



FINANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI* FINANCIAL STABILITY AND MONETARY POLICY

Mehmet Ali POLAT**

Öz

Finansal istikrarsızlığın sebebinin ülkelerin içinde buldukları ekonomik koşullara göre farklılıklar göstermesi ve bu bağlamda, finansal istikrarsızlığın kaynağı ile ilgili olarak genelleme yapılamaması, finansal istikrar kavramı üzerinde uzlaşmış genel bir tanımın oluşmamasına yol açmıştır. 2008 Küresel Krizi'nden sonra ekonomik faaliyetlerde meydana gelen büyük daralmalar, merkez bankalarının mevcut politikaları tekrar gözden geçirip finansal istikrar amacına yönelmelerine neden olmuştur. Çalışmada, literatürün taranması neticesinde görülmüştür ki; merkez bankalarının para politikası uygulamalarında çok önemli bir unsur haline gelen finansal istikrar kavramı, 2008 Küresel Kriz'inden hemen sonra önem kazanmaya başlamıştır. Bu bağlamda, birçok merkez bankası, politika uygulamalarında fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır.

Anahtar Kelimeler: Fiyat İstikrarı, Kredi Genişlemesi, Küresel Kriz, Finansal İstikrar.

Abstract

The reason for the financial instability is that the countries vary according to their economic conditions and in this context, the lack of generalization in relation to the source of financial instability has led to the lack of a general definition of financial stability. The major contraction in economic activity after the 2008 Global Crisis has led the central banks to revise their current policies and turn to financial stability. As a result of the literature review, it was seen that; The concept of financial stability, which became a very important element in the monetary policy applications of central banks, started to gain importance immediately after the 2008 Global Crisis. In this context, many central banks have started to take into account financial stability as well as price stability in policy implementations.

Keywords: Price Stability, Loan Expansion, Global Crisis, Financial Stability.

Giriş

Finansal istikrar; bankacılık sektörü, borsa, finansal aracı kurumlar ve türev ürünler piyasasından oluşan finans piyasasında aşırı dalgalanmaların olmamasını, kredi kanalının doğru biçimde işlemesini (merkez bankasının, uyguladığı faiz politikaları üzerinden reel sektörü kendi hedefleri doğrultusunda yönlendirebilmesini), fon arz ve talebinde sorun yaşanmamasını, yerli ve yabancı yatırımcıların finansal sisteme güvenlerinin devam etmesini, iç ve dış şoklara karşı finans sisteminin dirençli olmasını ifade etmektedir (Başçı ve Kara, 2011).

Finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı biçimde işlemesi, ülkelerin para ve maliye politikalarının doğru uygulanabilmesi, üretim ve tüketim faaliyetlerinin sorunsuz sürdürülebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Aralarında Jean-Baptiste Say'ın da yer aldığı Klasik iktisatçılar; "her arz kendi talebini yaratır" diyerek ekonomik büyüme için önemli olanın üretim olduğunu ifade etmelerine karşın, 1929 Büyük Bunalımında var olan mallara yeterli talep oluşmadığı için ekonomiler derin bir kriz yaşamıştır. Bunun üzerine John Maynard Keynes, istikrarlı bir ekonomik büyüme için arz kadar talebin de önemli olduğunu, talebi ve yatırımları canlı tutabilmek için de ekonomik aktörlerin güven duygusuna sahip olmalarının gerektiğini dile getirmiştir (Daldal, 2009).

2008 küresel ekonomik krizi sonrasında tüketicilerin ve yatırımcıların ekonomiye olan güvenlerinin sarsılması üzerine; ABD'de Merkez Bankası FED'in başkanı Ben Bernanke "gerekirse helikopterden insanların üzerine para atalım ama ekonomide çarkları döndürelim" derken, Türkiye'de çekilen kamu spotu kısa filmlerde "bir çiçek alın, ekonomiye can verin" cümlelerine yer verilmiştir. Çünkü o dönemde Türkiye'nin ihracatı %22.7 azalmış, fabrikalar ürünleri depolayacak alan bulamaz hale gelmiş ve geçici işçi çıkarmalarına başlamışlardı (Aşan ve Yıldırım, 2014).

Görüldüğü üzere ekonomik istikrarın sağlanabilmesi için öncelikle finansal istikrarın sağlanması gerekmektedir ki üretici ve tüketiciler, fon arz ve talebinde sıkıntı yaşamassınlar ve ekonomik aktiviteler kesintisiz devam edebilsin. Bu nedendir ki 2001 krizi sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na teme görev olarak fiyat istikrarını sağlama görevi verilmişken, 2008 krizi sonrasında sadece fiyat istikrarını

* Bu makale, "Büyük Resesyon Sonrası Makro İhtiyatı Politikalar: Türkiye Örneği" adlı doktora tezinden üretilmiştir.

** Dr., D.H.M.İ. AIM Memuru, Bursa Yenişehir Havalimanı, mmpol01062011@gmail.com.

sağlamanın yeterli olmadığı görülmüş ve 8 Haziran 2011'de finansal istikrarı sağlama görevi de verilmiştir (TCMB, 2018).

Bu çalışmada finansal istikrarın ülke ekonomileri açısından önemli, mevcut literatür çerçevesinde irdelenmiştir. Yapılan çalışmanın, ekonomiye ilgi duyan bireylere, finansal kurum yetkililerine ve ülkenin ekonomi politikalarına yön veren yetkililere yol gösterici olarak, ülke ekonomisine ve literatüre bir katkı sağlaması umulmaktadır.

1. Finansal İstikrar mı Finansal İstikrarsızlık mı?

Ekonomilerde likit varlıkların kullanımının artmasıyla birlikte sermaye hareketleri, finansal piyasalar aracılığıyla makro ekonomik sonuçlara yol açmaya başlamıştır. Bu nