bankası tek para birimi alanını bütün katılımcılarını etkilemektedir.

Gözetim araçları ve uygulamaları finansal serbestleşmeyle beraber daha yumuşak bir yaklaşım geliştirmiştir. Akademik yönüyle, bankacılık sektörüne devlet müdahalesinde haklılık hep bir tartışma konusu olmuştur. Bankacılık sisteminin, zaman zaman içinde bulunduğu istikrarsızlıklar ve sonuç olarak finansal istikrar adına gerçekleştirilen müdahalelerin de uzun vadede problem olarak geri dönmesi bu tartışmalar içerisinde farklı bir boyut kazanmıştır.

Çalışmanın bu kısmı genel hatlarıyla birlikte değerlendirildiğinde, bankacılık sisteminin yapısı gereği kısa vadede borçlanıp, uzun vadede kredi vererek vade uyumsuzluklarıyla karşılaşan sorunlara devletin sigorta sistemiyle el atması beklenen bir tepkidir. Burada dikkat edilmesi gereken şey, bu sorunların sistemik sorunlar olması ve her zaman müdahalesinin gerekmediğidir. Bu görüş, Basel Komitesi'nin temel prensiplerinde de yer almaktadır. Diğer taraftan, banka iflasları mevduat sahiplerinin spekülatif davranışları sonucu gerçekleşirse, ya da bulaşıcı etki oluşturacak paniklere yol açarlarsa bankacılık sistemini tehlikeye sokabileceğinden ve krizlerin başlamasına neden olabilir. Ancak, bankacılık sektörü istikrarsızlıklarını düzene sokmak amacıyla gerçekleştirilen müdahaleler, sonuç olarak finansal sistemin istikrarına zarar verebilmektedir.

Merkez bankaları, ahlaki risk sonucu ortaya çıkan güvenlik ağına bağlı kaygılar sebebiyle sisteme müdahale edebilmektedir. Temelde sigorta sistemine ilişkin bir terim olan ahlaki risk, sigortalanmanın riski ve muhtemel kayıpları yok sayıldığına refere etmektedir. Bankacılık sisteminde de tam olarak fazla risk alma eğilimi olarak tanımlanır. Güvenlik ağının varlığında ahlaki çöküntü ortadan kaldırılamamaktadır. Bu çöküntünün sınırlandırılması için, mevduat sigortası sınırlandırılmalı ve bazı borç verenler sigorta dışı bırakmalı ve risk analizi yaparak risk üstlenmeleri sağlanmalıdır. Son borç alma yeri olarak merkez bankasına bakıldığında, ihtiyatlı bir duruşla, gelişmelere endeksli işlem göstermesi gerektiği açıktır. Önceden hangi finansal kuruluşun acil durumda ne kadar likidite alacağını belirlenmesi kabul edilmemeli, ihtiyaç anında karara bağlanmalıdır. Neticede, mevduat sigortası ve son kredi mercii uygulaması etkin ihtiyatlı gözetimle tamamlanmalıdır.

Aslında ihtiyatlı gözetim sistemi, merkez bankalarından ayrılmaya yönelmiştir. Bu ayrılmaya dair destekleyici görüşlerde ortaya atılmıştır. Bu

destekleyici görüşlerden biri de, Finansal istikrarın sağlanması ve devam ettirilmesi ile ihtiyatlı gözetimin gerçekleştirilmesi sorumluluklarının birbiriyle çelişmesi durumu olarak ifade edilmiştir. İlaveten finansal istikrarın sağlanmasında gözetimin sadece bankalar eksenli değil aynı zamanda banka dışı kuruluşlar açısından da gerekliliği, bağımsız bir merkez bankası açısından sorun oluşturabileceğine ilişkin görüşlerde ortaya çıkmıştır.

Merkez bankalarının finansal istikrar içerisindeki rolünü destekleyici faktör olarak karşımıza, mevduat sigortasının yetersizliği çıkmaktadır. Gerçek şudur ki, mevduat sigortası küçük mevduat sahiplerini kapsamaktadır. Dolayısıyla günümüze bakıldığında pasiflerin büyük bir bölümü sigortasız kalmaktadır. Bankaların yükümlülüklerini yerine getirmede bir finansal sistemde bu başarısızlık diğer bankalara yayılabilir ve diğer yükümlülüklerde temerrütlere neden olabilir. Bu nedenledir ki, mevduat sigortası probleminin kaynağında ve görülecek yayılcı etkileri için koruyucu bir kalkan rolünü gösterememektedir ve merkez bankalarının bankacılık sistemini Bankalar yükümlülüklerini yerine getiremezlerse, bu başarısızlık diğer bankalara yayılabilir ve elbette diğer yükümlülüklerde temerrütlere sebebiyet verebilir. Dolayısıyla merkez bankalarının oturtulmuş bir bankacılık sistemi yaratması gerekmektedir.

Merkez bankalarının üstlendikleri sorumlulukların akla uygunlu ve etkinliği, kendilerine has tecrübelerinden ve sahip oldukları bilgi arşivinden ve de koordinasyonu sağlayıcı ayrıca likidite sağlayıcı araçlarından kaynaklandığı bilinen bir gerçektir. Merkez bankaları ödeme gücünü kaybeden ve likidite sorunu yaşayan kuruluşlar arasında doğru tercih yapabilme sorunuyla karşılaşmışlardır. Bu tür durumlarda likidite ihtiyacını karşılamayı sistemik risklere karşı tedbir alma anlayışıyla gerçekleştirmişlerdir.

Para politikası ile finansal istikrar arasındaki bağlantının tespiti finansal istikrarın sağlanabilmesi için önemli fakat yeterli değildir. Bu anlamda incelenmesi gereken bir diğer konuda para politikaları altında finansal istikrarın nasıl bir yol izlediği analizi ve bu analizin yapılması suretiyle uygulanacak para politikasında karşımıza çıkacak risklerin önceden tespit edilmesidir. Dolayısıyla ele aldığımız gerekçeler dikkate alınarak yeni bir başlık altında para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sebepleri ve ikisi arasında çelişkilerin var olup olmadığına ilişkin değişik para politikaları altında finansal istikrarın durumu ele alınacaktır.

5. PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

5.1. Para Politikası ile Finansal İstikrarın Teorik Açıdan İlişkilendirilmesi:

“Para politikası ile finansal istikrarın teorik açıdan birlikteliğini sağlayan unsurlar, asıl olarak merkez bankalarının finansal istikrarda çok önemli görevlere sahip olmalarıyla ilgilidir. Literatürde merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasındaki rolü konusunda önemli sayılabilecek bir fikir birliği mevcuttur. Merkez bankaları finansal sistemde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olsun ya da olmasın görev ve yetkileriyle ilişkili olarak finansal sistemin işleyişinde ciddi etkiler oluşturmaktadır. Merkez bankalarının finansal sistemde düzenleyici ve denetleyici yetkilere sahip olmadığı ülkelerde de para politikası üzerinde tam yetki ile çalışan kurumlar oluşu ve bu politikaları uygularken sahip oldukları araçları bağımsız bir şekilde kullanabilmeleri, merkez bankalarının sistemin istikrarını sağlama konusundaki görevlerinin temel sebebidir.”³⁰

Para politikaları sonucu oluşabilecek çeşitli durumlarda finansal sistemin ne şekilde etkileneceği 3 farklı örnek verilmek suretiyle analiz edilmektedir.³¹

- **Enflasyonda Hızlı Değişimler ve Dalgalı Seyir:** Para politikasının yanlış uygulanması sonucu enflasyonda hızlı değişimlerle birlikte dalgalı bir seyir oluşması ihtimali yüksektir. Bu durumda enflasyon borç verenlerin reel gelirlerinde azalmaya neden olabilecekken borç alanlar için reel gelir artışı anlamına gelecektir. Söz konusu durum dezenflasyon oluşması halinde tersine dönecek ve reel gelir artışı borç alanlar için reel gelir azalışı ise borç verenler için avantajlı hale gelebilecektir. Gelirin yeniden dağılımı anlamına gelen bu durumun oluşması halinde, iflasların artması olasılığı artacak ve bankacılık sistemindeki kredi kalitesinde ciddi zedelenmelerle karşılaşabilecektir.
- **Sıkı Para Politikası Sonucu Oluşan Düşük Enflasyon:** Sıkı para politikası sonucu oluşan düşük enflasyon ortamında bireylerin ve kurumların nakit para taleplerinde artış görülmesi kabul edilen bir davranıştır. Nakit para talebinin artışı ise bankacılık sistemindeki

30 Özcan S., ‘ın, 2006” Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi” başlıklı Uzmanlık yeterlilik tezi syf. 23

31 Sinclair Peter J.N. .Central Banks and Financial Stability., Bank of England Quarterly Bulletin, Kasım 2000. ss. 377-391.

mevduatların azalmasına bu yolla bankacılık sektörü açısından kâr kaybının oluşmasına neden olarak finansal istikrar yönünden ciddi bir sorun teşkil edecektir. Bankacılık sektörünün kârlılığının düşmesi sektörde özellikle mali bünyesi bozuk olan bankalar için önemli bir iflas sebebidir.

➤ ***Kısa Vadeli Faizlerin Para Politikası Aracı Olarak Kullanılmaları:***

Para politikası ile finansal sistemin ilişkisinin daha iyi kavranabilmesi için verilecek son örnek ise, merkez bankalarının istikrarlı enflasyon hedeflerini tutturmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını araç olarak kullanmalarına ilişkindir. Kısa vadeli faiz oranlarının fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hızlı ve geçici bir şekilde değiştirilmesi, ekonomik hayattaki başarısızlıkların söz konusu dalgalanmaya bağlı olarak artmasına sebebiyet verecektir. Yani istikrarlı olmayan faiz oranları ekonomik ajanların gelecek beklentilerinin olumsuz yönde değişmesine yol açmakta bu nedenle önemli kâr kayıplarına sebep olabilmektedir. Bu durumda bankacılık sistemi ekonomik hayatta yaşanan başarısızlıklara bağlı olarak yine aktif kalitesinde problemlerle karşılaşacak ve sektörün ekonomiye sağladığı kredi miktarının düşmesine neden olan “kredi sıkışması” durumunu yaratabilecektir.

5.2. Merkez Bankalarının Finansal İstikrarı Sağlamada Kullandığı Araçlar:

Finansal aracılık hizmetlerinin istikrarlı bir şekilde karşılanması finansal istikrar politikalarının amacıdır. Bu politikalar kredi arzı ve likiditedeki aşırı artış ve azalışları önlemeyi amaçlamaktadır. Sıkı düzenleyici standartlar finansal aracılığın maliyetini yükseltmekte ve bu şekilde bazı firmaların ve hane halklarının krediye ulaşma imkânını azaltmaktadır³².

İktisat politikalarında finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak uygulanacak iki hususun göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Bu hususlardan *ilki*, finansal istikrar ve diğer amaçlar arasındaki ödünleşmeye ilişkindir. İflas eden birinin daha fazla sorun yaşaması, yasaların kredi verenlerin lehine hazırlanması sonucudur. Bu durum finansal istikrarsızlıkla karşılaşma olasılığını azaltmaktadır.

³² Bank of England, 2009 : 9

Diğer bir deyişle borç vereni koruyan yasalar finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Diğer yandan bu tür yasalar daha az risk alımına yol açmakta, yatırım ve ekonomik büyümede azalmalara neden olmaktadır.

İktisat politikalarında finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uygulanan *ikinci* husus ise, ahlaki tehlikeye ilişkindir. Finansal istikrara katkı yapan politikalara bazı özel kurumların kendi finansal istikrarını verdikleri önemi azaltabilmektedir. Ahlaki tehlike finansal istikrar politikasında yaygın bir konudur. Örneğin mevduat sigortası özel kurumların kendi finansal istikrarını sağlama konusunda daha isteksiz davranmalarına yol açabilmektedir. Mevduat sigortası banka başarısızlığının mudiler üzerindeki etkisini içermekle birlikte, mudilerin bankaların kredi değerliliğini daha az gözlemlenmelerine sebebiyet vermektedir. Neticede mevduat sigortasının olmadığı durumlarda bankalar, daha ucuz ve daha fazla miktarda fon sağlamaktadır. Mevduat sigortası böylece riskli borç vermeyi teşvik etmekte ve banka başarısızlıklarının ortaya çıkma olasılığını yükseltmektedir.³³

Tabi burada sadece mevduat sigortasının uygulanmasından dolayı finansal istikrarın sağlanmasında alınan tedbirler ahlaki tehlikeye neden olmaktadır fikri doğru değildir. Merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak için uyguladıkları politikalar ekonomik birimlerin riskli yatırımlara girişmesine neden olabilecektir. Bunun nedeni yatırımcıların merkez bankası politikasının finansal kurumların batmasını önleyecek şekilde uygulayacağına dair beklentileridir.

Finansal kriz dönemlerinde kriz ortamından kurtulmak için uygulanan iktisat politikalarına da değinmekte fayda vardır. Birçok ülkede politika yapıcılar özellikle çeşitli müdahalelerde bulunmaktadırlar. Bu müdahaleler parasal genişlemeden ödeme gücü olmayan finansal kurumların kurtarılmasına kadar geniş bir alanı kapsamaktadır. Kurtarma operasyonlarında başarı gösterilse bile bazı eksikliklerden kurtulamayacaktır. Zira çoğunlukla bu tür operasyonlar bütçe için fazlaca maliyetli olmaktadır. Böyle bir durumda etkisi olmayan bankaların faaliyetlerine devam etmesine neden olabilmekte ve gelecekteki kurtarma operasyonlarına dair beklenti ortaya çıkarmaktadır. Böylece bankaların yeterli risk yönetimlerine yönelik çabaları azaltılmış olmaktadır. Bankacılık sektöründeki zararları önlemek amacıyla gerçekleştirilen parasal genişleme aynı zamanda enflasyonist etki de ortaya çıkarmaktadır³⁴.

33 Allen W.A. & Wood, G. (2006) Defining and Achieving Financial Stability. Journal of Financial Stability.s.160 -161

34 Demirgüç – Kunt, A. & Detragiache, E. (1998) The Determants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. IMF Staff Paper.s. 81 -82

5.3. Para Politikası ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişkinin Şekli

Ülke ekonomileri için düşünüldüğünde finansal istikrarın yararlı ve zorunlu bir koşul olduğu hususunda kuşku duyulmamaktadır. Piyasa katılımcıları olan yatırımcılar ve tasarruf sahiplerinin finansal istikrarın sağlandığı bir ekonomide faaliyetlerini rahatça, güven ve şeffaflık içerisinde yürütmeye tereddütlü ve isteksiz olmayacaktır. Yine böyle rahat ve güven verici istikrar ortamının sağlandığı bir ekonomide, finansal etkinliği sağlama ve kaynakları etkin dağıtma koşulları daha çok oluşacaktır. Böyle bir ortamda elbette makroekonomik politikaların yürütülmesinde de düzenli ve sağlam bir uyum yakalama fırsatı yüksek olacaktır. Finansal istikrarsızlığın yaşandığı bir ekonomi ortamında, reel gelirden hızlı düşüşler, finansal değişkenlerin ve varlıkların değerinde ani düşüşler ve oynaklıklar var olacak neticede çeşitli krizlerin oluşumuna zemin hazırlayacaktır.

Bir kamu malı olarak finansal istikrarı düşünmek mümkündür. Bu kamu malının tüketimine katılanların elde ettikleri fayda diğer tüketicilerin tüketimlerini negatif yönde etkilememektedir. Diğer taraftan kamu malının yeterli miktarda tüketicilere sunmak kamusal alanın sorumluluğudur. Burada bilinen bir gerçek vardır ki, ilgili kurum veya kurumlar istikrarı sağlamak amacıyla finansal sistem ve piyasalara kendi görev ve tanımları dahilinde politika geliştirmekte, müdahale etmekte ve çeşitli düzenlemeler getirmektedir. Ancak finansal piyasalarda, her zaman istikrarsızlık oluşturma ve piyasa başarısızlıkları neticesinde krize girme eğilimi taşıdıkları söylenebilir. Dolayısıyla kamusal alan her zaman finansal sistemin ve piyasaların istikrarına yönelik sorumluluk taşımaktadır ³⁵.

Finansal istikrarı sağlayacak ve sürdürecektir kurum olarak merkez bankalarına kamusal bir görev yüklenmesinin altında yatan neden, sistem içinde kullanılan para biriminin üzerinde kontrol gücünün olması ve fiyat istikrarının merkez bankaları için temel hedef olmasıdır. Merkez bankaları finansal istikrar adına gerekli gördüğü takdirde, likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak başta olmak üzere, altyapıya yönelik düzenlemeler ile yasal düzenlemeler, finansal istikrarı sürdürmeye yönelik politikalar yürütmektedirler³⁶. Merkez bankalarına gözetim ve denetim görevi, ilgili ülkenin kendi koşullarına göre direkt olarak verilmekte ya da sistem içinde faaliyet gösterecek başka bir kuruma verilebilmektedir. Ancak, Merkez bankalarının direkt olarak böyle bir görevi olmadığı ülkelerde, Merkez Bankası dolaylı olarak diğer kurum ile eşgüdümlü olarak finansal

35 https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf

36 Jeffrey, M., 'Financial Panics, The Seasonality of The Nominal Interest Rate, and The Founding of The Fed.', American Economic Review, Vol. 76, No.1, ss. 125-40.

istikrarı sağlayacak şekilde faaliyet göstermektedir³⁷.

“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”³⁸.

6. FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINDA KAMUSAL MÜDAHALE GEREKLİLİĞİ

Genel olarak finansal istikrarsızlık unsurlarının neden kamusal müdahale gerektirdiğine ilişkin bir takım unsurlar söz konusudur. “Finansal piyasalardan kaynaklanan istikrarsızlıkların kamusal müdahale gerektirdiğine yönelik olarak yapılacak açıklamalardan önce şunu belirtmek gerekmektedir. Finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte kamusal müdahale gerekliliği konusunda literatürde genel kabul görmüş bir durum olmasının yanında finansal piyasaların doğasında olan oynaklıklara müdahale edilmemesi de gerekmektedir.”³⁹.

Bu açıklamaların ışığında finansal piyasalardan kaynaklanan istikrarsızlık unsurlarını ise şu şekilde açıklamak mümkündür⁴⁰: İlgili finansal varlık fiyatında meydana gelen oynaklığın ilgili finansal piyasayı risk altına sokması ve oynaklığın bulaşıcılık etkisi ile diğer finansal piyasaları etkilemesi halinde, finansal sistem istikrarsızlığa girme eğiliminde olacaktır. Bu durum kamusal müdahalenin gerekliliğini göstermektedir.

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”⁴¹.

Genel olarak finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından izlenen süreç tablo 2’de detaylı olarak verilmiştir.

37 https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf

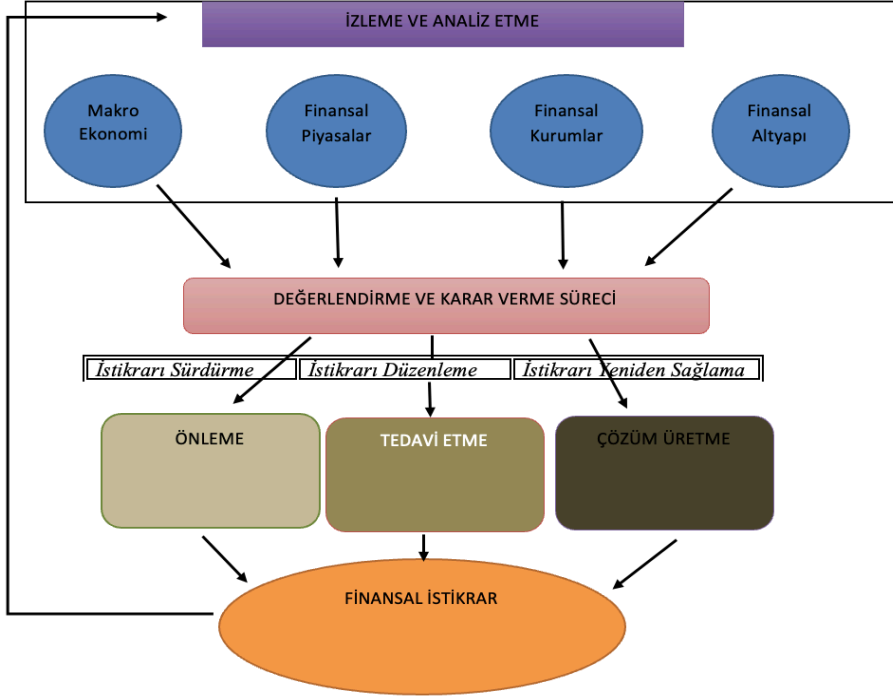
38 Lucas, P., ‘Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy’, Vice President of The ECB at The Third Conference of The Monetary Stability Foundation on ‘Challenges to The Financial System . Ageing and Low Growth.’, Frankfurt, 7 Haziran 2006. s.3.

39 https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf

40 Crockett, ‘Why is Financial Stability a Goal of Public Policy.’, syf.15.

41 https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf

Tablo 2. Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Açısından İzlenen Süreç⁴²



Tablo 2 incelendiğinde; kamusal alanda faaliyet gösteren kurumların finansal istikrarı sağlamasına yönelik yürütmekte olduğu işlemler sırasıyla gösterilmiştir.

İşleyiş sürecine bakıldığında ilk yapılması gereken eylemin, makroekonomik ve finansal durumun etkin bir şekilde gözlemlenmesi, oluşabilecek risk ve oynaklıkların iyi yorumlanması gerektiğidir. Devamında, elde edilen bilgiler ışığında finansal istikrarın o anki durumu hakkında değerlendirmeler yapılması ve faaliyet olarak nasıl bir yol izleneceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Böylece yapılan analiz ışığında oluşan risklere karşı politikaların oluşturularak kullanılması, süreç eğer istikrarsızlığa doğru bir eğilim gösteriyorsa bunun ortadan kaldırılmasına yönelik politikaların devreye koyulması 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*

42 Sezgin, O. & Darıcı, B., Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel-Spesifik Para Politikası Uygulamaları s.18

*politikalar konusunda belirsizliğin artması ve sürecin git gide zorlaştığını ortaya koymaktadır*⁴³.

7. FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASI VE SÜRDÜRÜLMESİNDE MERKEZ BANKASININ SORUMLULUĞU

“Merkez bankaları başlangıçta son borç verme merci olarak finansal istikrarı sağlamak ve likidite krizlerini önlemek amacıyla oluşturulmuşlardır. Daha sonraları ise yönetmelik ve denetim aracılığı ile bunu gerçekleştirmişlerdir. Büyük depresyon ve yirminci yüzyıldaki enflasyon deneyimlerinin ardından merkez bankalarına yeterli istihdam ve fiyat istikrarı şeklinde iki amaç için görev verilmiştir. Küresel finansal kriz, finansal istikrar amacını ve son ödünç verme merci fonksiyonunu ön plana çıkarmıştır”⁴⁴.

“Küresel krizden önce para politikasının oluşturulmasında finansal istikrar ile ilgili konular sınırlı bir öneme sahipti”⁴⁵.

Küresel krizin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin sadece finansal sistem üzerinde görülmesi aynı zamanda reel ekonomiyi de etkilemiştir. Bu etkilerin yalnızca ABD ekonomisinde sınırlı olmadığı bilinen bir gerçektir. Başta Avrupa ülkeleri olmak üzere birçok gelişmiş ya da gelişmekte olan ülke; küresel krizin kendi ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerini dağıtmak için ekonomi politikalarını oluşturmuştur. Bu kriz sürecinde finansal sektördeki olağan dışı durumları takip eden belirsizlikteki ani artış, reel ekonomideki gelişmeleri şekillendiren önemli bir unsurdur. Belirsizlik finansal kurumların borç verme ve ekonomik ihtiyaçları finanse etme isteklerini etkilediği gibi, servet veya bilançolara baskı yapabilmekte ve hane halkı ile işletmelerin yatırım planlarını finanse etme yeterliliklerini azaltabilmektedir. Reel ekonomi için de belirsizlik söz konusudur. Çünkü belirsizlik hane halklarının ve firmaların harcamalarını ertelemelerine yol açmakta ve ihtiyaç amaçlı tasarruflarını ise artırmalarına neden olmaktadır. Sonuçta, finansal kurumların kredi aracılığı veya likidite sağlama yeterliliği azalmaktadır⁴⁶.

Merkez bankaları küresel ekonomik krizin olumsuz etkileri üzerine finansal

43 https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf

44 Cukierman, A. (2010) , Reflections on the Crisis and on its Lessons for Regulator Reform and for Central Bank Policies. Journal of Financial Stability,32-33

45 Dell’Ariccia, G. L. L. & Suarez, G. (2013) Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States. IMF Working Paper. No:13/143

46 Avrupa Merkez Bankası (ECB), 2010. s. 50

istikrar üzerinde daha fazla durmuşlardır.

“Finansal istikrara merkez bankaları tarafından verilen önemin nedenlerinden biri finansal istikrarsızlığın maliyetlerinin büyük boyutlarda olabilmesidir. Bunun nedeni ise bankacılık sektöründen reel ekonomiye doğru yayılma etkisinin ortaya çıkmasıdır. Ayrıca bankacılık sistemine olan güvenin kaybolması ve sonrasında ortaya çıkan banka hücumları ekonominin resesyona girmesine neden olabilmekte, bu ise bankacılık sektöründeki sorunları derinleştirerek bir kısır döngü ortamı yaratabilmektedir. Küresel kriz ile birlikte artan sorumlulukların yanında Merkez bankaları, finansal sistemin yakından izlenmesi ve risk unsuru oluşturan gelişmelerle ilgili analizlerin yapılıp düzenleyici tedbirler alınması yönünde çalışmalar başlatmış ve öncelikli konuları arasına girmiştir”⁴⁷.

Yukarıdaki açıklamalar göz önüne alındığında merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında genel olarak etkin rol üstlenmesinin bazı sebepleri bulunmaktadır. Bu nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz⁴⁸:

- a. Merkez bankası yasal ödeme aracının ve acil likiditenin tek sağlayıcısıdır. Yani son ödemeyi sadece merkez bankası yapmaktadır.
- b. Ulusal ödeme sisteminin aksamadan çalışması fonksiyonunu merkez bankası üstlenmektedir. Geleneksel olarak sistemik risk ve bankadaki sorunun diğer bankalarda ve özellikle ulusal ödeme sisteminin temelini oluşturan bankalarda sorun yaratma olasılığı olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bir bankadaki sorun ulusal ödeme sistemi aracılığı ile büyüyecek ve ödemelerde tıkanıklığa ve yaygın bir domino etkisine sebep olabilecektir.
- c. Para politikası, bankacılık sistemi üzerinde aktarım mekanizması aracılığıyla ekonomiyi etkilemektedir. Bankacılık sisteminin sorunlu olması merkez bankasının para politikası amaçlarına ulaşmak için gerekli olan likiditeyi sağlamasını güçleştirecektir. Bu bağlamda merkez bankalarının istikrarlı finansal piyasalara ve güçlü finansal kurumlara doğal bir ilişkisi bulunmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları; bankacılık sisteminde istikrarın korunması, zamanında problemlerin tespit edilebilmesi yeteneğinin kazanılması ve düzeltici uygulamaları etkileyecek bir rol alması gerektiğiyle ilgilenmektedirler.
- d. Parasal istikrar ve finansal istikrar arasında açık bir bağlantı

47 Tabak, B. M. & Staub, R. B. (2007) . Assessing Financial Instability: The Case of Brazil. Research in International Business and Finance.s.21, 188-202.

48 Schinasi, G. J. (2003). Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. IMF Working Paper.s. 7-8

bulunmaktadır. Finansal istikrarsızlığın bulunması parasal istikrarsızlığa neden olmaktadır.

Yukarıdaki nedenler ele alındıktan sonra ilave olarak şunları söylemek mümkündür;

Merkez bankaları finansal düzenlemelerin etkinliğinin artırılması yönünden de önemli bir rol üstlenmektedir. Para politikasının finansal istikrar üzerindeki etkisi değerlendirilirken aşağıdaki hususların dikkate alınması gerekmektedir⁴⁹:

- Para politikası amaçları birincil fiyat istikrarı amacını tamamlayan açık bir ikincil almaç olarak finansal istikrarı kapsamalıdır.
- Para politikası hedefleri kredi piyasalarındaki gelişmeleri veya belirli varlık fiyatlarını dikkate almalıdır. Örneğin para otoritelerinin çoğu varlık fiyatlarının yer almadığı fiyat endeksine odaklanmaktadır. Diğer yandan ev fiyatları gibi teminatlı kredi ilgili olduğu bilinen belirli varlık fiyatlarının fiyat endekslerine dâhil edilmesi gerektiği yönünde öneriler de bulunmaktadır.
- Politika hedefi için oluşturulan zaman dönemi genişletilmelidir. Cari enflasyon hedefleri çoğunlukla kısa dönemler için (iki yıl) oluşturulmaktadır. Diğer yandan finansal dengesizliklerin ortaya çıkması genellikle daha uzun zaman almaktadır. Politika döneminin orta döneme genişletilmesi politika hedefinden sapma riskine daha güçlü odaklanılmasına imkân vermektedir.

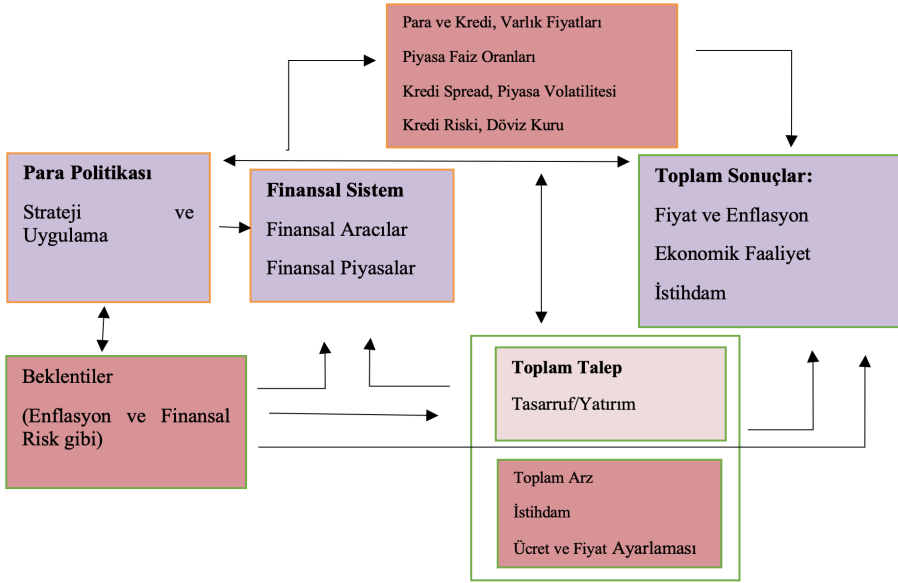
Yukarıdaki açıklamalara bakıldığında finansal istikrar ve parasal istikrar arasında çok açık bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Bu ilişki geniş tanımla para arzı eşitliğinden yararlanılarak şu şekilde ifade edilebilmektedir⁵⁰

$$M=mB^{51}$$

49 Nier, E.W. (2009) Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. IMF Working Paper. No:09-10

50 Schinasi, G. J. (2003). Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. IMF Working Paper.s.8

51 **M** para stokunu; **B**, merkez bankası parasını veya yüksek güçlü parayı ve **m** ise para çarpanını göstermektedir. Para stokunun para çarpanı ile merkez bankası parasının çarpımına eşit olduğunu göstermektedir.

Tablo 3. Para Politikasının Aktarım Mekanizması ve Finansal Sistem⁵²

Merkez bankalarının, finans piyasalarının gözetim ve denetim fonksiyonu için para arzının altına bağlı olduğu ve para politikasının düşük fiyat ve yüksek istihdamı hedef aldığı dönemlerde yeterli zemin yoktu. Böyle bir dönemde birçok merkez bankasının bağımsızlığı da yoktu ve politika araçları kamu otoritesi kontrolündeydi. Yine bu dönemde finans piyasalarından kaynaklanan krizler, mevduat sigortası vb. uygulamalara bağlı ahlaki risk gibi problemleri de yoktu⁵³.

Takriben son 30 yıllık periyoda bakıldığında, parasal istikrar konusunda ekonomilerin belirli bir istikrarı yakaladığı ve başarı sağladığı görülebilmektedir. Ancak aynı dönemde finansal istikrar anlaşılması ve sağlanması zor bir olgu olmuştur. Özellikle 1980'lerden sonra finansal istikrarsızlık süreçlerindeki artış, tüm ekonomi kurumlarının dikkatini finansal istikrarın sağlanmasına çekmiştir⁵⁴. Bu noktada artık fiyat ve parasal istikrarın sağlanmasının finansal istikrar için gerekli ancak yeterli bir faktör olmadığı da gerçeği fark edilmiştir. Son dönem ekonomik gelişmeler incelendiğinde, serbest bir ekonomik yapılanmanın var olduğu görülecektir. Devamında ise uluslararası ekonomik

52 Gameiro, I.M., Soares, C. & Sousa, J. (2011). Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin.Spring.s.14

53 Schioppa, T.P (2002) .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. ss. 269-310.

54 Borio, B., .Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?.,s.84.

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 olamamıştır⁵⁵. Bu durumun temel nedeni, para yaratma ve parasal aktarım sürecinde bankalar ve nispi olarak finansal kurumların da önemli ölçüde etkilerinin bulunmasıdır. Merkez bankası bu noktada para biriminin hesap birimi ve değişim aracı olarak etkin kullanılmasını sağlama adına finansal istikrarı gözetmek durumundadır⁵⁶. Son dönem finansal gelişmelere bakıldığında ise, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede finansal sistemde istikrarsızlıkların ve krizlerin yaşandığı görülmektedir. Finansal ve parasal rejimlerdeki değişim ekonomilerin işleyiş şekillerini değiştirmiştir. Finansal serbestleşme süreci ile birlikte kredi piyasalarında hızlı yükseliş ve düşüşler, özellikle finansal varlık fiyatlarında ani hareketlerle birlikte ekonomik dalgalanmalar artmaya başlamıştır⁵⁷.

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 kırılganlıklar ekonomik açıdan makro boyutlu bir sorun ve enflasyon açısından da göz önünde bulundurulması gereken önemli bir durum olarak ortaya çıkmıştır⁵⁸. Merkez bankalarının fiyat istikrarına yönelik olarak izledikleri para politikalarında esneklik sağlamaları ve ortaya çıkacak dalgalanmaları önceleyen ve göz önünde bulunduran politikalar üretmeleri kaçınılmaz olmuştur⁵⁹. Bu noktada eklenmesi gereken özel bir durum bulunmaktadır; finansal piyasaların küreselleşmesi, finansal serbestleşme 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 gösterilebilir⁶⁰. Bu durum ise Merkez bankaları için iki sonuç

55 Mervyn, K., .Challenges for Monetary Policy: New and Old., New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu, Federal Reserve Bank of Kansas City, 27 Ağustos 1999. s. 5.

56 Schioppa, T.P (2002) Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between., s.274.

57 Mishkin, .Financial Stability and Globalization: Getting It Right., s.219.

58 Borio, B..Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?., s.84.

59 Claudio B., 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.

60 Claudio B. The Search for The Elusive Twin Goals of Monetary and Financial Stability., s.2.

üretmektedir; Bunlardan *ilki* finansal değişkenlerin ekonomideki değişimi incelemesinin ekonomik değişkenlerde oynaklık yaratması ya da var olan oynaklığı arttırması olasılığıdır. *İkincisi* ise incelemenin Merkez bankasına makroekonomik anlamda bazı problemlerin oluşacağına ilişkin önceden sinyal üretmesidir⁶¹. Finansal istikrar açısından ilgili bu iki durum, Merkez bankalarının izlemekte olduğu para politikasının etkinliği amacıyla dikkat edilmesi gereken hususlardır. 2008 küresel finansal krizi çıkmadan önce 2007 yılı içinde ipotekli konut kredileri piyasalarında kredi geri dönüşlerinde yaşanan sorunlar bu duruma bir örnek olarak gösterilebilir. “Finansal istikrarı hedef alan merkez bankaları çeşitli sorumlulukları yüklenmek zorunda kalmaktadır. Bu bağlamda merkez bankaları bankalar arası ödeme sisteminin merkezinde yer almakta, ticari banka varlıklarını çeşitli araçlar ile ayarlamakta ve bankaların rezervlerini tutmaktadırlar. Bankaların finansal sistemde kredi toplama ve reel ekonomiye aktarım sürecinde merkez bankaları, likidite açısından bankaların kendilerine bağlı olarak faaliyet göstermelerine sağlayacak bir yapı inşa etmişlerdir. Bununla beraber sistemde işlem gören tek para birimine olan güveni inşa ederek sisteme dâhil tüm katılımcıların faaliyetlerini doğrudan etkilemektedir. Bu açıdan bir kez daha Merkez Bankalarının finansal sistemin önemli bir parçası olduğunu ve finansal sistemin istikrarlı işlemesinden sorumlu olduğunu söylemek mümkündür”⁶². Tablo 4’te bazı Merkez Bankalarının fiyat istikrarını sağlama yanında, finansal istikrar bağlamında görevleri ve sorumlulukları hakkında kısa bilgiler verilmiştir.⁶³

61 Claudio, B. Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?, s.85.

62 Schioppa, T.P (2002) Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between., s.274.

63 Ferguson, R. W. (2002). “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?” *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s.21

Tablo 4: Finansal İstikrarın Açık Bir Şekilde Amaçlandığı Bazı Merkez Bankası Örnekleri

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 sağlamlık bakımından finansal sistemin işleyişine katkıda bulunmak.

7.1. Finansal Sisteme ve Finansal Kuruma Yönelik Düzenlemeler:

“Finansal istikrara yönelik merkez bankasının temel hedefi, sistemin tamamını risk altına alacak etkileri ortadan kaldırmaya yönelik politikalar oluşturmaktır. Bu açıdan merkez bankasının, etkin denetim ve gözetim 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 ilgilidir⁶⁴.

“Makro boyutlu düzenlemeler daha çok doğrudan ya da dolaylı olarak finansal sistemin tümüne etki edebilecek düzenlemelerden oluşmaktadır. Dolayısıyla sistemik risk yaratabilecek ve yayıcı özelliği gösterebilecek durumlar ve başarısızlıklar merkez bankaları tarafından takip edilmektedir. 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 bazı* düzenlemeler yapma sorumluluğu getirmektedir⁶⁵. Bundan dolayı bu tür durumlara karşı merkez bankaları ve etkin denetim-gözetim yapan kurumların iletişim içinde olmaları, planlı ve koordineli çalışmaları gerekliliği doğmaktadır.

Finansal istikrarın sürdürülebilmesi ve sağlanması için makroekonomik bazı düzenlemeler çerçevesinde ortaya çıkan iki durum söz konusudur. Bunlardan ilki, finansal sistemin karşı karşıya olduğu risklerin ne sıklıkla ve ne boyutta olduğu ikincisi ise, finansal istikrarsızlıkların sürdürülemez bir seviyeye gelip gelmediğidir⁶⁶. Merkez bankaları açısından ortaya çıkabilecek bir riskin önceden belirlenmesi 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 gerçekleştikten sonra sonuçlarına yönelik çözüm önerileri üretilebilmektedir⁶⁷.

Doğası gereği dinamik, istikrarsızlığa (başarısızlığa) girme eğiliminde olan ve bulaşıcılık özelliği gösteren finans piyasalarında, beklenmedik ani kırılmaların olması ve tahmin edilememesi muhtemeldir. Aynı şekilde, dinamik bir yapı içeren, ulusal - uluslararası gelişmeler ile birlikte tanımlanmasında

64 Schioppa, T.P (2002) Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 297.

65 Papademos, L. (2006). “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. S.6

66 Schioppa, T.P (2002). Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 297.

67 Papademos, L. (2006). “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. S.6

ve yapısında farklılıklar meydana gelen finansal istikrar ve istikrarsızlığın da belirsizlik sürecine katkısı bulunmaktadır. Finansal kuruma yönelik mikro boyutlu düzenlemelere bakıldığında ise, bunların sadece küçük çaplı kaldığı yani riski oluşturan kuruma yönelik olarak uygulandığı, risk oluşturacak kurumun ise benzer diğer kurumlar ile karşılaştırılması sonucu belirlendiği ve etkin denetim – gözetim yapan kurumlar tarafından gerçekleştirilen uygulamalar olmaktadır⁶⁸.

Kamu kurum veya kurumlarının finansal piyasalarda faaliyet gösteren katılımcıların risklilik durumlarına göre incelemeler yapması ve bu katılımcıları denetlemesi söz konusudur. Diğer yandan risk unsurunu sadece tek bir kuruma yönelik analiz ile ortaya koyma zorluğu vardır. Bu bakımdan etkin denetim ve gözetim yapacak olan kurumun yaklaşımı, birçok kurumu ve sistemin tamamındaki dalgalanmaları içerebilen risk unsurlarını belirleme yönünden etkili olamamaktadır⁶⁹. Dolayısıyla makro ve mikro boyutlu düzenlemelerin çok net bir şekilde birbirinden ayırt edilmesi ve birbirinden ayrı uygulamalar olarak ele alınması sorun teşkil etmektedir. Temelde tek bir kurumun oluşturduğu riske yönelik olarak uygulanan ve direkt sisteme yönelik bir düzenleme olmayan mikro boyutlu düzenlemeler de sisteme yönelik oluşabilecek riskleri yok 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 değildir. Bu şekildeki bir ayırım, ilgili kurumların fonksiyonlarını yerine getirebilmesi adına etkin çalışmasını güçleştirecektir⁷⁰.

Birbirini tamamlayacak şekilde makro ve mikro boyutlu düzenlemelerin olması ve ilgili kurumlar tarafından düzenli bir şekilde yürütülmesi gerekliliğine ve bu durumun oluşturacağı olumlu etkilerine dair üç maddelik birer argüman bulunmaktadır⁷¹. *İlk argüman*, merkez bankası tarafından, etkin denetim ve gözetim yapan kuruma ait bilgi setinin kullanılması, ödemeler sisteminin ve diğer kritik finansal yapıların kontrol altında tutulması ve etkin olarak yönetilmesi yönünden yararlı olacaktır. Bu açıdan etkin denetim ve gözetim yapan kurum merkez bankasının güçlü bir ortağı şeklinde fonksiyon yüklenecektir. Bunun dışında merkez bankalarının, bankalara lisans veren ve onları denetleyen

68 Claudio, B. Craig Furfine ve Philip Lowe, .Pro-Cyclicality of The Financial System and Financial Stability: Issue and Policy Options., BIS Papers 1, Mart, 2001.

69 Schioppa, T.P (2002) .Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 298.

70 Andrew, C. .Marrying The Micro and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability.,Eleventh International Conference of Banking Supervisors, In Basel, 20-21 Eylül, 2000

71 Schioppa, T.P. (2002).Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 298.

kurumlarla da koordineli olması, sistemde risklerin oluşması durumunda, bu risklerin ortadan kaldırmasında yararlı olacaktır. Zira ilgili kurumlar banka ve finansal kurumların krediler, varlıkla, ödemeler vs. yönünden sağlamlığını denetleyen kurumlar olması bu kurumların bilgi seti ve koordinasyonu finansal istikrar açısından merkez bankasının yürüttüğü makro boyutlu düzenlemelerin etkinliğini artıracaktır.

İkinci argüman ise, Makro boyutlu düzenlemelerin gerçekleştirilmesinde, etkin denetim ve gözetim yapan kuruluş veya kuruluşların da katkısı olabilecektir⁷². Bu açıdan finansal istikrara yönelik makro boyutlu düzenlemelerin etkin olarak gerçekleştirilmesinde değişik kaynaklardan elde edilen bilgiler de faydalı olacaktır. Yani makro boyutlu düzenlemede toplulaştırılmış veri seti ve ortalama piyasanın hareketine bakmak bazı durumlarda neticeyi negatif yapabilir. 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 gerektirebilir⁷³.

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 görülmektedir⁷⁴. Bu açıdan, finansal istikrarın sürdürülmesi ve sağlanması için 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 olabilecektir⁷⁵. 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 uygulamalıdır⁷⁶. Buna göre hiçbir şekilde müdahale etmeden süreci kendi haline bırakmak, uluslararası ve ekonomik etkiler açısından zincirleme bir sarmal oluşturabilmektedir. Dolayısıyla dinamik bir yapıya sahip olan finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için bir altyapı ve çatı oluşturmak ve bunu sürdürmek gerekecektir.

72 Papademos, L. (2006). "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. S.6

73 Borio, B. .Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?., s.85.

74 Ferguson, R. W. (2002). "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s 23.

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

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

7.2. Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Aktivist Politikaların Derecesi

Merkez bankasının yürüteceği politikaların etkinliği ve oluşturacağı sonuçlar açısından finansal istikrara ilişkin 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 ve finansal istikrara yönelik aşırı Aktivist bir politikanın ekonomik değişkenlerdeki oynaklığı arttırıp arttıramayacağıdır. Buna bağlı olarak aşağıda bu üç durum değerlendirilmeye çalışılacaktır.

7.2.1. Finansal istikrar ve diğer makroekonomik amaçlar arasındaki ilişki

Aktivist bir politika izlemesi, diğer gerçekleştirmek istediği makroekonomik sonuçları destekliyor ve diğer amaçları ile uyum sergiliyorsa merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak bir sorun oluşmayacaktır⁷⁷. Bu durumda finansal istikrar amacına ağırlık verilmesi para politikası açısından etkinliğin sağlanması eksenli bir adım olabilecektir. Örnek olarak, kredi arzında meydana gelen hızlı ve beklenmedik artış ile birlikte, ekonomik büyümenin de beklenenden yüksek çıkması gösterilebilir. Bu gelişme karşısında finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak sıkı para politikası uygulanması, ekonomik istikrar açısından da fayda sağlayacaktır⁷⁸.

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 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 oluşturabilmesidir⁷⁹.

77 Ferguson, R. W. (2002). "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s 10.

78 Ferguson, R. W. (2002). "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s.10.

79 Garnon, A. ve Haltmaier K., "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

7.2.2. Finansal istikrar 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 yaratabilir”⁸⁰.

7.2.3. Finansal istikrar doğrultusundaki aktivist politikanın beklenmeyen sonuçları; makroekonomik 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 artmasına neden olabilir”⁸¹.

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 makroekonomik 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 makroekonomik bazı olumsuzluklar yaratmadan ortadan kaldırılması da pek olanaklı gözükmemektedir”⁸².

80 Ferguson, R. W. (2002). “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?” *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s.11.

81 Prasanna G. ve Chay F. Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy., Bank of England Quarterly Bulletin, Winter 2005, s. 446.

82 Alan, G. .Economic Volatility., Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31, 2002. s.3.

8. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINDA FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlaması (düşük ve istikrarlı enflasyon) gerektiği konusunda geniş bir fikir birliği bulunmaktadır. Birçok ülke merkez bankalarına bu amacın gerçekleştirilmesi için yetki vermiştir. Tüketici fiyatlarındaki artıştan paranın satın alma gücü olumsuz etkilenmektedir. Paranın reel değerini sabit bir tüketici fiyatları endeksi korumaktadır. İstikrarlı fiyatlar ile birlikte par, hesap birimi, mübadele aracı ve değer saklama fonksiyonlarını en iyi şekilde yerine getirmektedir⁸³.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki farklılıklar tablo 5'te gösterilmiştir.⁸⁴ Merkez bankalarının yasal bazda finansal istikrara olan müdahalesi fiyat istikrarına göre daha zayıftır. İlginçtir ki, Yasa da temel sıklıkla anılmamasına rağmen merkez bankalarının öncelikli amaçlarından biri fiyat istikrarı olmuştur. Merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasındaki rolü daha çok yasanın yorumlanmasına dayalıdır. Merkez bankalarının çoğunun finansal istikrarın sağlanması ile ilgili yasal bir sorumluluğa sahip olmadığından kamuoyuna ve iktisadi otoriteye karşı hesap verilebilirliği söz konusu değildir. Fiyat istikrarının kavramsal, yasal ve sorumluluk çerçevesi merkez bankası açısından son derece açıktır.

83 Issing, O. (2009) Asset Prices and Monetary Policy. Cato Journal.s.45.

84 Cihak M. (2010) Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence, Oesterreichische Nationalbank, 38th Economics Conference 2010. Central Banking After the Crisis, Vienna.s..45

Tablo 5. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarının Karşılaştırılması

	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar
Genel Tanım	Açık	Farklı tanımlar
Operasyonel tanım	Açık (Değişken ve Hedef) özellikle enflasyon hedeflemesinde	Belirlenmemiş
Merkez bankasının rolünün yasal dayanağı	Yasaya dayalı	Yasanın yorumlanmasına bağlı
Merkez bankasının sorumluluk alanı	Tam sorumluluk	Kısmi/paylaşılmış sorumluluk, tam sınırlı bazı ülkelerde açık değil
Müdahale	Düzenli, yüksek sıklıkla	Aralıklı
Araştırma	İyi derecede gelişmiş	Gelişmekte

8.1. Para Politikası Uygulama Sürecinde Finansal İstikrarın Yeri

Finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki ilişki yukarıda açıklanmaya çalışıldı. Bu noktada sorulması gereken soru merkez bankalarının para politikası uygulamalarında finansal istikrara yönelik olarak nasıl bir *eylem planı* belirleyecekleridir. Bu başlık altında bununla ilgili durum anlatılmaya çalışılacaktır.

Üzerinde sıkça durduğumuz merkez bankalarının, para politikasını yürütürken temel hedefinin düşük ve istikrarlı fiyat düzeyine ve dolayısıyla sürdürülebilir bir büyümeye odaklanmalarıdır. Bu açıdan vurgulanması gereken durum, *finansal istikrarsızlığın, ekonomi için kritik öneme sahip enflasyon ve büyüme üzerinde etkilerini göstermesidir*. 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 oluşacak başarısızlığın etkilerini piyasada izleyerek, para politikası uygulamalarında istikrar sağlayıcı yönde düzenlemeler yapar⁸⁵. Ancak kritik olan durum yapılacak ayarlamaların (örneğin genişletici ya da daraltıcı para

85 Ferguson, R. W. (2002). "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s.13.

politikası uygulaması) boyutlarının hangi seviyede olacağıdır. Ayarlamaların boyutu ise enflasyon ve büyüme konusunda hedeflenen ve beklenen düzeylere bağlıdır. Bu kısımda üzerinde durulması gereken enflasyon, büyüme tahminleri ve beklentileri temelinde yapılacak ayarlamaların gerçekte olması gerekenin uzağında kalmamasıdır.

8.2. Finansal İstikrarın Oluşturulması ve Sürdürülmesine Yönelik Planlar ve Araçlar

Merkez Bankasının finansal istikrara yönelik iki eylem yöntemi 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 yakalamaktır⁸⁶. 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 ugramaması 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 oluşturmakta, bu şekilde piyasaya güven vererek piyasaların fonksiyonlarını düzenli olarak yerine getirmesine yardım etmektedir. Bunun yanında *kısa vadeli faizlerde* yapacağı düzenlemelerle ve rezerv gerekliliğindeki değişikliklerle de ortaya çıkan istikrarsızlığa karşı tedbirlerini önceden alma ve finansal istikrarsızlığın olumsuz neticelerini minimize etme adına adımlar atmaktadır.

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

⁸⁶ Ferguson, R. W. (2002). "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül s.16.

bulunmaktadır⁸⁷. Böyle bir durum ilgili Merkez Bankasının fiyatlar genel düzeyini belirli bir bant etrafında tutması gerekliliği örneğin de daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak için sıkı para politikası izlemek zorunda olduğu durumda eğer finansal istikrarı gözetecek şekilde bankacılık sisteminin sağlamlığını da hedef olarak almışsa, bazı sıkıntılar ile karşı karşıya kalacaktır. Sıkı para politikası uygulaması bankacılık kesimi açısından hayati değişken olan faizlerin yükselmesine sebebiyet vereceğinden bankacılık kesimde bazı riskler yaratabilecektir. 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, temelde fiyat istikrarı açısından açık piyasa işlemlerine yönelik politikalarını sürdürmeli ve bankacılık kesiminde finansal sistemi zora sokacak bir riskin oluşması durumunda açık piyasa işlemleri ile müdahale edilmelidir. Bu müdahalenin temelinde ise iki varsayım bulunmaktadır. Bunlar;

Birinci görüş, merkez bankasının likiditeyi sağlam finansal varlıklar ile piyasa aktaracağı ve geri dönüşünü garanti edeceğidir. İkincisi ise piyasanın ve dolayısıyla da merkez bankasının borçlarını ödeme istidadına sahip olan ve olmayan kurumlar arasında ayrımı net olarak yapacağıdır.

İkinci görüş ise *bankacılık kesimine yönelik politika*'lar ile ilgilidir. Bu görüş ilk görüşü desteklemektedir ancak bu görüşün borç ödeme gücü ve likiditeye sahip olum olmama hususunda kurumların ayırt edilmesi konusunun zayıf belirtmektedir⁸⁸. 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.

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

87 Schinasi, G.J. (2004) Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets., s.9.

88 Schinasi, G.J. (2004) .Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets., s.10.

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 kısmı üzerinde kullanılmaktadır. Burada yer alan araçlar ve kullanım şekilleri sadece tanımlayıcı olması gerekeni gösteren ve politika oluşturmaya dair bir yol göstericidir.

Tablo 6’da bu eksenle merkez bankasının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesindeki rolünü ve bu kapsamdaki sınırlarını göstermek adına anlamlıdır⁸⁹. Ülkenin ve ilgili piyasaların yapısına göre araçların kullanım alanlarının ve kullanan kurumların farklı olması muhtemeldir.

Tablo 6’da 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 dair 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. Fakat tek bir kuruma ait risklerin ortadan kaldırılması ve bu kurumun istikrarlı bir faaliyet sürdürmesi etkin gözetim yapan kurum ya da merkez bankasının direkt olarak bir amacı olamaz. *İlgili kurumlarda oluşan riskin bir sistemik risk yaratma olasılığı olması durumunda kuruma yönelik düzenleme yapılabilir*⁹⁰.

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 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 çalışacaktır.

⁸⁹ Schioppa, T.P. (2002) Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 291.

⁹⁰ Schioppa, T.P. (2002).Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 291

Tablo 6: Fiyat ve Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesine Yönelik Araçlar⁹¹

Araçlar	Fiyat İstikrarı	Finansal istikrar	
		Sisteme Yönelik	Bireysel Kuruluş 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

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 6'yı güçlendirme adına, şunu da belirtmek yararlı olacaktır. Oluşan riskler ve risklerin büyümesi neticesinde, bulaşıcılık, panik vb. durumlarla finansal piyasalarda istikrarsız bir ortam yaratması halinde, merkez bankalarının para politikası araçları ile acil tedbirler alması ve uygulamakta olduğu politikaları duruma göre *esnek* bir şekilde uyum sağlaması, istikrarsızlığın

91 Merkez Bankalarının burada karar vermesi gereken önemli bir durum bulunmaktadır. Finansal istikrarın bozulduğu, kırılganlığının arttığı dönemler ile oynaklığın arttığı dönemler arasında ayırım yapma 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 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. Padoa-Schiopp, *Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between.*, s. 291

krize dönüşmemesi açısından önem arz edecektir⁹². 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.

Tablo 6’da 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.⁹³

- Ödeme sisteminin sağlam bir hukuksal temeli olmalıdır.
- Sistemin kuralları ve işleyiş izlekleri, 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 sağlayıcı ve teşvik edici, sistemin işleticisi ile katılımcıların sorumluluklarını belirleyici nitelikte olmalıdır.
- Sistem, işlem günü içerisinde karşılıklı anlaşmaları hızlı çözüp kesinleştirebilmeli, en azından gün sonunda kesin mutabakatı sağlamalıdır.
- Çok taraflı netleşme tekniği ile çalışan bir sistem, hiç olmazsa en büyük mutabakat yükümlülüğü olan katılımcının yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda dahi günlük mutabakatın zamanında tamamlanmasını sağlayacak tedbirleri almalıdır.
- Sistemde mutabakat unsuru olarak, merkez bankasında kayıtlı varlıklar kullanılmalı, değilse 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

92 Darıcı B., Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi.s.58

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

olağanüstü durum izleklerine sahip olmalıdır.

- Sistem kullanışlı ve ekonomik olarak verimli bir ödeme sistemi oluşturulmalıdır.
- Sistemin nesnel ve kamuya açıklanmış üyelik ölçütleri olmalı, adil ve kısıtsız bir katılıma izin verilmelidir.
- Sistemin yönetsel düzenlemeleri etkin, açıklanabilir ve şeffaf olmalıdır.

9. MERKEZ BANKALARININ TEMEL İLKELERİN SAĞLANMASINDAKİ SORUMLULUKLARI

- Merkez bankası, ödeme sistemlerindeki hedeflerini açıkça tanımlamalı; bu konudaki rolünü ve temel politikalarını kamuoyunun 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 yapmalıdır⁹⁴.

Ödemeler sistemi ile ilgili yapılacak uygulamayı ise iki şekilde kabul etmek gerekir. Bunlar ödemeler sistemine yönelik bazı standartlar oluşturulması ve ödemeler sisteminin yönetilmesidir. Merkez bankaları tarafından bu aracın finansal istikrar yönünden kullanılmasının temel nedeni ortaya çıkan risklerin ve başarısızlıkların bulaşıcılık özelliği ile sistemin tamamına yayılmasını önlemektir. Bunun için merkez bankaları ödemeler sistemi içinde sistemin sıklıklağını çözecek şekilde mekanizmalar geliştirmekte, riskleri minimize etmeye çalışmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalara yer verdikten sonra merkez bankalarının yapması gerekenleri şu şekilde izah edebiliriz;

- ❖ Ödemeler sisteminin çalışmasını güvence altına alacak ve gelişimini sağlayacak uygulamalar geliştirmek,
- ❖ Çevrimiçi olarak sistemin etkin şekilde izlenmesine yönelik alt yapı ve üst yapıyı oluşturmak ve devamını sağlamak,

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

- ❖ Sistemi izleyerek denetim altında tutmak ve aksayan yönlerini ortadan kaldırmaya yönelik uygulamalar gerçekleştirmek⁹⁵.

Merkez bankaları, ödemeler sisteminin sağlamlaştırılmasına yönelik olarak sistemi, yasal düzenlemeler, krediler, likidite ve Operasyonel riskler açısından kontrol altında tutmaktadır.

Tablo 6’da açıklanmasına ihtiyaç duyulan diğer bir araç ise, kamu-özel arası iletişimidir. Literatürde yer alan bir görüşe göre, merkez bankasının istikrarsızlık unsuru oluşturan durumlara müdahalede bulunması ve buna bağlı olarak rasyonel piyasa katılımcıları ile iletişim halinde olmasının istikrarsızlığın ortadan kaldırılmasına yönelik olarak bir getirisi olmayacaktır. Bu duruma örnek olarak, finansal varlık fiyatlarında görülen köpük ve çoğunluğa uyma durumları gösterilmektedir⁹⁶. Merkez bankasının piyasadaki köpüğü ya da çoğunluğa uyma durumunu ortadan kaldırmaya yönelik 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 iletişim halinde bulunmasına gerek yoktur⁹⁷. Fakat hem genelde hem de özelde finansal piyasalar etkin çalışmamakta ve bu bağlamda piyasa rasyonel olarak işleyememektedir. Bunu oluşturan köpüğün ya da çoğunluğa uyma durumunun kendiliğinden ortadan kalmasına da olanak yoktur.

Yukarıda yaptığımız açıklamalardan çıkartacağımız sonuç, “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 önemlidir. Özellikle piyasalarda kırılganlığın arttığı ve risklerin üst seviyelerde ulaştığı dönemlerde önemli piyasa katılımcıları olan banka ve diğer finansal kuruluşlar ile birebir iletişim halinde olmak ve değerlendirmelerde bulunmak kırılganlığın ve risklerin yönetimini kolaylaştırabilecektir. Bu nedenle finansal istikrarsızlığın önlenmesi ve yönetilmesi açısından bu araç önemli görülmektedir”⁹⁸.

Öte yandan merkez bankasının izleyeceği politikanın ne olduğu ve izlemekte olduğu para politikasının seyri hakkında net bilgiye sahip *olunması*, kısa vadeli faizlerin izleyeceği seyir ve belli başlı makroekonomik değişkenlerin durumu hakkında sağlıklı tahminler yapılmasını kolaylaştıracak bu da piyasa

95 Alan, G. (2002), „Economic Volatility., Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31.

96 Avery ve Zemsky (1998). s.724-748

97 Schioppa, T.P (2002) Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between., s. 305.

98 Luca, C. ve Gianluca F. (2008).The Social Value of Public Information With Costly Information Acquisition., Economic Letters, Vol. 100. s.198.

katılımcıların risk yönetimini etkin yapmalarını mümkün kılacaktır⁹⁹. Tersî 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 dalgalanma boyutunu artıracaktır.

Tablo 6’da 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 önemlidir. Ödemeler sisteminin çalışabilir olması ve kredi piyasa kanallarının açık olması ilk planda merkez bankasının acil likidite kanalıyla yapacağı uygulamalara bağlıdır. Ancak bu aracı, sadece risklerin arttığı ve kriz dönemlerinde kullanılabilen bir araç olarak görmemek gerekir. Bu 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 kâğıtlarının 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 kâğıdı dışındaki satın alımlarında, kalitesi ve likiditesi yüksek veya düşük kâğıtlara yönelmesi, para politikası stratejisine göre değişiklik gösterecektir¹⁰⁰.

Finansal istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine yönelik Tablo 6 ile ilgili yapılan açıklamalar, daha çok durumun genel çerçevesini çizmek ve temelde kullanılan araçlar hakkında bilgi vermek için yapılmıştır.

10. FİNANSAL İSTİKRAR VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal istikrar ile merkez bankası bağımsızlığı arasındaki ilişkinin birçok yönü bulunmaktadır. Merkez bankası bağımsızlığının düşük enflasyona neden olduğuna dair geniş bir fikir birliği bulunmaktadır. Ekonomi teorisi

99 Papademos, L. (2006) .Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy., s.3.

100 http://www.bjmer.net/Makaleler/1750527913_15-28sezgin%20dar%C4%B1c%C4%B1.pdf.

fiyat istikrarının sağlanması için açık yetki verilen merkez bankalarının bağımsızlığının düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına eşlik eden sosyal faydalar ortaya çıkarmada kurumsal bir araç olduğu ileri sürülmektedir.

Merkez bankası bağımsızlığı ve finansal istikrar arasındaki pozitif ilişkiye dair bazı nedenler vardır. İlk olarak daha fazla bağımsızlık merkez bankasının finansal riskler karşısında alacakları önlemlerde daha az politik baskıya maruz kalmasına neden olmaktadır. Örneğin merkez bankasının finansal sorunlara ilişkin elde ettiği bir bilgi finansal katılımcılar için bir uyarıcı fonksiyonu görevi görecektir ve finansal krizin önlenmesine yardımcı olabilecektir. Diğer yandan bağımsızlık derecesi düşükse merkez bankası politik çıkarlar ve ödeme zorluğu yaşayan kurumlar tarafından kontrol edilebilecektir. Bu ise merkez bankasının güçlü ve zamanında gerçekleştireceği politika girişimlerini engelleyecektir.¹⁰¹

Yukarıda yapılan merkez bankası bağımsızlığına dair açıklamalara yönelik finansal istikrara katkıda bulunmasının yani sıra ters bir etkide bulunması da mümkündür. Bu etki, finansal istikrarsızlıkla ilgili merkez bankası raporlarının finansal sistemdeki likidite sorunlarını artırmasından kaynaklanmaktadır. Bundan dolayı bağımsız olan merkez bankaları kuvvetli uyarı ve önlemler konusunda daha ihtiyatlı davranmaktadırlar. Bu noktada merkez bankasının kamuoyu ile etkin bir iletişimde bulunması, analizlerini düzenli olarak yayınlaması ve geçmiş performansları ile ilgili bilgi vermesi bu sorunu azaltabilecektir¹⁰².

Merkez bankası bağımsızlığı ve finansal istikrar ilişkisi konusunda son olarak finansal istikrarın sağlanmasında merkez bankası dışında kurumların da rol oynadığı belirtmekte fayda vardır. Finansal istikrarın sağlanmasında özellikle diğer devlet kurumları ile sorumlulukları paylaşmaktadır. Bu bakımdan merkez bankası fiyat istikrarından farklı olarak finansal istikrar üzerindeki kontrol gücü daha sınırlı düzeyde gerçekleşmektedir. Para politikası güvenilirliğinin artması ve bunun da düşük enflasyona katkıda bulunması ekonominin iyiyi göstermesi, tasarruf sahiplerinin kredi kullanım oranını yükseltmesi merkez bankası bağımsızlığı ile doğru orantılıdır. Özellikle tasarruf sahiplerinin riskli projelere yönelmesi ve bu projelerin finansmanlarının banka kredileri ile gerçekleştirilmesi halinde banka bilançoları negatif yönde etkilenecek ve dolayısıyla finansal istikrarsızlık kaçınılmazdır. Burada merkez bankası

101 Cihak M.(2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence, Oesterreichische Nationalbank, 38th Economics Conference 2010. Central Banking after the Crisis, Vienna.s. 48-49.

102 Cihak M.(2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence, Oesterreichische Nationalbank, 38th Economics Conference 2010. Central Banking after the Crisis, Vienna.s. 50-51.

bağımsızlığı ilk olarak ekonomik performansı olumlu etkilemekte ancak bu etki tasarruf sahiplerinin risk almasını sağlayacaktır. Temelde olumlu görünen şeylerin getirebileceği olumsuzluklar önceden görülmeli ve önleyici ve düzenleyici tedbirler alınması gerekmektedir.

Merkez bankası bağımsızlığı ile finansal istikrarsızlık arasında önemli bir negatif ilişkinin bulunduğu sonucuna varılmıştır¹⁰³. Siyasi ve ekonomik bağımsızlık arasında bir ayırım yapıldığında sonuçlar söz konusu negatif ilişkinin ekonomik bağımsızlıktan çok siyasi bağımsızlıktan kaynaklandığına işaret etmektedir. Nitekim bu sonuca ilişkin olarak finansal denetim için açık bir yetki verilmiş merkez bankalarının bulunduğu ülkelerde finansal istikrarsızlığın daha düşük seviyelerde olduğu da tespit edilmiştir.

11. FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINDA MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ

Ekonomi politikasının önemli amaçlarından birinin finansal istikrar olduğundan önceki bölümlerde bahsetmiştik. “Finansal istikrar analizi ekonomik çevre üzerinde geniş bir inceleme gerektirmekte ve makroekonomi ile alt sektörlerinin durumunun ölçümü amacıyla geniş bir veri havuzundan yararlanılmaktadır. Bu bilgiler finansal piyasaların işleyişi ve başlıca finansal araçların finansal durumu hakkında elde edilen bilgiler ile ilişkilendirilmektedir. Dolayısıyla bu tür kapsamlı bir analiz gerekli görülmektedir. Çünkü finansal istikrarsızlığın farklı kaynaklarına verilen ağırlık değişebildiği gibi yeni kaynaklar zaman içinde ortaya çıkabilmektedir. Bu anlamda makro ihtiyati analiz finansal istikrar analizinin geniş çerçevesinin bütünüleyici bir parçasıdır. Bankaların ekonomide oynadıkları özel rol ve finansal aracılıktaki önemine bağlı olarak, finansal istikrar analizi için geliştirilen araç ve verinin büyük bir kısmı bankacılık sisteminin şoklara karşı dayanıklılık gücünü ölçmeyi amaçlamaktadır”¹⁰⁴.

“Makro ihtiyati analiz çerçevesinin temeli 1980 ve 1990’lı yıllardaki bankacılık krizlerine dayanmaktadır. Bu krizler, bankacılık sisteminin riski absorbe etme kapasitesi ve koşullarını analiz ederek mikro ihtiyati çerçeveyi geliştirme ihtiyacı doğurmuştur. “Makro ihtiyati” kavramı bu yeni yaklaşımın ferdi kurumların değerlendirilmesinden ayırt edilmesine yönelik geliştirilmiştir.

103 Klomp, J. & De Haan, J. (2009) Central Bank Independence And Financial Instability. *Jornal Of Financial Stability*.S.5

104 Avrupa Merkez Bankası ‘ECB), (2004), s.80

Makro ihtiyati analizin amacı finansal sistemin istikrarını bir bütün olarak değerlendirmektir. Bu politikanın diğer amacı ise bir bütün olarak veya finansal kurumların büyük kısmını etkileyen genel şoklardan veya bir kurumdan diğerine yayılan şoklardan kaynaklanan riskleri açıklamaktır”¹⁰⁵.

Finansal sistemin sağlamlığının gerçekleştirilmesi ile ekonomilerin canlanma dönemlerinde kredi dalgalanmasının hafifletilmesi amacı uyum içerisinde. Canlanma dönemlerinde sıkı sermaye ve likidite gereklilikleri finansal kurumları bilançolarının büyümesini kontrol etmeye itmektedir. Böylece gelecek dönemlerde bankacılık sisteminin direnci artırılmış olacak, bu ise kredi arzı ve maliyetinin oturtulmuş olması amacını güçlendirebilecektir. Öte yandan kredi ve varlık fiyatlarının aşırı biçimde azaldığı zamanlarda (son küresel krizde olduğu gibi) kredinin temin edilmesi amacı kısa dönem için dar çerçeveli ihtiyati amaçlar ile çatışmış gibi görünebilmektedir. Yalnızca ferdi finansal kurumların sağlamlığı ve güvenliği ile ilgilenen ihtiyati bir politika yapıcı geleneksel kredi politikalarına yönelebilmektedir. Bu politikalar ise ekonomik faaliyetlerde azalışa, geri ödenmeyen kredilerde artışa ve bankaların sermayelerinde azalışa neden olarak olumsuz etkiler doğurabilmektedir¹⁰⁶.

“Makro ihtiyati politikalara merkez bankalarının daha fazla ağırlık vermesinin temel sebebi bu tür politikaların finansal istikrar üzerindeki etkisinin faiz oranlarına göre direkt etki etmesidir. Makro ihtiyati politika çerçevesi iki etkeni içermektedir. Bu etkenlerden *birincisi*, finansal istikrar için artan kırılganlıklara işaret eden erken uyarı göstergeleri sistemidir. Aşırı varlık büyümesi finansal sektör kırılganlıklarının merkezinde yer almaktadır. Önemli olan nokta varlık büyümesinin ne zaman aşırı olduğunun bilinmesidir. Öte yandan daha etkin bir ölçüm bankacılık sektörü bilançolarının pasif kısmında türetilmektedir. Bankacılık sektörünün çekirdek olmayan yükümlülüklerinin çekirdek yükümlülüklerle oranı finansal dalgalanma aşamasını ölçmede yararlı olabilmektedir. Bankacılık sektörünün diğer yükümlülük ölçümleri ve parasal büyüklükler potansiyel kırılganlıkları izlemek için geliştirilebilir bir özelliğe sahiptir”¹⁰⁷.

“Temel olarak hane halklarının mevduatları şeklinde oluşan çekirdek yükümlülükler; güvenilir, nispi olarak daha ucuz ve hane halkının servet birikimi ile birlikte hareket etme özelliklerine sahiptir. Diğer bankalardan borçlanma şeklinde oluşan çekirdek olmayan yükümlülükler ise; piyasa koşullarına duyarlı

¹⁰⁵ Avrupa Merkez Bankası (ECB), (2004), s.80-81

¹⁰⁶ Bank of England, (2009), s.9

¹⁰⁷ Shin, H.S. (2011) Macroprudential Policies Beyond Basel III. Macroprudential Regulation And Policy Proceedings Of A Joint Conference Organised By The Bis And The Bank O Korea In Seoul On 17-18 January 2011. s.13-14

nispi olarak daha pahalı konjonktür yanlısı ve kısa vadeli bir yapıya sahiptir”¹⁰⁸.

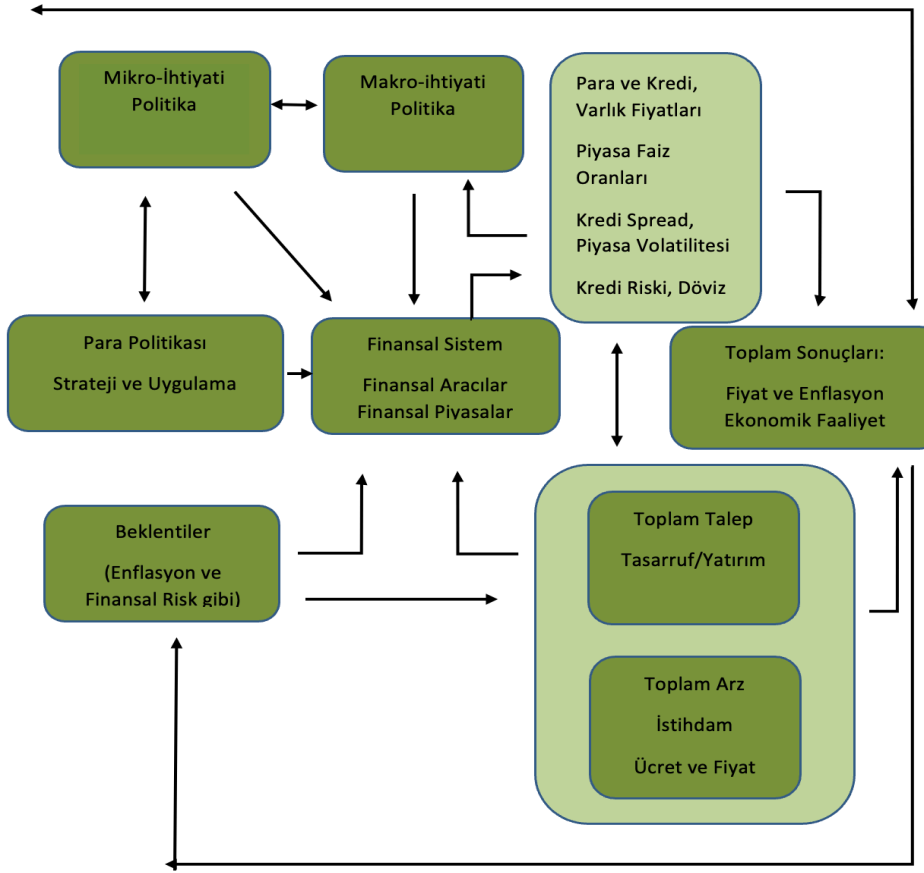
“Makro ihtiyati politika çerçevesinin *ikinci* etmeni ise ilk aşamada artan kırılğanlıklara yönelik bir politika araç setidir. Kırılğanlıkları azaltan makro ihtiyati politika araçları erken uyarı göstergeleri ve ilgili ekonomik dışsallıklara verilen kavramsal destek ile uyumlu olarak oluşturulmalıdır. Makro ihtiyati politika araçlarından birincisi borç servisi-gelir oranları ve kredi-teminat oranlarına tavadır. Bu idari kurallar para politikası sıkılaştırıldığı zaman bankacılık sisteminin denetiminde geleneksel araçları tamamlayıcı olabilmektedir. İkinci araç bankacılık sistemi kaldıracına tavan koyulmasıdır. Böylece banka varlıkları banka öz kaynağına bağlanarak varlık büyümesine bir sınır getirebilmektedir. Kaldıraç tavanının gerekçesi, Basel yaklaşımı çerçevesinde banka sermayesinin zararlara karşı bir tampon olarak görülmesinden ziyade yeni borç vermeye sınır getiren bir fonksiyonu üstlenmesidir. Makro ihtiyati politika araçlarından üçüncüsü çekirdek olmayan yükümlülükler vergi koyulmasıdır. Bu tür yükümlülükler vergi koyulması aşırı varlık büyümesine neden olan fiyat çarpıklıklarını azaltmaktadır”¹⁰⁹.

Makro ihtiyati politika araçlarına örnek verecek olursak şayet; konjonktür karşıtı tamponlar, ihtiyati oranlar, zorunlu teminat miktarları ve likidite oranları ve kredinin teminata oranı verilebilir. Makro ve mikro ihtiyati araçlar arasında güçlü bir ilişki vardır. Çünkü mikro ihtiyati araçların makro ihtiyati amaçlar için kullanılabilir. Kredi ve varlık fiyatlarını etkileyen bu araçlar para politikasının aktarım mekanizmasını etkilemektedir. Para politikası aktarım mekanizmasına II. Bölümde detaylı olarak değinilecektir ancak burada basitçe ele almamızda fayda var. Buna ilişkin aşağıdaki tablo 7’yi inceleyelim.

108 Akdoğan, K. & Yıldırım, B.D. 2013, s.4

109 Shin, H.S.(2011) Macroprudential Policies Beyond Basel III. Macroprudential Regulation And Policy Proceedings Of A Joint Conference Organised By The BİS And The Bank O Korea In Seoul On 17-18 January 2011 s.14

Tablo 7. Para Politikasının Aktarım Mekanizması ve Makro-İhtiyati Politika



Para politikası finansal kurum kararlarını ve varlık fiyatlarını ve sonuçta finansal istikrar ve makro ihtiyati politika değerlendirmesini etkilemektedir. Böylece para ve makro ihtiyati politikalar birbirinin etkisini dikkate alma ihtiyacı duyacaktır¹¹⁰.

“Makro ihtiyati politikaların en faydalı olduğu durum bütünsel bir politika çerçevesinin bulunmasıdır. Bu çerçeve para politikasının ve makro ihtiyati politikaların bütünleyici olarak kullanımını teşvik etmektedir. Politika çerçevesinin merkez bankalarının ekonomik koşulları ve makro finansal riskleri değerlendirmedeki kurumsal uzmanlığından yararlanabilmesi durumundan faydalı olacağı söylenebilir. Politika çerçevesi aynı zamanda merkez

110 Gameiro I.M., Soares, C. & Sousa, J. (2011) Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin. Spring.s.:20

bankalarının makro ihtiyati önlemlerin etkinliğini sağlamadaki ilgisinden yararlanabilmektedir. Merkez bankalarının etkin makro ihtiyati politikalar uygulama gerekliliğinin ise üç nedeni bulunmaktadır”¹¹¹.

- i. Finansal fazlalıkların çözülmesi merkez bankasının fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme gibi makroekonomik politika amaçları için önemli maliyetlere sahip olabilmektedir.
- ii. İhtiyati araçlar etkin biçimde kullanılmazsa para politikası finansal piyasalardaki dengesizliklerin büyümesine engel olmada daha büyük bir sorumluluk almak zorunda kalabilmektedir.
- iii. Finansal fazlalıkların çözülmesi para politikasının etkinliğini tehlikeye atabilmektedir.

Son olarak para politikasının öncelikli amaçları dışında ekonominin genel istikrarına odaklanmasının para politikası ile makro ihtiyati politikaların uyum içinde olmasına bağlı olduğunu belirtmekte fayda vardır. Normal zamanlarda konjonktür karşıtı sermaye gereklilikleri makro ekonomik istikrar üzerinde sınırlı bir etkiye sahiptir. Ayrıca makro ihtiyati otorite ve merkez bankası arasındaki işbirliği eksikliği politika araçlarının çatışmasına ve böylece politika araçları arasında aşırı belirsizliğe neden olmaktadır. Bu çatışma bağımsız otoritelerin bir arada olmasından kaynaklanmaktadır. Farklı amaçlara sahip olan bu otoritelerin politikaları faiz oranı ve kredi arzı gibi değişkenleri benzer şekilde etkilemektedir. Diğer yandan ekonomi finansal şoklara maruz kaldığında makro ihtiyati politika ekonominin oturtulmuş olması etkili olmaktadır.¹¹².

111 Nier, E.W. (2009) Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. IMF Working Paper. s. 8-9

112 Paolo, S.N. & Panetta, F. (2012) Monetary and Macprudential Policies. European Central Bank Working Papers s.2-24-26

2. BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNDEKİ ETKİ KANALLARI

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Parasal aktarım mekanizması, para politikası-reel ekonomi arasındaki etkileşimi, yani parasal değişimlerin toplam talep ve üretimi hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren mekanizmadır. Gerek teoride gerekse uygulamada oldukça karışık olan bu mekanizmayı tam olarak anlamak veya çözmek mümkün değildir. Ancak, parasal aktarım mekanizması genel olarak iki adımda tanımlanabilir. Birinci adım, para politikası uygulamalarındaki değişimlerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi finansal piyasa koşullarına aktarımını belirler. İkinci adım ise finansal piyasa şartlarındaki değişimlerin üretim seviyesi ve enflasyonu nasıl değiştirdiğini gösterir¹¹³.

1.1. Parasal Aktarım İşleyiş Süreci:

Merkez bankalarının aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığını anlamaları açısından, para politikası araçlarının üretim seviyesi ve enflasyona etki düzeyi ile bu etkileşimin sürecini bilmeleri bakımından önemlidir. Para politikası kararlarının ilk aşaması, enflasyon ve üretim seviyesini etkileyen dışsal değişkenlerin belirlenmesidir. Bu değişkenlerin bir kısmı, önemli malların dünya fiyatları gibi piyasalarca takip edilen, geleceğe yönelik tahminleri yapılan değişkenler ve petrol fiyatları, hava şartları şeklinde sıralanabilir. Fakat ekonomik yapıda değişikliklere sebep olan diğer değişkenlerin tahmini

113 Çiçek M. (2005). Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz. iktisat işletme ve Finans.s.82

oldukça zordur. Burada önemli olan, bu değişkenlerin gelecekte hangi yönde değişecekleri ve üretim seviyesi ile enflasyonu nasıl etkileyeceklerinin saptanabilmesidir.

“Enflasyon ve üretim düzeyinde bir şok belirlendiğinde, ilk adım, politika değişikliğinin gerekli olup olmadığına karar vermektir. Bu karar verilirken, nominal faiz oranlarının değişmediği varsayıldığında, reel faiz oranlarındaki değişmeye bakmak gerekir. Reel faiz oranlarındaki düşüş, enflasyonun hedeflenen düzeyden daha yüksek oranda gerçekleşmesinin beklendiği, reel faiz oranlarındaki artış ise enflasyonun hedeflenen düzeyden daha düşük seviyede gerçekleşmesinin beklendiği anlamına gelir. Böyle bir durumda para otoritesinin, para politikası değişikliğine gitmesi beklenir.”¹¹⁴.

Merkez bankasının üretim düzeyi ya da fiyatlar genel seviyesi konusundaki hedeflerini etkileyen faktörlerin büyük bir kısmı önceden öngörülemez niteliktedir. Dolayısıyla, para politikasının etkinliği açısından politika araçlarının seçimi oldukça önemlidir. Genel olarak, ekonomideki para talebinin, istikrarsızlığı sebebiyle kısa dönem için tahmin edilmesinin güç olduğu düşünülüyorsa, parasal büyüklüklerin dalgalanmasına göz yumularak, para politikası aracı olarak faiz oranı gibi bir fiyat değişkeninin seçilmesi uygun olacaktır.

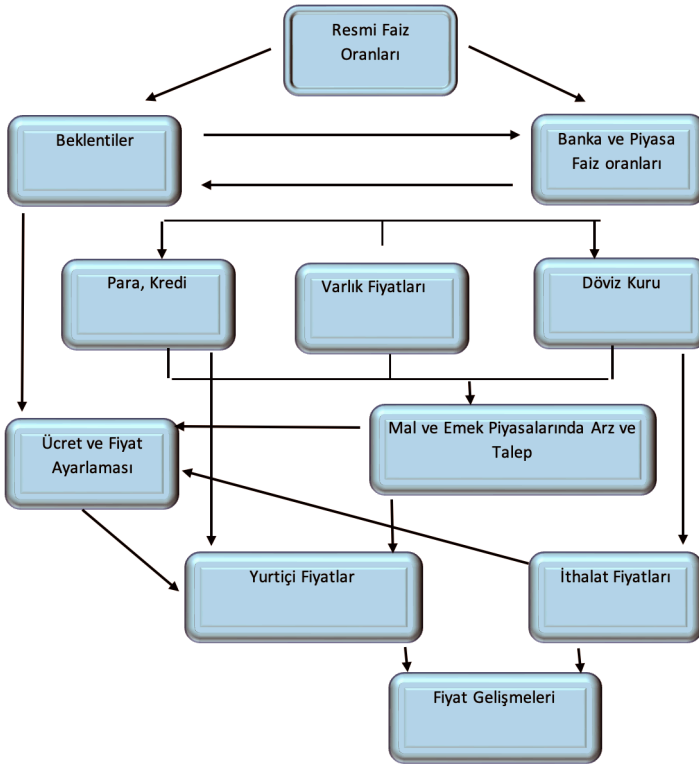
Ancak, istikrarsızlığın kaynağı Hanehalkları ve firmaların mal ve hizmet piyasalarındaki davranışlarındaki, yani toplam harcamalardaki belirsizlikler ise, para politikası aracı olarak para arzı ya da rezerv para gibi bir miktar değişkeninin kullanılması uygun olacaktır. Para politikası aracının seçimine ilişkin genel uygulamalar zaman içerisinde değişmiştir. 1970-80’li yıllarda merkez bankaları rezerv miktarı ya da parasal taban gibi miktar değişkenlerini araç olarak seçerken, 2000’li yılların başında birçok gelişmiş ülke merkez bankasının, para politikası aracı olarak faiz oranını seçtikleri görülmektedir. Bu duruma, finansal yeniliklerin, para talebi fonksiyonunda yarattığı istikrarsızlığın sebep olduğu ileri sürülmektedir.

Merkez bankasının para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranını seçmesi durumunda, politika değişikliğinin piyasa faiz oranlarına doğrudan etkisi açıktır. Para politikası aracı olarak parasal büyüklüklerin seçilmesi durumunda ise, toplam rezerv miktarının açık piyasa işlemleri ile artırılması ya da azaltılması sonucu, kısa dönem faiz oranları değişecektir. Rezerv miktarının artırılması ile bankacılık sisteminin ihtiyacından fazla rezerve sahip olması, bankaların faiz getirisi olan araçlara talebini artıracak, söz konusu kıymetlerin

114 Mahadeva L. ve Sinclair P. (2001). The Transmission Mechanism of Monetary Policy. Center for Central Banking Studies, Bank of England.

fiyatları yükselecek ve faiz oranları düşecektir. Rezerv miktarının düşürülmesi ile bankacılık sisteminin ihtiyacından daha az rezerve sahip olması durumunda ise, bankalar faiz getirisi olan araçlarını satmak isteyecekler, söz konusu kıymetlerin fiyatları düşecek ve faiz oranları yükselecektir¹¹⁵.

Tablo 8. Parasal Aktarım Mekanizması¹¹⁶



“Parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde, “reel” ve “nominal” faiz oranı ayrımı önemlidir. Reel ve nominal faiz oranı arasındaki ilişki, rasyonel beklentiler ile ücret ve mal fiyatlarının katılığı varsayımı ile açıklanmaktadır. Rasyonel bekleyişlere göre ücretlerin ve mal fiyatlarının tam esnek olduğu kabul edilse bile, çoğu deneysel model, ücret ve mal fiyatlarının geçici olarak katı olduğunu varsayar. Bu durumda, nominal faiz oranındaki artış, mal ve hizmet piyasaları fiyatlarının kısa dönemde yavaş uyarlanması sebebiyle enflasyon beklentilerini değiştirmeyecek, zaman içerisinde fiyatlarda ve beklentilerde

115 Telater,E. (2002). Fiyat istikrarı: Ne? Nasıl? Kimin için?. Ankara: imaj Yayıncılık

116 Kasapoğlu, Ö. (2007) Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye için Bir Uygulama başlıklı Uzmanlık Yeterlilik Tezi.Subat Ankara.s.9

uyarlama gerçekleşene kadar reel faiz oranını yükseltecektir”¹¹⁷.

“Para politikası değişikliği sonucu, faiz oranlarındaki değişimin yatırımlar üzerindeki etkisine “sermaye maliyeti etkisi” adı verilir. Sermaye maliyeti etkisinin parasal aktarıma etkisi yatırımların faiz oranlarındaki değişimlere duyarlılığına bağlıdır. Bilindiği üzere yatırımların faiz oranı değişimlerine duyarlılığını belirleyen en önemli faktör yatırımların vadesidir. Uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli yatırımlara göre faize karşı daha duyarlıdır. Diğer bir faktör, yatırımların finansman kaynaklarıdır. Daha çok iç fonlarla finanse edilen yatırımların, faiz oranlarındaki ve dolayısıyla dış fonlardaki değişimlere duyarlılığı azdır. Ayrıca, kamu yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki paylarının yüksek olması, yatırımların faize duyarlılık seviyesini düşürür. Çünkü genel olarak, kamu yatırımlarının faize duyarlılığı daha azdır”¹¹⁸.

Faiz oranları değişikliğinin tüketim üzerinde iki yönlü etkisi bulunmaktadır. *İkame etkisi*, para politikası değişikliği sebebiyle reel faiz oranlarındaki düşüşün, tasarrufların düşmesine, tüketim harcamalarının ise artmasına sebep olacağı belirtilmektedir. *Gelir etkisi* ise, tüketicilerin konumlarına göre etkisini gösterir. Şöyle ki, tüketiciler borçlu konumdaysalar, faiz oranlarındaki düşüş nakit akımlarında artışa sebep olur ve tüketim harcamalarını yükseltir bunun tam tersi ise tüketiciler borç veren konumdaysalar faiz oranlarındaki düşüş tüketicilerin servetlerini düşürür.

Diğer yandan, resmi faiz oranları değişiminin döviz kuruna etkisine bakıldığında, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları ve enflasyon beklentilerine de bağlı olması sebebiyle kesin sınırlarla belirlenemez. Bununla birlikte, diğer etkenler sabit tutulduğunda, resmi faiz oranlarındaki beklenmeyen bir artış, yurtiçi faiz oranlarında yükselmeye, dolayısıyla ulusal paranın değerlenmesine sebep olur. Çünkü yurtiçi varlıklar yabancı yatırımcılar için daha uygun duruma gelir.

Bir ekonomide yüksek toplam talebin en önemli etkisi enflasyonist baskı yaratmasıdır. Böylece, bazı firmalar en verimli oldukları üretim seviyelerinin üstünde çalıştıkları için birim maliyetleri artar. Bu firmalar, daha fazla işçi istihdam ederler ya da mevcut çalışma saatlerini uzatırlar. İş gücü piyasasındaki bu talep fazlalığı da ücretler ve dolayısıyla fiyatlar üzerinde baskı yaratır. Bazı firmalar ise, talebin yüksek olduğu dönemlerde kar paylarını artırarak daha fazla kar elde etmek isteyebilirler. Bu durumda fiyatlar birim maliyetteki artıştan daha fazla artar.

Para politikası değişikliklerinin ekonomiye tam etkisi bazı gecikmeler içerir.

117 Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, IX, 4, 11-26.

118 Parasız, İ. (1998). Para Politikası (Türkiye Uygulamaları). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Her ne kadar, resmi faiz oranlarındaki değişme kısa dönem faiz oranlarını hemen etkiliyorsa da bireylerin harcama davranışları üzerindeki etkisi birkaç ayı bulabilir. Tüketicilerin harcama davranışlarındaki değişimin, firmaların satışlarına ve üreticilerden mal taleplerine yansımaları, ekonominin iş gücü ve gelir seviyesine etkileri ise daha uzun bir süre sonra ortaya çıkabilir. İngiltere merkez bankası bir çalışmada, endüstrileşmiş ekonomilerde para politikası değişmelerinin üretim ve talep üzerindeki maksimum etkisinin yaklaşık 1 yıl sonra, enflasyon üzerindeki etkisinin ise yaklaşık 2 yıl sonra görüldüğünü bulmuştur. Fakat bu gecikme sürelerinde büyük bir belirsizlik ve dalgalanma mevcuttur¹¹⁹.

Bu çerçevede, para politikası teorisinde iç gecikme ve dış gecikme olmak üzere iki tür gecikmeden söz edilir. İç gecikme, yürütülmekte olan para politikasında bir değişikliğe ihtiyaç duyulan an ile merkez bankasının bu değişikliği gerçekleştirdiği an arasında geçen süredir. Dış gecikme ise, para politikasının değiştiği ile hedeflenen değişkenin etkilendiği an arasında geçen süredir. Genel olarak para politikası otoritelerinin uyguladığı politikada bir değişiklik ihtiyacı durumunda hızlı bir şekilde karar vereceği kabul edilir. Bu sebeple, iç gecikme süresi genellikle oldukça kısadır. Bu noktada bizim için önemli olan, dış gecikmenin uzunluğu ve değişkenliğidir¹²⁰.

2. PARA POLİTİKASININ LİKİDİTE MİKTARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

1.1. Merkez Bankalarının Likidite Yönetimi

Merkez bankalarının likidite yönetimdeki fonksiyonu üç tür likidite çerçevesinde gerçekleşmektedir. Bunlar;

- a) **Merkez bankası likiditesi (MBL):** Merkez bankasının finansal sistemin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlama kabiliyetidir. Genellikle merkez bankası tarafından ekonomiye sunulan likidite olarak ölçülmektedir. Buna merkez bankası tarafından finansal sisteme aktarılan parasal taban örnek gösterilebilir. Uygulamada merkez bankası stratejisi para politikası duruşunu belirlemektedir. Diğer bir ifadeyle Operasyonel hedefi seviyesine karar vermektedir. Bu hedefe

¹¹⁹ İngiltere Merkez Bankası, 2005

¹²⁰ Parasız, İ. (1998). Para Politikası (Türkiye Uygulamaları). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

ulaşmak amacıyla merkez bankası para piyasalarındaki likiditeyi etkilemek için para politikası araçlarını kullanmaktadır. Böylece bankalar arası para piyasası oranı para politikası duruşu tarafından oluşturulan Operasyonel hedef orana yaklaşmaktadır. Bu noktada merkez bankası likiditesinin parasal tabanla sınırlı kaldığına dikkat edilmelidir. Parasal veya makroekonomik likidite; para arzı, kredi ve toplam tasarrufların artmasını ifade etmektedir. Bu yüzden geniş parasal büyüklükler ve bu anlamda merkez bankası likiditesini kapsamaktadır. Parasal likidite para politikası kararlarında önemli olmakla birlikte merkez bankası likiditesi merkez bankası tarafından doğrudan etkilenmektedir¹²¹.

b) Fonlama likiditesi(FL): Ekonomik birimler kısa dönemde düşük işlem maliyetlerinde ve temel borç ödeme gücünü yansıtan bir finansal maliyette dış finansman çekebilme kapasitesidir¹²². Bir başka tanıma göre fonlama likiditesi vadesi geçmiş olan borçların hemen ödenme kapasitesidir. Sonuçta bir banka eğer zamanında sorumluluklarını yerine getiremiyorsa likidite yetersizliği içinde kalacaktır. Bu durumda banka sorumluluklarını yerine getirememe yani default durumuna düşecektir. Sonuçta hissedarlar ve mudiler zarara uğrayacaktır. Bu tanım çerçevesinde fonlama likiditesi riski bankanın belirli bir dönem boyunca zamanı gelmiş sorumluluklarını yerine getirememesi olasılığından kaynaklanmaktadır¹²³. Bankalar merkez bankası parası vasıtasıyla fonlama likiditesi riskinden kaçınılabilmektedir. Bu bağlamda para politikasının finansal sistem üzerindeki etkisi fonlama likiditesi aracılığıyla da gerçekleşmiş olmaktadır.

c) Piyasa likiditesi(PL): Bir varlığın kısa zamanda, düşük maliyetle ve fiyatı üzerine küçük bir etki ile alınıp satılabilme kapasitesidir. Piyasa likiditesi türleri arasında yer alan bankalar arası piyasasındaki likidite bankalar arasında alınıp satılan likiditeyi ifade etmektedir. Diğer piyasa likiditesi türü ise finansal birimler arasında varlıkların alınıp satıldığı varlık piyasası likiditesidir. Söz konusu piyasa likiditesi türleri bir bankanın piyasalardan sağladığı fonlama likiditesinin temel

121 Nikolaou, K. (2009). Liquidity (risk) Concepts Definitions and Interactions, ECB Working Papers.s.11-13

122 Buiter, W. H. (2008) Central Banks and Financial Crises. Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium on maintaining Stability in a Changing Financial System, at Jackson Hole, Wyoming, on August.s.511

123 Drehman, M. & Nikolaoj, K. (2009). Funding Liquidity Risk Definition and Measurement. ECB Working Papers.s.8

kaynaklarıdır ve bu yüzden çeşitli likidite türleri arasındaki karşılıklı etkileşimi göstermektedir¹²⁴.

Finansal istikrar açısından piyasa likidite riski önemlilik arz eder. Aslında bireysel likidite riski sistemin belirli kısımlarında finansal sistemin eski durumuna getirilmesinde yardımcı bir mekanizmadır. Diğer yandan sistemik likidite riski bir bütün olarak finansal sistem için ciddi etkilere sahiptir¹²⁵.

Merkez bankaları fonlama likiditesini kontrol altına almak amacıyla piyasa likiditesi sorunlarının azalmasına olanak sağlar. Eğer bir merkez bankası likidite şoklarının temel şoklardan ayırt edilmesinde spekülörlerden daha iyi durumda ise, o zaman merkez bankası bu bilgiyi aktarabilmekte ve spekülörleri fon ihtiyaçlarını azaltmaya yöneltebilmektedir. Merkez bankaları ayrıca likidite krizi süresince spekülör fonlama şartlarını destekleyerek veya kriz dönemlerinde ekstra fon sağlama niyetini ifade ederek piyasa likiditesini artırabilmektedir¹²⁶.

Yapılan çalışmalarda elde edilen deneysel bulgular ise şu noktalara işaret etmektedir:

- I. Piyasa likiditesi aniden düşebilir,
- II. Piyasa likiditesi farklı varlıklar için benzer özelliklere sahiptir,
- III. Fiyatları volatil olan varlıkların alım satımı daha yüksek marj gerektirdiği için piyasa likiditesi volatilité ile ilişkilidir,
- IV. Fonlama sıkıntısı yaşandığında spekülörler yüksek marjlı varlıklardan vazgeçerler,
- V. Piyasa likiditesi fonlama koşullarına bağlı olarak piyasa ile birlikte hareket eder.

Merkez bankalarının likiditeyi değiştirmesi banka bilançoları üzerinde etki yaratmaktadır. Örneğin merkez bankasının piyasaya verdiği likiditeyi artırması banka bilançolarının büyümesine sebep olmaktadır. Özellikle genişletici para politikaları sonucunda artan likidite sonucunda bankalar borçlanmalarını artırmak suretiyle bilançolarını genişletmektedirler.

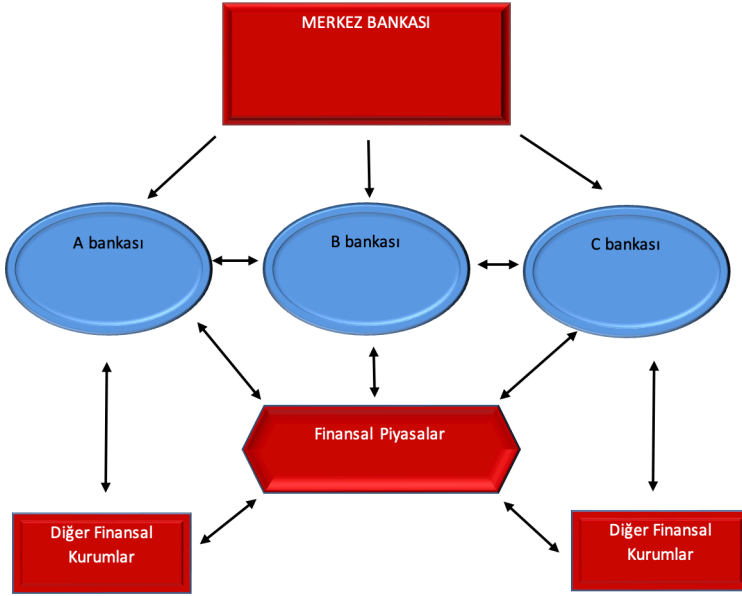
124 Nikolaou, K. (2009). Liquidity (risk) Concepts Definitions and Interactions, ECB Working Papers.s.14-15

125 Nikolaou K. (2009) Liquidity (Risk) Concepts Definitions and Interactions. ECB Working Papers.s.19

126 Brunnermeier Markus K. & Pedersen, Lasse Heje(2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. Review of Financial Studies s.228

“Merkez bankası parasının genel olarak kabul görmesi ve güvenilir olması, ekonomik birimlerin sistemik istikrarı korumak için merkez bankasının likidite sıkıntısı çeken kurumlara likidite sağlayabileceğini düşünmeleri anlamına gelmektedir. Son kredi verme merci fonksiyonunun iyi işleyen bir finansal sistemdeki genel bir gösterimi için aşağıdaki tablo 9’u incelemek faydalı olacaktır. Normal koşullar altında merkez bankası para piyasası faiz oranının politika faiz oranına uyumlu olması amacıyla bankacılık sisteminin likidite talebini karşılamaktadır”¹²⁷. Bu durumda bankalar, diğer finansal kurumlar ve finansal piyasalar arasındaki likidite alışverişlerinde aksama olmamaktadır.

Tablo 9: Normal Piyasa Koşullarında Likidite Akımı ¹²⁸



1.2. Merkez Bankalarının Kriz Dönemlerinde Likidite Desteği

“Küresel krizden etkilenen merkez bankaları kriz döneminde son kredi verme fonksiyonu vasıtasıyla bankaların acil likidite ihtiyacını karşılamak suretiyle krizin daha da derinleşmesini engellemeye çalışmışlardır. Bu amaçla finansal kriz dönemlerinde piyasaya verilen likidite miktarında artış olmuş ve

127 Gameiro Isabel Marques, Soares, Carla & Sousa, Joao 2011. Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin. Spring.s s.17

128 Demirhan, B.” Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma “ başlıklı doktora tezinden alıntılanmıştır.

genişletici para politikası uygulamaları yaygınlaşmıştır. Örneğin küresel krizin başladığı ABD’de parasal taban miktarı 2013 yılında 2008 yılına göre yaklaşık olarak 4,5 kat artmıştır. Ayrıca politika faiz oranı 2007 yılında %4,33 iken 2013 yılına gelindiğinde %0,13 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca Euro alanında emisyon miktarı 2007 yılında 697,12 milyar Euro iken 2012 yılına gelindiğinde 938,17 milyar Euro olmuştur. Örneğin Euro alanında 2013 yılında tüketici fiyatları 2007 yılına göre %12,3 oranında artış göstermiştir. Aynı tarihler arasında ABD’deki tüketici fiyatları ise %12,4 oranında artmıştır¹²⁹.

“Küresel finansal kriz; düzenleyici sistemdeki kalıcı problemlerin finansal kurumların likidite ve ödeme gücüne ilişkin güvenilirlik sorunlarına yol açacağını göstermiştir. Bu durum finansal aracılığın ortadan kalkmasına, özel sektör kredi akımında önemli daralmalara ve durgunlaşmaya neden olabilecektir. Uzun dönemde ortaya çıkan bu yapısal sorunlar kısa dönemde merkez bankasının rolünün sorgulanmasına yol açmıştır. Kısa dönemde merkez bankası bir itfaiyeciye benzemektedir. Finansal sistem bağlamında “ateş” finansal aracılığın ortadan kalkmasıdır. Bu koşullar altında merkez bankası son kredi verme merci fonksiyonu çerçevesinde müdahalede bulunmalı ve yeterli likiditeyi sağlamak için politika araçlarını kullanmalıdır. Diğer bir ifadeyle merkez bankası “ateş”i söndürmek zorundadır. Bu tür bir politikanın diğer etkisi finansal sistemin güvenilirliğinin yeniden sağlanmasıdır¹³⁰. Küresel krizin ortaya çıkması ile birlikte merkez bankaları likidite sıkıntısını azaltmak için parasal işlemlerin yönünü değiştirmiştir. Örneğin merkez bankaları, bankaların rezerv hedeflerini tutturamaması ile ilişkili cezaları azaltmış ve iskonto oranlarını ise bankaların destek imkânlarına erişimini sağlayan bir orana düşürmüştür. Merkez bankaları aynı zamanda açık piyasa işlemleri vasıtasıyla sağladıkları likiditenin vadesini artırmışlar ve bu işlemlerde kabul ettikleri teminat türünü daha az likit ve kredi riskli menkul kıymetlere doğru genişletmişlerdir¹³¹.

Likidite desteğinin resmi olarak sağlanması genellikle finansal olmayan kurumlardan çok finansal kurumlar ile sınırlandırılmıştır. Özel finansal kurumlar genellikle finansal olmayan kurumların likiditeye ihtiyaç duymaları durumunda bunu karşılamaktadır. Acil likidite desteğinin kullanılabilirliği finansal altyapının güçlendirilmesi olarak değerlendirilebilir. Finansal istikrarsızlığı önlemek için alınan önlemler yetersiz olduğunda; acil likidite desteğine ihtiyaç

129 2007 yılında 814,29 milyar \$ olan parasal taban miktarı 2013 yılında 3713,67 milyar \$ yükselmiştir. Veriler, IMF International inancial Statics’dan elde edilmiştir.

130 Cukierman A. (2011). Reflections on the Crisis and on its Lessons for Regulator Reform and for central Bank Policies Journal of Financial Stability, s.31

131 Nier, E. W. (2009) Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. IMF Working Paper.s.10

duyulsa bile, onun potansiyel olarak kullanılabilirliği finansal istikrarsızlıkla ilgili endişe edilen sonuçların gerçekleşme riskini azaltmaktadır¹³².

Finansal krizin şiddeti azalmaya başladığında ekonomide çok büyük miktarda likidite kalacaktır. Bu durumda merkez bankası özel sektör ve kamu borunun önemli bir kısmını elinde tutmuş olacaktır. Bu aşamada iki potansiyel sorun ortaya çıkacaktır. İlk sorun likiditenin ekonomiden ne zaman ve hangi miktarda çekileceğine karar vermek amacıyla finansal istikrarsızlık ve enflasyon nispi risklerindeki kaymayı belirlemektir. Buradaki amaç iki risk arasındaki optimal ödünleşmeye mümkün olduğunda yakın bir para politikası oluşturmaktır. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi para otoritesinin tahmin gücüne bağlıdır.

İkinci sorun merkez bankasının bağımsızlığını sürdürme kabiliyeti ile ilgilidir. Finansal krizin şiddeti azaldığında kamu borç yükünün enflasyon aracılığıyla azaltılmak istenmesi merkez bankasına enflasyonist politikalar uygulaması bakımından bir baskı oluşturabilecektir¹³³. Öte yandan kredi riskli teminatlara karşılık bankalar arası piyasada likidite sağlanması, uzun dönemde merkez bankalarının bilançolarını daha riskli hale getirebilmektedir. Ayrıca söz konusu likidite sunumu geleneksel para politikası uygulamalarını da zorlaştırabilmektedir. Çünkü bu durumda merkez bankasının para politikası duruşu ve likidite sağlama amaçları arasındaki farkı açıklama ve daha fazla miktarda likiditeyi arındırma ihtiyacı ortaya çıkmıştır¹³⁴.

Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde bu sistemin kuralları, kurulların son kredi verme kapasitesini sınırlandırmaktadır. Bu durum fiyat istikrarının sağlanması için bir ara olarak para kurulu sisteminin kabul edilmesine karşı bir düşünce olarak değerlendirilmektedir¹³⁵. Likidite desteğinin finansal istikrarsızlık durumunda devreye girdiği gözden kaçırılmamalıdır. Buna göre likidite desteği önleyici olmaktan çok düzeltici bir uygulamadır. Ayrıca acil likidite desteğinin sağlanması ahlaki tehlikeye yol açabilmektedir. Dolayısıyla finansal kurumların ödünç almaya yeterli kredi değerliliğine sahip olmadıkları halde resmi kurumların kendilerine kredi vereceğine emin olduklarında daha riskli işlemlere girişebilmektedirler.

“Bankalar kriz durumunda önleyici amaçlı olarak daha fazla likidite tutmayı tercih etmekte ve bu yüzden likiditenin fiyatını yani piyasa faiz oranlarını

132 Allen W. A.& Wood, G. (2006) Defining and Achieving Financial Stability, Journal of Financial Stability s.:165-166

133 Cukierman, A. (2011). Reflections on the Crisis and on its Lessons for Regulator Reform and for central Bank Policies Journal of Financial Stability, s.34

134 Nier, E. W. (2009) Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. IMF Working Paper.s 11

135 Allen, W. A.& Wood, Geoffrey 2006. Defining and Achieving Financial Stability, Journal of Financial Stability s 165-166

arttırmaktadırlar. Aynı zamanda daha riskli olarak düşünülen bankalar piyasa fonlaması ve işlemleri dışında kalabilmektedirler. Bu durumda merkez bankası faiz oranlarını hedef orana çekebilmek için bankacılık sistemine daha fazla likidite sağlayacaktır. Öte yandan daha fazla sağlanan likidite bankacılık sisteminde likiditenin yeterli bir şekilde dağıtımı için güvence oluşturmayabilecektir. Aşırı likidite bir banka grubunda yoğunlaşabilecektir. Bu durumda söz konusu bankalar ellerindeki aşırı miktardaki fonları diğer finansal kurumlara yüksek risk taşımaları nedeniyle kullanırmak yerine merkez bankasına geri yatıracaklardır. Ödeme gücüne sahip olan bir finansal kurumun kredi riskinin yükseleceği düşünüldüğünden dolayı fon piyasasının dışında kalması durumunda merkez bankası son kredi verme merci olarak müdahale edecek ve riskin diğer kurumlara sıçramasını engelleyecektir”¹³⁶.

3. PARA POLİTİKASININ RİSK ALMA KANALI

Kısa dönem faiz oranlarının bankaların risk alma eğilimlerini etkilemesi genelde para politikasının risk alma kanalı olarak adlandırılmaktadır. Esas itibariyle risk alma kanalı sadece banka kredilerinin miktarını değil aynı zamanda kalitesi ile ilgili de bir kavramdır. Risk alma kanalı; politika oranındaki değişimlerin risk algılamaları veya risk toleransını etkilemesi ve buna bağlı olarak portföy riskinin derecesi, varlıkların fiyatlaması ve fon genişlemesinin fiyat ve fiyat dışı şartları üzerinde etkide bulunması olarak tanımlanmaktadır. Risk alma kanalı en az üç şekilde işlemektedir. *Birinci etki* faiz oranlarının fiyat, gelir ve nakit akımları üzerindeki etkisi vasıtasıyla işlemektedir. Bu etki çerçevesinde düşük faiz oranları gelir ve karlar kadar varlık ve teminat değerleri artırmakta, bu ise sırasıyla risk algılamasını azaltmakta ve/veya risk toleransını artırmaktadır. Bu gelişmeler risk alma eğiliminin teşvik etmektedir. *İkinci etki* piyasa oranları ve hedef getiri oranları arasındaki ilişki vasıtasıyla işlemektedir. Bu etki çerçevesinde düşük faiz oranları risk toleransını artırmak amacıyla nominal olarak ifade edilen getiri oranları hedefi ile katı biçimde karşılıklı etkileşim içinde olabilmektedir. Katı hedef getiri oranları sözleşmenin yapısını yansıtabilmektedir. Örneğin emeklilik fonları ve sigorta şirketleri önceden belirlenmiş uzun dönem sabit getiri oranlarına sahiptir¹³⁷. Nominal hedef oranlarına uymak kurumsal ve düzenleyici kısıtlamalarla ilişkilidir. Hayat

136 Gameiro I.M., Soares, C.& Sousa, J. (2011) Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin. Spring.s.s.18

137 Borio C. & Zhu, H. (2008). Cpital regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. BIS Working Papers.s.9

sigorta şirketleri ve emeklilik fonları genellikle varlıklarını yükümlülüklerinden hareketle yönetmektedirler. Bazı ülkelerde yükümlülükler minimum getiri garantisi ile bağlantılıdır ve bu getiri yasa ile sabitlenebilmektedir. *Üçüncü etki* ise merkez bankasının tepki fonksiyonu ve iletişim politikalarının özellikleri vasıtasıyla işlemektedir. Bu etki çerçevesinde politika kararlarına bağlılık ve bu politikaların şeffaflık derecesinin artırılması belirsizliği azaltmaktadır. Böylece merkez bankası risk primini baskılayabilmektedir¹³⁸.

Parapolitikasının finansal istikrar üzerindeki etkisinin risk-almakanalı ile nasıl gerçekleştiğine dair bir örnek verilebilir. Gevşek para politikasının uygulanması durumunda düşük faizler yatırımcıları daha yüksek getiri elde etmeye ve daha riskli varlıklara yöneltebilmektedir. Ayrıca yatırımcılar para politikasının asimetric olarak uygulandığını algıarlarsa daha fazla risk almaktadırlar. Bu tür bir uygulama; varlık fiyatlarında bir düşüş olması durumunda politika oranının azaltılması, varlık fiyatlarındaki artış durumunda ise bunu önleyici bir tepki verilmemesi anlamına gelmektedir. Daha dolaylı olan bir diğer kanal varlık fiyat artışlarını kuvvetlendiren bir kısır döngü tarafından oluşturulmakta ve bankaların riskli varlıkları ellerinde tutmalarına neden olmaktadır. Finansal kurumlar sabit veya konjonktür yanlısı kaldıraç oranlarını hedeflemektedirler. Bu yüzden finansal varlıkların değerindeki bir artış hedef kaldıraç oranlarını tutturmak için finansal kurumların bilançolarını genişletmesine neden olmaktadır. Bu durum varlık fiyatlarının artması yönünde daha çok baskı oluşturmaktadır. Bu durum aynı zamanda finansal sistemdeki risk düzeyinin artmasına da neden olmaktadır. Çünkü güvenli yatırımlara ulaşılabilirlik sınırlanmıştır. Bu yüzden bankalar bilançolarını genişlettikleri zaman risk spektrumlarını riskli borçlular yönünde yukarıya hareket ettirmektedirler¹³⁹. Yeterli önlemler alınmadığında aşırı ve ısrarlı faiz oranı azalışları bazı yatırımcıların daha fazla risk almasına neden olabilecektir. Örneğin bazı firmalar faiz oranları yükseldiğinde sabit yükümlülükleri karşılamada zorlanacaklardır. Yükümlülükleri cari düşük faiz oranında karşılamak için aşırı riskli varlıklara yatırım yapılabilecektir. Yarıca borçlanmanın maliyeti azalacağı için diğer yatırımcılar az maliyetle riski artırmak için iyi bir zaman olduğu sonucuna varacaklar ve kaldıraç oranlarını yükselteceklerdir¹⁴⁰.

138 Borio C. & Zhu, H. (2008). Capital regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. BIS Working Papers.s.9

139 Ingves, S. (2011) Challenges for the Design and Conduct of Macroprudential Policy. Macroprudential Regulation and Policy. Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 17-18 January 2011, s.23

140 Evans, C. L. 2013. Financial Stability and Monetary Policy: Multiple Goals. Multiple Tools. Financial Management Association Annual Meeting Luncheon Chicago, Illinois, October 18

Öte yandan başka bir iktisatçı risk alma kanalı en az iki yolla işlendiğini söylemektedir. *Birincisi*, düşük faiz dönemlerinde bankalar daha fazla risk alma eğiliminde olabilmektedir. Diğer bir deyişle faiz oranları azaltıldığında bankalar daha riskli varlıklara yatırım yapma eğiliminde olabilirler. Böylece söz konusu varlıklarının getirisi azalmaktadır. *İkincisi*, düşük faiz oranlarının yatırım değerleri üzerindeki pozitif etkisi ve nakit akımları bankaların daha fazla risk almasına neden olmaktadır¹⁴¹. Başka bir iktisatçıya göre ise risk alma kanalı en az iki şekilde işlenmektedir: *İlk olarak*, güvenli varlıklara yapılan yatırımların düşük getirilere sahip olması bankaları ve kurumsal yatırımcıları daha fazla risk almaya yöneltmektedir. *İkinci olarak*, düşük faiz oranları varlık fiyatı ve belirsizliğini etkilemektedir. Bu ise bankaların bilançolarında ayarlamalara neden olmaktadır. Özellikle bankalar hedef kaldıraç oranlarına yöneldikçe hisse senedi fiyatlarında ve bankaların sermaye değerindeki artış bankaların bilançolarını genişletmesini teşvik etmektedir. Bu çerçevede para politikasının aktarım mekanizması finansal araçlara dayalı piyasa kaldıracını ve likiditesini dikkate almalıdır¹⁴².

“Para politikasının risk alma kanalını oluşturan dört etki bulunmaktadır. *Birinci etki*, doğrudan fiyat etkisidir. Faiz oranındaki artışın ardından bankça borcunun alternatif maliyeti artmaktadır. Bu yüzden banka onlaması daha pahalı hale gelmektedir. *İkinci etki*, çerçevesinde fonlama maliyetleri artarken bankanın borçlarını geri ödeyebilme olasılığı azalmaktadır. Bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığı artmakta ve risk primi yükselmektedir. *Üçüncü etki*, ikame etkisidir. Bu etki çerçevesinde borcun fiyatı yükselirken bankalar daha az borçlanma yoluna gitmektedirler. Diğer yandan borç servisi maliyetleri ve bankaların borç yükleri artmaktadır. Bu ise bankaları varlık riski almaya yöneltebilmektedir. *Son etkide ise* faiz oranlarındaki artış bankaların karlarını azaltmakta ve etkinliği en düşük olan bankaların sistemden çıkmalarına neden olmaktadır. Bu etkiler aynı zamanda para politikası uygulamalarında kullanılan faiz oranı aracının banka borçluluğu üzerindeki etkilerinin hangi kanallar vasıtasıyla gerçekleşeceğini de göstermektedir¹⁴³. Bu iktisatçılara göre bankaların borçluluk seviyeleri düşük olduğunda banka riskindeki bir yükselişi engellemek için faiz oranı artışı oldukça etkindir. Bankaların borçlarının fazla olması, borç servisi maliyetlerindeki bir artışın karlar üzerinde daha fazla negatif etkide bulunacağını ifade etmektedirler. Bu ise faiz oranı artışının riski

141 Altunbaş, Y. (2012) Gambacora, Leonardo & Marques-Ibanez, Daviz. *Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk? Economic Letters*.s.220

142 Gameiro, I. M., Soares, C. & Sousa, J. (2011). Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin.Spring.s 16

143 Agur, I. & Demertzis, M. (2012). Excessive Bank Risk Taking and Monetary Policy. European Central Bank Working Papers.s. 14-15

azaltmaya yönelik etkisini dengeleyebilecektir. Bu çerçevede faiz oranındaki artışın doğru bir zamanlamayla gerçekleştirilmesi gerekmektedir”¹⁴⁴.

Düşük kısa vadeli faiz oranları; daha dik getiri eğrisini, gelecek dönemlerde daha yüksek net faiz marjını ve böylece bankacılık sektörünün risk alma kapasitesinin daha fazla olması şeklinde tanımlanabilmektedir. Yüksek kısa vadeli faiz oranları ise gelecek dönemlerde daha düşük net faiz marjını ve bankacılık sektörünün risk alma kapasitesindeki bir azalmayı ifade etmektedir¹⁴⁵. Başka bir iktisatçıya göre ise; “ kısa dönem faiz oranları ile bankaların risk alma dürtüsü arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki nispeten düşük sermayeli bankalar için veya bankaların sermayelerinin azaldığı dönemlerde daha az dikkate alınmaktadır”¹⁴⁶.

4. PARA POLİTİKASININ BANKA SERMAYE KANALI

Günümüzde banka sermayesinin güçlü olması, finansal sistemin istikrarını sağlayan önemli bir etken olduğu görüşüdür. Bu nedenle ülkeler sermaye yeterlilik düzenlemeleri yapmakta ve buna yönelik denetlemelerde bulunmaktadır. Öte yandan uygulanan para politikaları da banka sermayelerini etkilemek suretiyle finansal istikrar üzerinde etkide bulunabilmektedir.

“Banka sermayesi kanalı yaklaşımına göre para politikası banka sermayesi üzerinde etkide bulunarak banka kredisini etkilemektedir¹⁴⁷. Banka kredileri ise banka sermayesinin yapısına bağlıdır. Kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış banka karlarını ve gelecekteki banka sermayesini azaltmaktadır. Bu ise ortalama olarak banka kredisinin azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca para politikasının banka kredisindeki etkisi bankacılık sektörünün sermaye yeterliliğine bağlıdır. Düşük sermayeli bankalar tarafından verilen krediler kuvvetli sermayeli bankalara göre faiz oranı şokuna daha gecikmeli ve kuvvetli bir tepki vermektedir”¹⁴⁸.

Banka sermayesi kanalı tanımlamada çok fazla yer bulmamıştır. Banka bilançolarının parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini modelleyen daha

144 Agur, I. & Demertzis, M. (2012). Excessive Bank Risk Taking and Monetary Policy. European Central Bank Working Papers.s. 22-23

145 Adrian, Tobias & Shin, Hyun Song (2009). Financial Intermediaries and Monetary Economics. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.s.5

146 Dell’Ariccia, G., Laeven, L. & Suarez, G. (2013). Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States. IMF Working Paper.s.1

147 Van den H., Skander J.(2002).Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission. Federal Reserve Bank of New York. May.s. 261

148 Van den H., Skander J.(2002).Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission. Federal Reserve Bank of New York. May.s.30-35

önceki tanımlama temel olarak mevduat-rezerv kanalı üzerine odaklanmıştır. Banka sermayesi kanalı banka kredilerini etkileyebilen banka sermayesi değeri veya maliyeti şoklarını kapsamaktadır. Para politikası faaliyetleri bankacılık sektörünün finansal pozisyonunda değişmeye neden olabilmekte ve böylece sektör hissedarlarının tercihlerini değiştirebilmektedir. Bankacılık sisteminin finansal pozisyonundaki bir değişme; banka varlıklarının riski, banka sermayesi değerindeki beklenen bir değişme veya bankacılık sektörünün sermaye düzenlenmesi ile ilgili konulara bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Bu değişmeler banka sermaye maliyetini, borç vermeyi ve yukarıdaki etkiyi doğurabilmektedir¹⁴⁹.

5. PARA POLİTİKASININ KREDİ KANALI

Banka kredilerindeki değişmeler ekonomik dalgalanmaların önemli bir sebebidir. Merkez bankaları belirledikleri istikrar amaçlarına ulaşmak için yeterli kredi arzını sağlamaya çalışmaktadırlar. Öte yandan finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik önlemler alan düzenleyici kurumlar ise bu amacın aksi yönünde çalışabilmektedirler. Sermaye gereklilikleri buna açık bir örnek teşkil etmektedir. Sermaye gereklilikleri bütün bankaların risk pozisyonlarına göre yeterli sermaye sağlama zorunluluğunu belirlemek suretiyle bankacılık sisteminin borç verme kapasitesini sınırlandırabilmektedir¹⁵⁰.

Kredi kanalı çerçevesinde para politikası sadece faiz oranlarının seviyesini değil aynı zamanda dış finansman priminin büyüklüğünü de etkilemektedir. Dış finansman primi dışsal fonlar ile içsel fonlar arasındaki maliyet farkıdır. Kredi yaklaşımına göre açık piyasa faiz oranlarını artıran veya azaltan bir para politikasındaki değişme dış finansman primini aynı yönde hareket ettirmektedir. Para politikası faaliyeti ve dış finansman primi arasındaki ilişkiyi açıklayan iki mekanizma bulunmaktadır. Bu mekanizmalar bilanço kanalı ve banka kredi kanalıdır. İlk kanal para politikasındaki değişimin likit varlıklar, nakit akımı ve net değer gibi değişkenleri kapsayan borçluların bilançoları ve gelir tabloları üzerindeki etkisini ifade etmektedir. Banka kredi kanalı ise daha dar kapsamlı olup, para politikası faaliyetlerinin mevduat kurumları tarafından gerçekleştirilen kredi arzı üzerindeki muhtemel etkisini odaklanmaktadır¹⁵¹.

149 Markovic, B.(2006). Bank Capital Channels in the Monetary Transmission Mechanism. Bank of England Working Paper.s.8-9

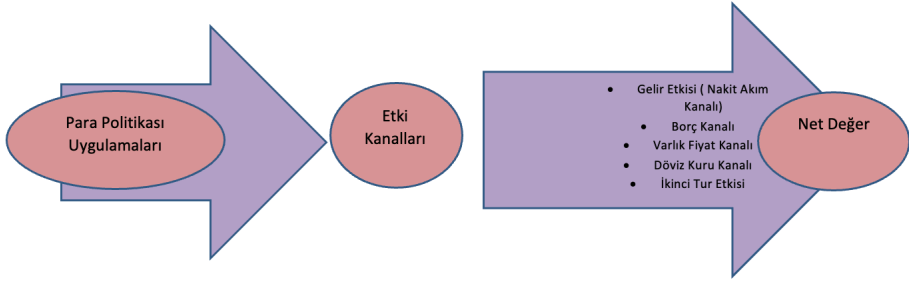
150 Cecchetti, S.G & Li, L. (2005) Do Capital Requirements Matter for Monetary Policy, NBER Working Paper. December.s.22

151 Bernanke, B. & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives, 9(4) s. 28 ve 35

6. PARA POLİTİKASININ BİLANÇO KANALI

Para politikasının bilanço kanalı, merkez bankasının politikasındaki değişikliklerin sadece piyasa faiz oranını değil aynı zamanda borçluların finansal pozisyonlarını hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin sıkı para politikası borçluların bilançosunu direkt olarak en az iki şekilde zayıflatmaktadır. *İlk olarak* ödenmemiş borç bulunması halinde yükselen faiz oranları faiz harcamalarını direkt olarak artırmakta, net nakit akımlarını azaltmakta ve borçluların finansal pozisyonlarını zayıflatmaktadır. Birçok firma stoklarını ve diğer işletme sermayesini finanse etmek için kısa vadeli borca güvendikleri için para politikasının işletme net nakit akımı üzerindeki doğrudan etkisi nicel olarak oldukça önemlidir. *İkinci olarak*, yükselen faiz oranları varlık fiyatlarındaki azalmayı ifade etmekte ve bu da borçluların teminatlarının değerini azaltmaktadır. Sıkı para politikası aynı zamanda net nakit akımlarını ve teminat değerlerini dolaylı yoldan da azaltabilmektedir¹⁵².

Tablo 10. Para Politikasının Net Değer Üzerindeki Etkisi¹⁵³



Para politikasının net değer üzerindeki etki kanallarından *gelir etkisi*; kısa dönem faiz oranlarındaki bir artışın/azalışın, kısa dönemli değişken faizli borcun ödeme maliyetini artırmasıdır (azaltmasıdır). Böylece nakit akımı ve net değer azalmaktadır/artmaktadır. *Borç kanalı* ile birlikte enflasyondaki beklenmeyen artış nominal borcun ödeme maliyetini reel olarak azaltmaktadır. *Varlık fiyat kanalı* ikiye ayrılmaktadır. *Birincisine* göre kısa dönem faiz oranlarındaki bir artış/azalış hisse senedi, tahvil ve konut fiyatlarını azaltmaktadır /artırmaktadır. Böylece net değer doğrudan etkilenmektedir. *İkincisi*, hane halkının varlık

152 Bernanke, B. & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspective, 9(4) s.36

153 Egert, B. & Mac D., R. (2006). Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable. Magyar Nemzeti Bank Working Papers.s. 18 ve 19'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

ve likidite etkisidir. Para politikası hane halkının borçlanma kapasitesini etkileyebilmektedir. Eğer varlıklar veya kredi/ödünç verilenler yabancı para cinsinden ifade edilirse nominal döviz kurundaki değişimler yerli para cinsinden bunların değerini artırabilecektir/azaltabilecektir. Döviz kuru kanalı olarak tanımlanan bu durum borçlanma kapasitesini etkilemektedir. *İkinci tur etkisine* göre para politikası faaliyetinin bir sonucu olarak hane halkının ve firmaların harcaması azalırsa diğer firmaların da gelirleri azalmaktadır. Bu durum ise net değerde bir azalmaya yol açmaktadır. Sonuç olarak hisse senedi ve konut fiyatları ile nakit akımlarındaki azalma ile net varlığın azalması/artması finansal piyasaların aksaması (ahlaki tehlike ve tersine seçim) nedeniyle kredi sağlama kapasitesini azaltmaktadır/artırmaktadır. Bu durum yatırım ve tüketim harcamalarında bir azalışa/artışa yol açmaktadır¹⁵⁴.

7. PARA POLİTİKASININ BANKA KREDİ KANALI

Bankalar, fon ihtiyacı olanlar ile fon fazlası olanlar arasındaki temel aracılık fonksiyonundan banka, merkez bankalarının politika kararlarının firmalar ve hane halklarının harcama kararlarına etkisinde önemli rol oynarlar¹⁵⁵.

Para politikası borçluların bilançoları üzerinde etkide bulunurken aynı zamanda ticari bankalar tarafından sağlanan ara kredi arzını değiştirmek suretiyle dış finansman primine etkilemektedir. Bu etkileşim banka kredi kanalı olarak tanımlanmaktadır. Banka kredi arzında azalma meydana geldiğinde küçük ve orta ölçekli işletmeler gibi bankalardan borçlananlar tam olarak kredi kullanmaktan vazgeçmezler. Diğer yandan yeni borç vereni bulmak ve kredi ilişkisi oluşturmak ile ilişkili maliyetler ile karşı karşıya kalırlar. Bu yüzden banka kredi arzındaki bir azalma dış finansman primine artıracı ve reel faaliyeti ise düşürebilecektir¹⁵⁶.

Para politikası uygulamaları bankaların kullandıkları krediler üzerinde doğrudan etkide bulunabilmektedir. Bunun nedeni uygulamaların banka rezervlerini etkilemesidir. Bankalar kredilerini kısmen zorunlu karşılık ayırdıkları yükümlükleri ile finanse etmektedir. Sıkı para politikası ise banka rezervlerini azaltmaktadır. Bankaların alternatif finansman imkânlarına

154 Egert, B. & Mac D.R. (2006). Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable. Magyar Nemzeti Bank Working Papers.s. 18 ve 19.

155 Dale, S. ve Haldane, A. G. (1993). Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 478- 491, Kasım

156 Bernanke, B. & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *The Journal of Economic Perspective*, 9(4) s. 40.

kolayca ulaşamaması durumunda yükümlülüklerde oluşabilecek azalma, banka kredilerinde azalmaya neden olmaktadır. Banka sermayesinin düzenleyici kurumlar tarafından oluşturulan sermaye yeterlilik kısıtının veya altında olması durumunda kredi kanalı daha az bir etkiye sahip olabilmektedir. Çünkü sermaye yeterliliği kısıtı ile birlikte bir banka ilave sermaye olmaksızın kredi miktarını yükseltmemektedir¹⁵⁷.

Banka kredi kanalının etkin olarak çalışması için üç koşul gereklidir¹⁵⁸ :

- a) Firmaların bilançolarının yükümlülük tarafında yer alan finansman bonoları ile banka kredileri tam ikame mallar olmamalıdır. Bu koşul altında, banka kredi arzında bir azalma olması durumunda, firmaların kredilerle aynı şartlarda finansman bonusu ihraç ederek ihtiyaçlarını karşılamaları mümkün olmaz.
- b) Merkez bankalarının uyguladığı politikalar kredi arzını etkileyebilmelidir. Örneğin merkez bankasının para arzını azaltması durumunda bankaların rezervlerdeki değişime, kredi arzında bir değişiklik yapmadan, diğer finansman türlerini (tahvil stokunu azaltmak, mevduat dışı kaynak bulmak vb.) kullanarak tepki vermesi mümkün olmamalıdır.
- c) Para politikası değişikliklerinin etkisini ortadan kaldıran tam uyumlu fiyat uyarlamaları mümkün olmamalıdır.

8. PARA POLİTİKASININ VARLIK FİYATLARI KANALI

8.1. Para Politikasının Varlık Fiyatları Üzerindeki Etkisi

“Varlık fiyatlarındaki azalışlar veya artışlar önemli derecede makroekonomik dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu yüzden para politikası uygulamaları varlık fiyatlarındaki değişimlere tepki vermek suretiyle makroekonomik dalgalanmaları hafifletebilmektedir. Bu tepki bir sonraki başlıkta ele alınacak olup varlık fiyatları ve para politikası arasındaki ilişkinin bir yönünü göstermektedir. Diğer yön ise para politikası uygulamalarının varlık fiyatları üzerindeki etkisidir. Para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkisi varlık çeşitlerine göre farklılık göstermektedir. Para politikası değişikliği, bono, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların göreceli fiyatlarını etkiler. Varlık

157 Van den H. Skander J.(2002). Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission. Federal Reserve Bank of New York. May.s.260

158 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3be703ba-0c20-410d-855d-7b15cac442d4/ozgurkasapoglu.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3be703ba-0c20-410d-855d-7b15cac442d4>

fiyatlarındaki düşme, firmaların ve hane halklarının borç-varlık oranlarını değiştirerek; borçlarını geri ödemede zorluklarla karşılaşmalarına ya da zorluklarla karşılaşabilecekleri endişesine kapılmalarına sebep olabilir. Bu durum, firmaları ve hane halklarını, harcamalarını ve borçlanmalarını azaltarak bilanço pozisyonlarını güçlendirmeye yönlendirir. Para politikası uygulamalarının toplam talep üzerindeki etkileri, varlık fiyatları ve bilanço değişimlerine ekonomik aktivitelerin tepki vermesiyle daha da kuvvetlenebilir. Örneğin; faiz oranlarında artış sonucu varlık fiyatlarının düşmesi ve bilançoların zayıflaması başlangıçta toplam üretim seviyesinde ve gelirden bir azalmaya sebep olur. Ekonomik aktivitedeki bu azalma firmaların ve hane halklarının nakit akışlarını zayıflatarak, onların finansal sıkıntılar karşısında daha savunmasız kalmalarına ve toplam harcamalardaki ikinci dalga azalmalara sebep olur”¹⁵⁹.

Para aktarım mekanizmasının finansal sistem üzerindeki etkisi açısından incelenecek olan bir diğer kanalı reel varlık fiyatları üzerinden işlemektedir. Parasal aktarım mekanizmasının kredi yaklaşımı bankaların finansal sistemde özel bir rolü olduğunu ileri sürmektedir. Çünkü bankalar kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi sorunlarını çözmeye uyumlu kurumlardır. Belirli borçlular bankalardan borç alamadıkları sürece kredi piyasasına girememektedirler. Bankalar önemli miktarda reel varlık kredisi vermektedir ve aynı zamanda reel varlığın değeri de teminat olarak kabul edilmektedir. Parasal bir genişleme sonucunda reel varlık fiyatları artarsa banka kredi kayıpları azalacak ve banka sermayesi artacaktır. Daha fazla banka sermayesi bankaların daha fazla kredi kullandırmalarına yol açacaktır. Bu ise yatırım harcamalarını ve toplam talebi artıracaktır. Yukarıda bahsedilen eğilimlerin tersi ortaya çıktığında ve reel varlık fiyatları azaldığında ise bu mekanizma sermaye daralması olarak adlandırılmaktadır¹⁶⁰.

Parasal aktarım mekanizmasının finansal sistem üzerindeki etkisi döviz kurundaki değişimlerle de ilgilidir. Yurtiçi borcun önemli bir kısmı yabancı para cinsinden ise döviz kurundaki dalgalanmalar hem finansal hem de finansal olmayan firmaların bilançolarını etkilemek suretiyle toplam talep üzerine önemli etkilere sahip olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde parasal genişleme yurtiçi paranın değerini düşürmekte ve finansal olmayan kurumların borç yükünü artırmaktadır. Varlıklar yurtiçi para birimi ile ifade edildiği için net değer azalmaktadır. Bilançodaki bu bozulma tersine seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını da beraberinde getirmektedir. Neticede krediler,

159 Kasapoğlu ÖZ. (2007), Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Bir Uygulama Başlıklı Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Subat /Ankara.

160 Mishkin F. S. (2001) The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. National Bureau of Economic Research Working Paper. S.6

yatırım harcamaları ve toplam talep azalmaktadır. Bu mekanizmanın finansal krizler açısından çokça önemlidir. Çünkü döviz kurundaki azalışlar ile birlikte yabancı para cinsinden yükümlülüklerin değerindeki artışlar finansal kurumların bilançolarını da olumsuz etkilemektedir. Diğer yandan hane halklarının ve firmaların yabancı para cinsinden borçlarını ödemede zorlanmaları da kredi kayıplarına yol açmak suretiyle finansal kurumların bilançolarının varlıklar kısmını olumsuz etkileyecektir¹⁶¹.

8.2. Para Politikasının Varlık Fiyat Balonlarına Tepkisi

8.2.1. Para politikasının varlık fiyat balonlarına tepki vermesi ile ilgili yaklaşımlar

Para politikasının varlık fiyatlarına tepkisi ile ilgili olarak temelde iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan *birincisi* para politikalarının varlık fiyatlarına tepki vermesi gerektiğidir. *İkinci* yaklaşım ise para politikalarının varlık fiyatlarına bir tepki vermemesi gerektiğidir. İlk yaklaşım varlık fiyatlarının “balon” olarak adlandırılacak şekilde aşırı artışı ve daha sonra ise balonun sönmeye şeklinde ifade edilen fiyatlardaki şiddetli düşüşlerin makroekonomik istikrar üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkartabilmesi nedeniyle bir para politikası tepkisi önerisine dayalıdır.

Merkez bankaları varlık fiyatlarındaki dengesizliklere sistematik olarak tepki vermek suretiyle makroekonomik performansı artırabilmektedirler. Üretim ve enflasyon dalgalanmalarını hafifletmeye çalışan merkez bankaları varlık fiyatlarındaki değişimleri dikkate alarak faiz oranlarını değiştirmek suretiyle bu sonuca ulaşmaya çalışmaktadırlar. Bunun temel nedeni varlık fiyatları yükselirken faiz oranlarının ılımlı bir şekilde artması, varlık fiyatları azalırken ise faiz oranlarının ılımlı bir şekilde düşmesi bu balonların üretim ve enflasyon üzerindeki etkisini dengelemektedir. Bu tür bir tepki makroekonomik istikrara katkıda bulunmaktadır¹⁶².

Para politikasının varlık fiyatlarındaki değişimlere tepki vermemesi gerektiğine dair yaklaşıma göre balonların tanımlanması mümkün olmadığı için rüzgâra karşı politikalar uygulanmamalıdır. Varlık fiyat balon ve sönmelerinden kaynaklanan ekonomik istikrarsızlığın hafifletilmesi için para politikası uygun

161 Mishkin F. S. (2001) The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. National Bureau of Economic Research Working Paper.s. 6

162 Wadhwani, S. (2008). Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate, National Institute Economic Review. October.s.26

bir araç değildir. Mikro seviyedeki politikalar balonların etkisini azaltmak ve bu etkilere karşı finansal sistemi korumak için kullanılabilir. Bu tür politikalar şunları içerebilir¹⁶³:

- i. Bankacılık sektöründeki sermaye yeterliliğini sağlamaya yönelik denetim faaliyeti,
- ii. Portföylerin stres testi,
- iii. Uygulamaların açıklanması suretiyle şeffaflığın sağlanması,
- iv. Finansal okur-yazarlığın artırılması,
- v. Finansal serbestleşme sürecine daha fazla dikkat edilmesi,
- vi. İhtiyaç duyulduğunda son ödünç verme merci fonksiyonun kullanılması.

Merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına tepki vermesi gerektiğini savunan yaklaşım FED bağlamında iki gruba ayrılmaktadır. *Birinci grupta* “rüzgâra karşı durma” stratejisini benimseyenler yer almaktadır. Bu stratejiye göre FED varlık fiyat değişimlerini dikkate almalı ve bu değişimlerin olası sonuçlarına tepki vermelidir. Diğer yandan bu görüşe göre FED varsayılan bir balon politikasından uzak bir şekilde varlık fiyatlarına yönelik ılımlı bir yönlendirme yapmaya çalışmalıdır. *İkinci grup* ise daha aktif politikaların kullanılması gerektiğini önermektedir. Bu görüşe göre FED faiz oranlarını sert bir şekilde artırmalıdır ve böylece varlık fiyatlarındaki potansiyel balonları proaktif biçimde elimine etmelidir¹⁶⁴.

8.2.2. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının varlık fiyat balonlarına tepki vermesi

Para politikasının varlık fiyatlarına verdiği tepki geleneksel yaklaşım¹⁶⁵ çerçevesinde proaktif bir özelliğe sahip değildir. Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankalarının varlık fiyatlarına nasıl tepki vermeleri gerektiği sorusuna özellikli bir cevap vermektedir: varlık fiyatlarındaki değişimler sadece merkez bankalarının enflasyon tahmini etkiledikleri sürece para politikasını etkilemektedir. Katı bir enflasyon hedeflemesi rejimi varlık fiyatları belirsiz

163 Bernanke, B. (2002). Asset-Price “Bubbles” and Monetary Policy. Speech delivered at the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, 15 October.

164 Bernanke, B.(2002). Asset-Price “Bubbles” and Monetary Policy. Speech delivered at the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, 15 October.

165 Bernanke B.& Gertler, M. (1999, 2001) Taylor Kuralı bağlamında geleneksel yaklaşımı açıklamıştır.

olduğu zaman bu belirsizliğin kaynağına bakmaksızın üretim ve enflasyonu sabitleştirilmiştir. Enflasyona katı bir şekilde tepki verilmesi halinde varlık fiyatlarına tepki vermenin ilave bir faydası olmayacaktır.¹⁶⁶

Esnek enflasyon hedeflemesi rejimi varlık fiyatlarındaki değişmelere tepki açısından yeterli olabilmektedir. İleriye dönük esnek enflasyon hedeflemesini benimsemiş merkez bankalarının cari faiz oranlarını belirlerken finansal dengesizlikler ve varlık fiyat balonlarının uzun dönem sonuçlarını dikkate almaları gerekmektedir. Finansal dengesizlikler, varlık fiyatlarındaki saplamalar ve bunlara dair oluşan düzeltme hareketleri para politikası yapıcılar için önemli maliyetleri beraberinde getirmektedir. Fiyat istikrarını sağlamak finansal istikrarsızlıktan kaçınılabileceğini garanti etmemektedir. Makroekonomik amaç değişkenlerle ilgili olası dengesizliklerin ve sapmaların sonuçları optimal planların oluşturulmasında kullanılan büyüme ve enflasyon beklentilerine ilişkin değerlendirmelerde dikkate alınmalıdır. Bu yüzden para politikasının varlık fiyatlarındaki değişmelere tepkisi konusunda esnek enflasyon hedeflemesi yeterli görülmektedir ve bu rejimi benimsemiş merkez bankalarının ilave bir para politikası tepkisi vermesine ihtiyaç duyulmamaktadır¹⁶⁷.

Varlık fiyatları gelecekteki fiyat hareketleri ile ilgili bilgi içerebilmekte ve beklenen mal fiyatları için temsili değişken olabilmektedir. Varlık fiyatlarının tüketici fiyatları enflasyonunun tahmin edilmesine yardımcı olması durumunda geleneksel enflasyon ölçümleri yerine konut ve hisse senedi fiyatlarının dâhil edildiği daha geniş bir ölçüm kullanılabilmektedir. Para politikası geleneksel olarak ölçülen enflasyon ve varlık fiyat enflasyonunun ağırlığı toplamından oluşan enflasyon ölçümünü hedefleyebilmektedir¹⁶⁸.

8.2.3. Varlık fiyatlarının bilanço kanalı ile reel ekonomi üzerindeki etkisi

Varlık fiyatları ve reel ekonomi arasındaki ilişki bilanço kanalı vasıtasıyla açıklanabilmektedir. Temel Neo/Klasik modelin tersine kredi piyasaları sürtünmesiz değildir. Diğer bir deyişle bilgi, isteklendirme veya teşvik ve uygulama sorunları her zaman görülmektedir. Bu sorunlar nedeniyle krediler finansal pozisyonları kuvvetli olan borçlular için düşük maliyetli olarak artırılabilir. Nakit akımları ve bilanço durumu ekonomik birimlerin borç

166 Bernanke, B. & Gertler, M. (2001) Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? The American Economic Review, 253 ve 2591(2),

167 Bean, C. (2003) Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough? BIS Working s.1-18

168 Gameiro, I. M., Soares, C. & Sousa, J. (2011). Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin.Spring.s 9

alma-verme potansiyelinin temel belirleyicisidir. Varlık fiyatı değişmelerinin ekonomi üzerindeki etkisi bu değişmelerin hane halklarının, firmaların ve finansal araçların bilançoları üzerindeki etkisi vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Örneğin, firmalar ve hane halkları isteklendirme ve bilgi sorunlarını düzeltmek amacıyla borçlanırlarken varlıklarını teminat olarak kullanabilmektedirler. Bu şartlar altında varlık değerlerindeki bir düşüş var olan teminatları düşürmekte ve borçlular üzerindeki kaldıraçta planlanmayan yükselişlere neden olacaktır. Bu ise potansiyel borçluların kredi piyasasına girişlerine engel olmaktadır¹⁶⁹.

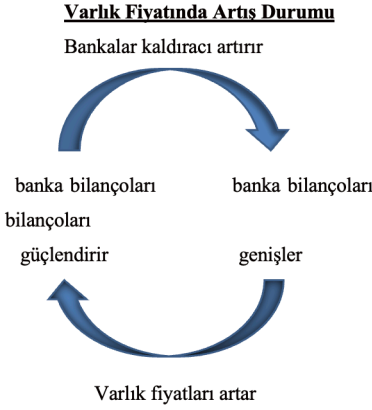
Toplam varlıkların değerindeki bir artış toplam varlıkların bir oranı olan öz kaynağı artıracak ve bu ise kaldıraç azaltacaktır. Bununla beraber beklentilerin tersine kaldıraç ve toplam varlıklar arasında güçlü bir pozitif ilişki bulunabilmektedir. Bunun nedeni bankaların varlık değerindeki artışa bilançolarını genişleterek tepki vermeleridir. Varlık fiyatlarındaki aşırı artış durumunda bankalar yükümlülüklerini varlıklarındaki artıştan daha fazla artırmakta ve böylece kaldıraçlarını artırmaktadırlar. Varlık fiyatlarındaki ani düşüş durumunda ise bankalar yükümlülüklerini varlıklarındaki azalmadan daha hızlı azaltırlar ve böylece kaldıraçlarını azaltırlar. Konjonktür yanlısı bir kaldıraçın sonucunda bir geri bildirim etkisi ortaya çıkmaktadır.

Varlık fiyatlarındaki artış daha önceden bahsedildiği üzere kurumların net değerini veya öz kaynağını toplam varlıklara oran olarak artırmakta ve bu da bilançoların güçlü olmasına neden olmaktadır. Bilançolar güçlendiği zaman kaldıraç azalmaktadır. Kurumlar konjonktür yanlısı kaldıraça sahip oldukları için kaldıraç artırmakla kaldıraçtaki aşınmaya tepki vermek zorundadırlar. Bunu sağlamanın bir yolu daha fazla borçlanarak varlık satın alımlarını artırmaktır. Varlıklara olan talep varlık fiyatlarını artırırsa olası bir geribildirim etkisi ortaya çıkacaktır: güçlü bilanço varlıklara olan talebin daha fazla olmasına neden olacak ve bu sonuç varlıkların fiyatlarını artıracak ve bilançoları daha fazla güçlendirecektir (Tablo.10-11) ¹⁷⁰.

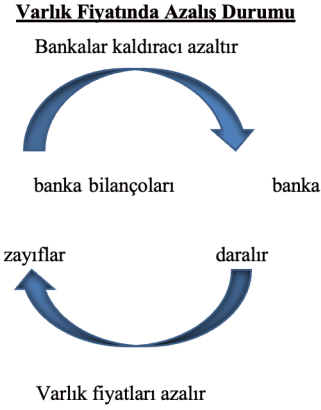
169 Bernanke, B. & Gertler, M. (1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. Federal Reserve Bank of Kansas City. Economic Review, Fourth Quarter.s.20

170 Demirhan, B. “Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma” başlıklı doktora tezinden (Ana kaynak:Adrian & Shin, 2008: s.3-4)

Tablo. 11



Tablo. 12



Varlık fiyatları azaldığında kurumların net değeri varlıkların değerinden daha hızlı bir oranda azalacaktır. Kurumların bilançoları zayıfladığı için kaldıraçları artacaktır. Diğer yandan bu kurumlar konjonktür yanlısı kaldıraç hedefledikleri için kaldıraçlarını azaltmaya çalışmak zorundadırlar. Bunun yolu ise bazı varlıkları elden çıkarmaktır. Elde ettikleri gelirleri ise borçları ödemede kullanırlar. Bu yüzden varlık fiyatındaki bir düşüş; varlık arzında bir artışa neden olmakta ve varlık fiyatında bir düşüşe normal arzın tepkisini tersine çevirmektedir. Daha fazla varlık arzının varlık fiyatlarının azalmasına neden olması durumunda tekrar olası bir geri bildirim etkisi ortaya çıkacaktır. Daha zayıf bilanço daha fazla varlık satışlarına neden olacak ve bu sonuç varlık fiyatlarını azaltacak ve daha zayıf bilançolara yol açacaktır (Tablo:11)¹⁷¹. Dolayısıyla tüm bu açıklamalar neticesinde varlık fiyatlarındaki azalış yukarıdaki bahsedilen sürecin tersine işleyerek bir geri bildirim etkisi ortaya çıkartmaktadır.

8.2.4. Varlık fiyatlarının enflasyon oranına etkisi ve para politikası tepkisi

Merkez bankaları varlık piyasalarında meydana gelen gelişmelerin varlık fiyatları üzerindeki etkisini minimize etmeye çalışmaktadırlar. Bunun nedeni varlık fiyatlarındaki aşırı artış ve azalışların enflasyon oranı ve reel ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkilere sahip olması ve böylece ekonomik istikrarsızlığa yol açma ihtimalidir. Bu çerçevede merkez bankalarının para politikası modellerinde varlık fiyatlarını dikkate almaları gerekmektedir.

¹⁷¹ Adrian, T. & Shin, H.S. (2008). Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles. Current Issues in Economics and Finance.s.4

Para politikası ve varlık fiyatları arasındaki ilişki ile şu değerlendirmeler yapılmıştır¹⁷².

- i. Enflasyon hedefine ulaşmaya çalışan bir merkez bankası enflasyon oranı, çıktı açığı ve varlık fiyatlarına göre politika aracını ayarlamalıdır. Politika çerçevesini bu şekilde oluşturmak üretim değişikliğini azaltabilecektir.
- ii. Varlık fiyatlarındaki düzensizlikleri ölçmek zor olmasına rağmen ihmal edilmemelidir. Merkez bankaları ekonomik bozuklukların önemli bir kaynağı olan olası varlık fiyatlarındaki düzensizlikleri içeren bir belirsizlik altında uygulanacak politika için bir çerçeve geliştirmelidirler.
- iii. Çekirdek enflasyon hesaplamasında konut gibi (hisse senedi fiyatları hariç) bazı varlık fiyatlarına önem verilmelidir. Bunu dikkate alarak ölçülen çekirdek enflasyon politika uygulamasında tüketici fiyatları endeksi gibi geleneksel enflasyon ölçümlerini tamamlayıcı olacaktır.
- iv. Varlık fiyatları para politikası uygulamalarında kullanılan enflasyon tahminlerinin oluşturulmasında bilgi sunmaktadır. Ayrıca varlık fiyatları enflasyonist etkilerin transferinde de önemlidir. Varlık fiyatlarının tahmini enflasyon tahminlerinin kalitesinin artırılmasına neden olabilmektedir.
- v. Para politikası araçlarını kullanarak varlık fiyatlarındaki belirsizliği azaltmaya dair az kanıt bulunmaktadır.

8.2.5. Varlık fiyatlarındaki değişimin politika kuralları içindeki yeri

Finansal istikrarı dikkate almayan politika kuralları normal zamanlarda sistemik risk ve finansal dengesizliklerdeki artışa karşı durmada başarısız olabilmekte ve kriz dönemlerinde ise güvenilir olmayabilmektedir. Birçok durumda finansal kriz merkez bankalarının piyasalara müdahalede bulunmasına neden olmaktadır. Finansal sektörü istikrarlı duruma dönüştürmek için gerçekleştirilen bu müdahale uzun dönem fiyat istikrarını tehlikeye düşürebilmektedir¹⁷³.

Varlık fiyatlarındaki büyük çaplı değişimler finansal krizleri tetikleyebilmektedir. Bu anlamda enflasyonu ölçen fiyat endeksinin finansal

172 Cecchetti, S. G., Genberg, H.L.J. & Wadhvani, S. (2000). Asset Prices and Central Bank Policy, The Geneva Report on the World Economy, s..2-3

173 Brunnermeier, M. K. & Sannikov, Y. (2012) Redistributive Monetary Policy, Paper Presented At The Federal Reserve Bank Of Kansas City Symposium, The Changing Policy Landscape, At Jackson Hole, Wyoming, On 31 August-1 September.S.377

varlık fiyatlarını kapsamaması gerekmektedir. Bu durumda merkez bankaları varlık fiyat enflasyonu ile mücadele etmek için politika oranlarını doğrudan ayarlayacaktır. Diğer yandan bu tür bir doğrudan tepki bazı noksanlıklara sahiptir. Para politikası, finansal piyasalar tarafından baskılanabilmekte ve manipüle edilebilmekte ve böylece belirsiz ve tahmin edilemez olabilmektedir. Ayrıca finansal piyasa katılımcıları merkez bankasının varlık fiyatlarına tepki vereceği beklentisiyle daha fazla risk alma eğiliminde olabilirler. Bu ise finansal istikrara olumsuz etkiye bulunabilmektedir. Sadece varlık fiyatları değil aynı zamanda politika aracı piyasa beklentilerine güçlü biçimde bağlı olmakta ve enflasyon daha bilinçli sonuçlara yol açabilmektedir¹⁷⁴.

Merkez bankası üretim ve enflasyon oranındaki dalgalanmaları düzleştirmek isterken, bu makroekonomik sonuca ulaşmak için varlık fiyatlarını dikkate alarak faiz oranlarını ayarlamaya çalışır. Bunun nedeni varlık fiyatlarındaki balonların yatırım ve tüketimde bozulmalara neden olması ve bunun da hem üretim hem de enflasyon oranında aşırı artış ve azalışlara yol açmasıdır. Varlık fiyatları artarken faiz oranlarının ılımlı bir şekilde artırılması, varlık fiyatları düşerken de faiz oranlarının ılımlı bir şekilde azalması varlık fiyatlarındaki balonların oluşma ihtimalini azaltarak bu dalgalanmaların düzleştirilmesine yardımcı olmaktadır¹⁷⁵.

Geriye dönük yapısal ekonomi modellerinde en uygun para politikası “Taylor tipi faiz oranı kuralları” tarafından belirlenmektedir. Bu kurallar faiz oranının cari ve gecikmeli enflasyon oranları ile cari ve gecikmeli çıktı açığının bir fonksiyonu olduğu ifade edilmektedir. Açık ekonomi kapsamında bu modellerde merkez bankası ilave olarak döviz kuruna tepki göstermektedir. Mülk ve hisse senedi gibi diğer varlık fiyatları da toplam talebi etkileyebilmektedir. Varlık fiyatlarının üretim üzerinde önemli bir etkiye sahip olması durumunda merkez bankaları varlık fiyatlarındaki değişimleri enflasyonu kontrol etmek amacıyla tepki verebilmektedirler¹⁷⁶.

Tüm bunlar birlikte değerlendirildiğinde, varlık fiyatları ve parasal büyüklükler gibi finansal değişkenler gelecek dönemlerdeki enflasyonu toplam talep üzerinden etkilediği görülecektir. Temel enflasyon hedeflemesi modelinde enflasyonist baskılar çıktı açığı tarafından belirlenmektedir. Bu ise geçmiş dönem kısa dönem faiz oranı tarafından belirlenmektedir. Analiz

174 Schioppa, T.P (2002) Central Banks and financial Stability: Exploring a Land in Between. Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 24 and 25 October. s.225

175 Cecchetti, S.G., Genberg, H.L.J. & Wadhvani, S. (2000). Asset Prices and Central Bank Policy, The Geneva Report on the World Economy, s.12

176 Goodhart C.& Hofmann, B. (2002) Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy. Royal Economic Society Annual Conference 2002 from Royal Economic Society. s.15

açık ekonomiler için genişletilebilmektedir. Bunun için döviz kurunun üretim açığını etkilediğini varsaymak gerekmektedir. Öte yandan reel varlıkların ve hisse senetlerinin fiyatları ile reel para balansları gibi diğer finansal değişkenler de toplam talebin belirleyicileri olarak düşünülebilmektedir. Mülk ve hisse senedi fiyatları özel sektörün servetini ve dolayısıyla tüketimini etkilemektedir. Ayrıca kredi yaklaşımına göre reel varlık ve hisse senedi fiyatları hane halkının ve firmaların borçlanma kapasitesini belirlemekte ve böylece tüketimi ve yatırım talebini etkilemektedir. Reel para balansları nispi fiyatları ve getirileri etkilediği için toplam talep üzerinde doğrudan etkide bulunabilmektedir. Bu çerçevede toplam talebi etkileyen finansal göstergeler bağlamında faiz oranı ve döviz kuru dışında reel varlıkların ve hisse senetlerinin çıktı açığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmasından dolayı bu değişkenlerin ihmal edilmesi diğer değişkenlerin tahmin edilen etkilerinin yanlış olmasına neden olacaktır.¹⁷⁷.

177 Goodhart C.& Hofmann, B. (2002) Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy. Royal Economic Society Annual Conference 2002 from Royal Economic Society. s.2

3. BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASININ FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINA YÖNELİK UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINA GENEL BİR BAKIŞ

1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL İSTİKRARIN BİRİNCİL AMAÇ EDİNİLMESİ SÜRECİ VE PARA POLİTİKASINDAKİ YENİ YAKLAŞIM

1990'lı yıllara bakıldığında Türkiye de dalgalı büyüme ve enflasyon hüküm sürerken aynı zamanda finansal krizlerin yaşandığı bir süreç olmuştur. Merkez Bankası bu süreçte ağırlıklı olarak döviz kurundaki dalgalanmaları sınırlayıcı ve finansal piyasalardaki istikrarı sağlamaya yönelik politikaları izlemeye çalışmıştır.

Türkiye, giderilemeyen yapısal sorunlar ve tesis edilemeyen güven ortamı sebebiyle 2001 yılı Şubat ayında tarihindeki en köklü krizi yaşamıştır. Bu dönemde TL yüksek oranda değer kaybetmiş, tarihi sevilere ulaşılan faizin yükselmesine mani olunamamış, bankaların yükümlülüklerini yerine getirememeleri nedeniyle ödemeler sistemi, para ve menkul kıymet piyasaları işlemez hale gelmiş ve reel sektörde iflaslar ardı ardına gerçekleşmiştir. Bu anlamda finansal istikrarın büyük hasar gördüğü bu dönemde finansal sistem ancak devletin büyük çaplı sermaye destekleri sağlaması ile tekrar işler hale getirilebilmiştir. Yeniden sürdürülebilir bir ekonomi ve büyüme ortamını sağlamak için ciddi adımlar atılarak, kamu açıkları azaltılmış, kamunun mali piyasalar üzerindeki baskısı hafifletilmiş ve bankacılık sisteminin daha işler ve

sağlıklı bir yapıya kavuşarak aracılık fonksiyonuna adapte olmasına, iç ve dış şoklara karşı dayanıklı ve uluslararası arenada rekabetçi hale gelmesine yönelik çeşitli düzenleme ve yapısal reform çalışmaları başlatılmıştır.

Diğer yandan, 2001 yılı Mayıs ayında Merkez Bankası Kanunu ile merkez bankasının temel amacı “fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş ve finansal istikrar destekleyici amaç olarak benimsenmiştir. Ekonomide yapılan bu reformlar neticesinde finansal 2001 yılında yaşanan krizden sonra hayli bir yol alınmış ve genel anlamda Türkiye ekonomisi güçlü bir yapıya kavuşmuş, karlılığı artmış ve ekonominin gösterdiği güçlü büyüme performansına ciddi katkıda bulunmuştur. 2008 yılına gelindiğinde reel sektörün ve Türkiye ekonomisinin sağlamlığı gerçekleşen küresel finansal kriz ile çok ciddi bir sınavdan geçmiştir. 2001 yılında güçlü ekonomiye geçiş programı ile Türkiye, güçlü bir finansal yapıya sahip olmuş bu nedenle de küresel krizden sınırlı biçimde etkilenmiş ve kriz sonrası dönemde yüklü miktarda kısa vadeli sermaye akışına maruz kalmıştır. Dolayısıyla gerçekleşen kısa vadeli sermaye akışı sebebiyle bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırmış diğer yandan Türk lirasının değerlendirilmesine ve neticesinde cari dengenin hızla bozulmasına sebebiyet vermiştir. Sonuç olarak, tüm bu yaşananlar finansal istikrara dair endişeleri artırmış ve alternatif bir politika yaklaşımına ihtiyaç duyulduğunu göstermiştir. Bu süreçte Merkez Bankası da, finansal istikrar odaklı söylemlerini artırarak politika değişikliğinin ilk sinyallerini de böylece vermiştir.

Bu çerçevede Merkez Bankası, “sayılan makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejimini, birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanmaya imkân verecek biçimde yeniden tasarlamıştır. Buna göre, ilk olarak gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark (faiz koridoru) genişletilerek, para piyasasında kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın konjonktüre göre ayarlanmasına imkân tanıyan bir Operasyonel çerçeve oluşturulmuştur. Böylece, kısa vadeli faizlerin ortalama getirisinin düşürülüp oynaklığının artırılması yoluyla kısa vadeli sermaye girişlerinin caydırılması amaçlanmıştır. Faiz koridorunun yanı sıra, piyasadaki Türk lirası likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılıklar bir makro ihtiyati tedbir olarak kullanılmıştır. Bu amaca yönelik olarak zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması artırılmaya başlanmış ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir.

Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla, zorunlu karşılık oranlarının kısa vade

için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılması yoluna gidilmiştir. Diğer taraftan, bankacılık sisteminin maliyet ve likidite kanallarının olumlu etkilenmesi ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlanması amaçlarıyla rezerv opsiyonu mekanizması geliştirilmiştir. Bu çerçevede bankalara Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların belirli bir oranının yabancı para cinsinden tutulması, Türk lirası ve yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken karşılıkların belirli bir oranının altın cinsinden tutulması imkânı sağlanmıştır.”¹⁷⁸ Tüm bu yapılan değişiklikler neticesinde merkez bankası, fiyat istikrarına yönelik, finansal istikrarı yakından gözeten esnek bir para politikası uygulamasına geçmiştir. Yukarıda da genel olarak değinilen Türkiye’deki para politikasının uygulanma süreci çerçevesinde; 2001 yılından itibaren örtük bir şekilde, 2006 yılından itibaren ise resmi olarak uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi ile para politikası fiyat istikrarına odaklı bir strateji izlenmiştir¹⁷⁹. Dolayısıyla para politikasının finansal istikrarı gözetmesiyle uzun yıllar enflasyon tek haneli seviyelere düşürülmüştür.

Küresel krizin tarihi bir bakış atıldığında Türkiye’nin çıkarması gereken derslerden biri de finansal istikrarın ne denli göz ardı edilmesi halinde, orta ve uzun vadede makroekonomik ve finansal istikrar için bir tehdit oluşturduğu gerçeğidir. Dolayısıyla merkez bankalarının, finansal sistemde stoklanan riskleri ve varlık fiyatlarındaki balonların sıkı bir takipçiliğini yapması gerektiği fikri küresel bir fikir haline gelmiştir. Birden fazla değişkenin tek bir araçla kontrol edilmesi merkez bankaları için mümkün gözükmemektedir. Faiz oranlarının daima aynı olmaması sebebiyle fiyat istikrarı ve finansal istikrarın dengede durması da her zaman mümkün değildir. Örneğin, “verimlilik artışlarıyla desteklenen hızlı büyüme dönemlerinde enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için düşük faiz oranları yeterli olabilmekte, ancak finansal risklerin birikmesini engelleyememektedir.”¹⁸⁰

Tüm bu değerlendirmeler yapıldıktan sonra 2010 yılının ortalarından itibaren politika metinlerinde küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak var olan makro finansal risklere TCMB, daha fazla eğilmiştir. Bu anlamda kısa vadeli sermaye girişleri ile birlikte finansal istikrara ilişkin risklerin iç ve dış talepteki hızlı ayrışmadan kaynaklandığı bu durumun yol açtığı riskleri minimize etmek

178 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+ve+Finansal+Istikrar>

179 Başçı, E. & Kara H., Finansal İstikrar Ve Para Politikası, Tcmb Çalışma Tebliği No: 11/08, Mayıs 2011. S.3-4

180 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5c35acf8-f99f-442a-b409-09245381cbf4/WP1108.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5c35acf8-f99f-442a-b409-09245381cbf4>

için ise alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gerektiği üzerinde durulmuştur.

TCMB, “biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki ara hedef benimsemiştir: Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. Bu doğrultuda, fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verilmiştir.”¹⁸¹

2. YENİ POLİTİKA BİLEŞİMİNİN UYGULANMASI

TCMB, “kriz döneminde aldığı likidite tedbirlerini aşamalı olarak geri çekmiş, zorunlu karşılık oranlarının da kademeli olarak kriz öncesi seviyelere getirileceğini açıklamıştır. 2010 yılının ortalarından itibaren ise makro finansal dengesizliklere yapılan vurgu giderek artırılmış, buna yönelik olarak alternatif politika araçlarının daha etkin bir şekilde kullanıma sokulabileceği açıkça ifade edilmiştir. Zorunlu karşılıkların politika aracı olarak etkinliğinin artırılması için öncelikle karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiştir. Likidite yönetimi stratejisinin daha etkili olarak kullanılabilmesine yönelik olarak ise Operasyonel çerçevede değişiklik yapılmıştır. Bir haftalık repo ihale faiz oranları politika faizi olarak belirlenirken, gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridoru sistemi korunmuştur. Bu çerçeve, aşağıda daha ayrıntılı değinildiği üzere, gecelik piyasadaki faiz oynaklığının kontrollü bir şekilde dalgalanmasına ve dolayısıyla faiz koridorunun daha aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına olanak tanımıştır”¹⁸².

2010 yılının son çeyreğinde kuvvetli sermaye girişleri ile beraber cari dengedeki bozulmalar ve kredi genişlemesinin hızla ilerlemesi sebebiyle sıkı tedbir alma ihtiyacı hissedilmiş bu anlamda önlemler arttırılmıştır. Var olan konjunktürde hızlı kredi genişlemesine faiz artışıyla karşılık verilmesinin sermaye girişlerini besleyerek makro finansal dengesizlikleri ziyadesiyle arttıracağı değerlendirilmiş ve alternatif politikalar ele alınmıştır. Bu anlamda TCMB, bir taraftan kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer taraftan da zorunlu karşılık oranlarını

181 Başçı, E. & Kara, H. (2011) Finansal İstikrar Ve Para Politikası, Tcmb Çalışma Tebliği No: 11/08, Mayıs. S.4

182 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5c35acf8-f99f-442a-b409-09245381cbf4/WP1108.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5c35acf8-f99f-442a-b409-09245381cbf4>

artırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur¹⁸³.

2006 yılından itibaren yeni politika yaklaşımı ile birlikte Türkiye’de uygulanan “enflasyon hedeflemesi rejimi” inin ana hatlarıyla beraber küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerine ilişkin olarak çeşitli tedbirler ile daha da genişletilmiştir. Dolayısıyla para politikası uygulamalarında evvelki dönemlere ilişkin olarak farklı alternatif politika araçları da kullanılmaya başlanmıştır. Öte yandan kısa vadeli sermaye girişlerinin düşürülmesi amacıyla faiz oranının genişletilmesi de para politikası aracı olarak kullanılmıştır¹⁸⁴. Yeni politika yaklaşımında finansal istikrara verilen ehemmiyet sebebiyle politika araçlarında çeşitliliğe gidilmiştir. Fiyat istikrarına odaklanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası araçlarının kullanımı daha kolay olmaktadır. Burada önemli olan fiyat istikrara odaklanmadır. Çünkü fiyat istikrarına odaklanan bir enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının enflasyon oranındaki artışlara tepki vermek için kısa vadeli faizleri artıracaktır. Bu tepki neticesinde kredi büyümesinin yavaşlaması ve ulusal paranın değerlendirilmesi beklenmektedir. Her iki sonuç da fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmesine yardımcı olacaktır. Fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da dikkate alındığı yani enflasyon hedeflemesi rejiminin genişletildiği bir durumda merkez bankasının sadece politika faizini kullanması söz konusu amaçların çatışmasına neden olabilecektir. Dolayısıyla politika faizi gibi temel para politikası araçlarına ilave olarak her iki amacın da gerçekleştirilmesine imkân veren araçların kullanılması gerekmektedir.

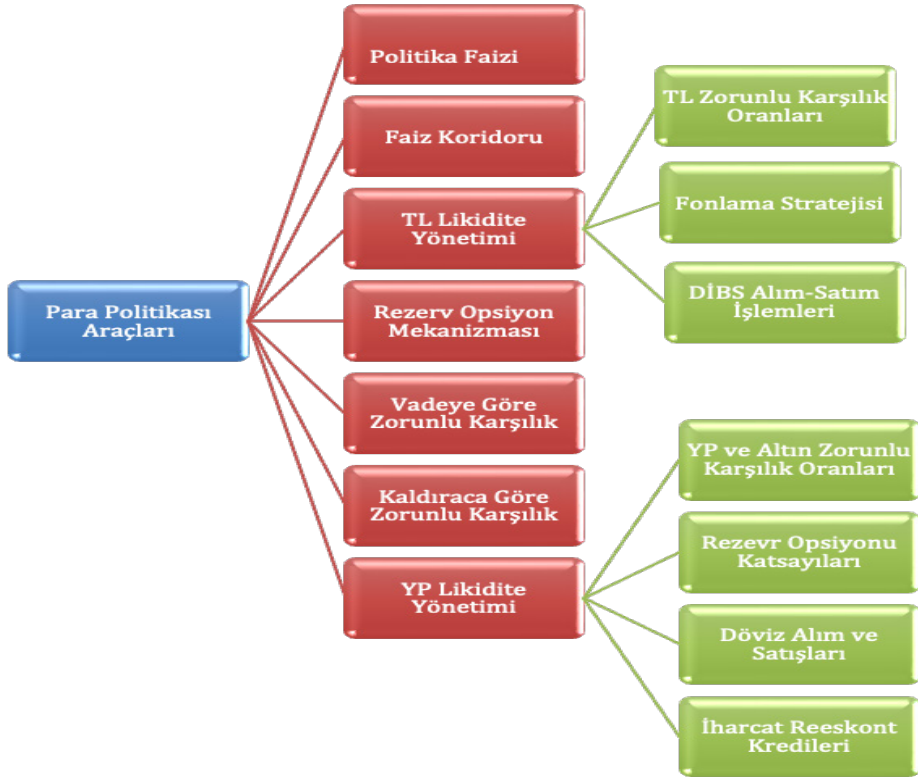
Yukarıda yapılan değerlendirmeler ışığında yeni para politikası yaklaşımında finansal istikrara verilen ehemmiyete ilişkin TCMB’nin tek bir araçla fiyat istikrar ve finansal istikrarı amaçlarını gerçekleştirmesine olanak yoktur. Her iki istikrarın sağlanmasında kullanılan araçlardan bir kısmının birbiriyle çatışması sebebiyle birden fazla aracın kullanılması fikri benimsenmiştir. Dolayısıyla TCMB fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı sağlama odaklı para politikası araçları çeşitliliğine giderek her iki amacın da gerçekleşmesini amaçlamıştır¹⁸⁵.

183 Başçı, E. & Kara, H. (2011) Finansal İstikrar Ve Para Politikası, Tcmb Çalışma Tebliği No: 11/08, Mayıs. s.5

184 Özatay, F. (2011) Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası İki Hedef- Üç Ara Hedef-Üç Araç. İktisat İşletme ve Finans.s.28

185 Demirhan, B. “Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma” başlıklı tezinden faydalanılmıştır.

Tablo 13. TCMB'nin Para Politikası Araçları¹⁸⁶



3. PARA POLİTİKASININ İLETİŞİMİ

1990 – 2000’li yılların ortalarına kadar Küresel ölçekte yaşanan makroekonomik istikrar ve bunun neticesinde iktisadi değişkenler arasında var olan tahmin edilebilir ilişkiler, merkez bankacılığının sade bir analitik çerçeveye oturtulmasına imkân tanımıştır. Bu süreçte para politikasının “bilimi” üzerine büyük ölçüde ortak fikir oluşmuştur¹⁸⁷. Bu modeller, Merkez bankasının genelde tek bir ana amaç (enflasyon) ve tek bir araç (kısa vadeli faiz) etrafında ele alındığından, iletişim açısından son derece net ve sade bir çerçeve vermektedir. İktisadi birimlerin yıllarca tecrübe edilmiş ve etkileri gözlenmiş olan bu yaklaşımı kolayca kavrayabilmeleri, para politikasının

186 Demirhan, B. “ Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma” başlıklı Tezinden faydalanılmıştır s.87

187 Clarida, R., Jordi G. ve Gettler, M. (1999) .The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective., Journal of Economic Literature, Vol. 37,

iletişimini oldukça sadeleştiren bir unsur olmuştur¹⁸⁸.

Son zamanlarda küresel kriz sonrasına bakış önemli ölçüde değiştiği görülmüştür. G-20 gibi uluslararası arenada merkez bankalarının finansal istikrar, kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarındaki gelişmelerinin de gerekliliği fikri üzerinde durulmuş; makro risk azaltıcı tedbirlerin sistematik bir yaklaşımla hazırlanmasına ilişkin çalışmalar halen devam etmektedir. Merkez bankalarının ara ara birden fazla aracı birlikte kullanmasını gerektirebilecek olan bu yeni yaklaşım, geçmişe göre daha karmaşık ve sebep-sonuç ilişkisinin ispatlanmasının daha güç olduğu bir çerçeve içermektedir. Dolayısıyla uygulanan politikalar güçlü bir teori ve/veya sağlam bir deneysel bulgularla desteklene dek bu tür zorluklar görülebilecektir.

TCMB, uluslararası arenalarda fikir birliğinin olduğu yaklaşımlara paralel olarak, finansal istikrara öncelik verirken araç kümesini de çeşitlendirmeyi unutmamıştır. Bu yeni oluşum, başlangıçta para politikasının iletişimine ilişkin bazı sıkıntıları da getirmektedir. Güçlü ekonomiye geçiş sürecinde 2002 yılından itibaren uygulanan politika stratejisini gözlemlemiş ve buna alışmış olan iktisadi birimlerin, yeni politika yaklaşımını benimsemesi ve kavraması için biraz zamana ihtiyaç vardır. TCMB'nin amaç fonksiyonunun zenginleştirilmiş olması da iletişim konusunda ek bir çaba gerektiği belirtilmiştir.

Finansal istikrarın gündeme getirilmesinin enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riskinin olduğu göz ardı edilemez. Buna ek olarak, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi alışılmışın dışındaki para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda henüz kabul görmüş kuramsal bir çerçeve bulunmamasının da, bu araçların aktif olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisinin iletişimini güçleştireceği değerlendirilmiştir¹⁸⁹.

188 Başçı, E. & Kara, H. (2011) Finansal İstikrar Ve Para Politikası, Tcmb Çalışma Tebliği No: 11/08, Mayıs .s.8

189 Başçı, E. & Kara, H. (2011) Finansal İstikrar Ve Para Politikası, Tcmb Çalışma Tebliği No: 11/08, Mayıs.s.8-9

SONUÇ

Günümüz ekonomisinin kökenine inildiğinde para politikası ve finansal istikrar kavramlarının tanımlanması noktasında ortak fikirlerin oluştuğu ve bu fikir birliğine rağmen bu kavramlara ilişkin birçok tanımlama ve belirsizlik ortaya çıktığı görülmüştür. Finansal istikrarın tanımlanmasında oluşan zorlukların, istikrara ilişkin gelişmeler ve bu gelişmelerin tahmin edilmesinin zayıf olması yine bu gelişmelerin sadece bazı alanlarının kontrol altına alınabilmesi, finansal istikrarda hedeflenen politikaların birçok kez etkinlik ve sağlamlık arasında git-gel oluşturması ve finansal istikrar için politika ihtiyaçlarının vakit açısından tutarsız olması şeklinde değerlendirmek mümkündür.

Çalışmada, finansal istikrara yönelik yapılan tanımlamalara ve yukarıda değindiğimiz sınırlamalara bakarak, finansal risklerin dağıtımı, fiyatlaması ve idaresindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi işleyişine ve performansına pozitif katkıda bulunmak için iyi işlediği ifade edilmektedir.

Günümüz para politikası ve finansal istikrarın neticelerine bakıldığında şaşırtıcı ve ilgi çekici bir ilişkisi olduğu gözlemlenmektedir. Merkez bankalarının finansal istikrarda ehemmiyetli görevlere sahip olmaları dolayısıyla para politikası ve finansal istikrarın teorik açıdan birlikteliğini sağlayan unsurları önem ve anlam kazanmıştır. Çalışmamızda da bahsettiğimiz gibi merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında üstlendiği rol aynı zamanda önem arz edecek bir uzlaşının var olduğunu göstermektedir. Merkez bankaları finansal sistem içerisinde denetleme ve düzenleme yetkisine sahip olsa da/olmasa da finansal sistemin işleyişini etkileyebilmektedir. Bu anlamda merkez bankalarının konumu ve misyonu itibarıyla finansal sisteme etki eden mekanizmaların en başında geldiği tartışılmazdır.

Teorik olarak para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin ele alınmasında, parasal aktarım mekanizması, aktarım kanalları ve son borç verme mevki kavramlarına değinildiği ve bu kavramların ekonomideki kontrol ve yönetiminin sağlandığı tek sorumlu kurum olan merkez bankalarının denetimi

ve gözetimi altında olmasının para politikası ile finansal istikrar arasındaki bağlantının anlaşılmasının kolaylaştırdığı belirtilmektedir.

Bu çalışmanın III. bölümünde ise, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uyguladığı para politikası uygulamaları genel çerçevesiyle ele alınmış, para politikasının ana hedefi olan fiyat istikrarının sağlanmasının ülkemizde finansal istikrarı ne şekilde etkilediğinin anlaşılması amaçlanmıştır.

KAYNAKÇA

- ADRIAN, Tobias & Shin, Hyun Song (2008). Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles. *Current Issues in Economics and Finance*. 14, No:1.
- ADRIAN, Tobias & Shin, Hyun song 2009. Financial Intermediaries and Monetary Economics. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No:398.
- AKDOĞAN, Kurmaş, Kenç, Turalay & Yıldırım, Burcu Deniz 2013. Non-Core Liabilities as an Indicator of Systemic Risk a Liquidity Stress Test Application on Turkish Banking System. VIII Annual Seminar on Risk, Financial Stability and Banking, Sao Paulo, August 2013.
- AGUR, Itai % Demertzis, Maria 2012. Excessive Bank Risk Takingi and Monetary Policy. European Central Bank Working Papers. No:1457
- ALAN Greenspan, .Economic Volatility., Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31, 2002
- ALTUNBAŞ, Yener, Gambacora, Leonardo & Marques-Ibanez, Daviz 2012. Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk? *Economic Letters*.
- ALLEN, William A.& Wood, Geoffrey 2006. Defining and Achieving Financial Stability, *Journal of Financial Stability*.
- ANGELINI, Paolo, Stefano, Neri & Panetta, Fabio 2012. Monetary and Macprudential Policies. European Central Bank Working Papers No:1449
- EVERY, C. ve P. Zensky . Multidimensional Uncertainty and Herd Behaviour in Financial Markets., *American Economic Review*, Vol. 88, 1998.724-748
- BANK of England, 2009 The Role of Macprudential Policy, Discussion paper. November.
- BAŞÇI, Erdem ve KARA Hakan, Finansal İstikrar ve Para Politikası, TCMB Çalışma Tebliği No: 11/08, Mayıs 2011
- BEAN, Charles 2003. Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough? BIS Working. 1-18

- BERNANKE, B. S. ve Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*
- BERNANKE, Ben & Gertler, Mark 1999. Monetary Policy and Asset Price Volatility. Federal Reserve Bank of Kansas City. *Economic Review*, Fourth Quarter.
- BERNANKE, Ben & Gertler, Mark 2001. Should central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *The American Economic Review*, 91(2)
- BERNANKE, Ben 2002. Asset-Price “Bubbles” and Monetary Polic. Speech delivered at the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York. 15 October.
- BORIO, C. ve P. Lowe (2002). “Asset Prices, Financial And Monetary Stability: Exploring The Nexus”, BIS Working Papers,
- BORIO, Claudio & Zhu, Haibin (2008). Capital regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. BIS Working Papers. No:268
- BRUNNERMEIER Markus K. & Pedersen, Lasse Heje (2009). Market Liquidity and Funding Liquidity. *Review of Financial Studies* 22(6), 238
- BRUNNERMEIER, Markus K. & Sannikov, Yuliy 2012, Redistributive Monetary Polic., Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on, The Changing Policy Landscape, at Jackson Hole, Wyoming, on 31 August-1 September.
- BUITER, Willem H. 2008. Central Banks and Financial Crises. Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on Maintaining Stability in a Changing Financial System, at Jackson Hole, Wyoming, on August.21-23, 495-633
- CECCHETTI, S. G. (Kasım 2005). Asset Prices Bubbles and Inflation Targeting. Banco de Mexico Conference
- CIHAK, M. 2010, Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence, Oesterreichische Nationalbank, 38th Economics Conference 2010. Central Banking After the Crisis, Vienna, 44-55
- 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
- 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
- CLARIDA, Richard, Jordi Gali ve Mark Getrler, .The Science of Monetary Policy: A

- New Keynesian Perspective., Journal of Economic Literature, Vol. 37, 1999
- CROCKETT, .Why is Financial Stability a Goal of Public Policy
- CUKIERMAN, Alex 2011, Reflections on the Crisis and on its Lessons for Regulator Reform and for Central Bank Policies. Journal of Financial Stability.7,26-37
- ÇİÇEK, M. (2005). Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz. iktisat işletme ve Finans.233, 82-105
- DALE, S. ve Haldane, A. G. (1993). Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism. Bank of England Quarterly Bulletin, 478-491, Kasım
- DARICI Burak, Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi.s.58
- DE BANDT, Olivier & Hartmann, Philipp 2000. Systemic Risk: A Survey. European Central Bank Working Paper. No:35
- DELL’ARICCIA, Giovanni, Laeven, Luc & Suarez, Gustavo 2013. Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States. IMF Workingi Paper. No:13/143
- DEMİRGÜÇ- Kunt, Aslı & Detragiache, Enrica 1998. Financial Liberalization and Financial Fragility. Annual Qorld Bank Conference on Development Economics.
- DEMİRHAN Banu, Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma başlıklı doktora tezi
- DONATH, Liliana Eva & Cismaş, Laura Mariana 2008. Determinants of Financial Stability. The Romanian Economic Journal.
- ECB 2010 Financial Stability Review. December.
- ECB 2013 Financial Stability Review. June.
- EVANS, Charles L. 2013. Financial Stability and Monetary Policy: Multiple Goals. Muultiple Tools. Financial Management Association Annual Meeting Luncheon Chicago, Illinois, October 18.
- EGERT, Balaza & MacDonald, Ronald 2006. Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable. Magyar Nemzeti Bank Qorking Papers. No:2006/5
- FERGUSON, Roger W. (2002). “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?”Conference at The IMF in Washington D.C., Eylül s.21
- GAMEİRO, Isabel Marques, Soares, Carla & Sousa, Joao 2011. Monetary Policy and Financial Stability: An Open Debate. Banco De Portugal Economic Bulletin. Spring.

- 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
- GLİCK, Reuven & Hutchison, Michael 1999. Bankingi and Currency Crises: How Common are Twins? Pacific Basin Working Paper Series. Working Paper No: PB99-07
- GOODHART, Charles & Hofmann, Boris 2002. Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy. Royal Economic Society Annual Conference 2002 from Royal Economic Society. No:88
- HERRERO, A.G. ve Rio, P.(2003). “Financial Stability and The Design of Monetary Policy”, Banco de Espana.
- INGVES, Stefan 2011. Challenges for the Design and Conduct of Macroprudential Policy. Macroprudential Regulation and Policy. PROceedings of a joint canference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 17-18 January 2011.16-28.
- ISSİNG, Otmar 2009. Assect Prices and Monetary Policy. Cato Journal, 29(1) İngiltere Merkez Bankası, 2005
- İPEKER, Melih, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, 22 Mart 2002, Ankara
- KAKES, J. ve Ullersma, C. (Ekim 2002). “Financial Stability in Low Inflation Environements”, BIS Paper.
- KASAPOĞLU Özgür, Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye için Bir Uygulama başlıklı Uzmanlık Yeterlilik Tezi.Subat 2007 Ankara.s.9
- KLOMP, Jeroen & De Haan, Jakob 2009. Central Bank Independence and Financial Instability. Jornal of Financial Stability.5,321-338
- LARS Svensson, .Monetary Policy and Real Stabilization., The Symposium of Federal Reserve Bank of Kansas City, Ağustos 29-31, 2002
- LUCA Colombo ve Gianluca Femminis, .The Social Value of Public Information With Costly Information Acquisition., Economic Letters, Vol. 100. 2008
- 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
- MARKOVIĆ, Bojan 2006. Bank Capital Channels in the Mnetary Transmission Mechanism. Bank of England Working Paper. No:313

- MAHADEVA, L. ve Sinclair P. (2001). The Transmission Mechanism of Monetary Policy. Center for Central Banking Studies, Bank of England.
- MERVYN King, .Challenges for Monetary Policy: New and Old., New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu, Federal Rezerve Bank of Kansas City, 27 Ağustos 1999
- MISHKIN F. S. (1996). “Understanding Financial Crises: A Developing Country’s Perspective”, NBER Working Paper 5600.
- MISHKIN, Frederic S. 2001. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. National Bureau of Economic Research Working Paper. NO:8617
- MOENJAK, T., Imudon W. ve Vimolchalao, S. (Eylül 2004). Monetary Policy and Financial Stability: Finding the Right Balance Under Inflation Targeting. BOT Symposium 2004
- NIER, Erlend Walter 2009. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. IMF Working Paper. No:09/70
- NIKOLAOU, Kleopatra 2009. Liquidity (Risk) Concepts Definitions and Interactions. ECB Working Papers.
- PAPADEMOS, Lucas (2006). “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.
- PARASIZ, İlker, Para Politikası Türkiye Uygulaması, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, 1.Baskı, 1998
- PRASANNA Gai ve Chay Fisher, .Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy., Bank of England Quarterly Bulletin, Winter 2005
- OOSTERLOO, Sander & De Haan, Jakob 2004. Central Banks and Financial Stability: A Survey. Journal of Financial Stability.1.
- ÖZCAN Serkan’ın, 2006” Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi” başlıklı Uzmanlık yeterlilik tezi
- ÖZATAY, Fatih 2011. Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası İki Hedef- Üç Ara Hedef-Üç Araç. İktisat İşletme ve Finans, 26(302)
- SEZGİN Orhan & DARICI Burak, Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama- Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel-Spesifik Para Politikası Uygulamaları s.18
- SHIN, Hyun Song 2011. Macroprudential policies beyond Basel III. Macroprudential

- regulation and policy Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank o Korea in Seoul on 17-18 January 2011.
- SCHINASI Garriy J. (2003). Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. IMF Working Paper.No:03/7-8-121
- SCHINASI, G. J. (Ekim 2004). “Defining Financial Stability”, IMF Working PaperWP/04/187.
- SCHIOPPA, Tommaso Padoa 2002. Central Banks and financial Stability: Exploring a Land in Between. Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 24 and 25 October 2002.
- SINCLAIR Peter J.N. .Central Banks and Financial Stability., Bank of England Quarterly Bulletin, Kasım 2000. ss. 377-391.
- TABAK, Benjamin M. & Staub, Roberta B 2007. Assessing Financial Instability: The Case of Brazil. Research in International Business and Finance.21, 188-202.
- TAYLOR, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. Journal of Economic Perspectives,
- TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:2, Haziran 2006
- TCMB Lira Dergisi, 2005
- TELATAR, E. (2002). Fiyat istikrarı: Ne? Nasıl? Kimin için?. Ankara: imaj Yayıncılık.
- 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
- JEFFREY Miron, .Financial Panics, The Seasonality of The Nominal Interest Rate, and The Foundign of The Fed., American Economic Review, Vol. 76
- VAN DEN Heuvel, Skander J. 2002. Des Bank Capital Matter for Monetary Transmission. Federal Reserve Bank of New York May.
- WANDHWANI, Sushil 2008. Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Rvisiting the Debate. National Institute Economic Review. October. No:206

İnternet Uzantıları:

- ❖ http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#parapolitikasi
- ❖ http://tr.wikipedia.org/wiki/Para_politikas%C4%B1
- ❖ https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf
- ❖ http://www.bjmer.net/Makaleler/1750527913_15-28sezgin%20dar%C4%B1c%C4%B1.pdf.
- ❖ <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3be703ba-0c20-410d-855d-b15cac442d4/ozgurkasapoglu.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3be703ba-0c20-410d-855d-7b15cac442d4>
- ❖ <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+ve+Finansal+Istikrar>
- ❖ <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5c35acf8-f99f-442a-b409-09245381cbf4/WP1108.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5c35acf8-f99f-442a-b409-09245381cbf4>
- ❖ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası internet sitesi, <http://www.tcmb.gov.tr/>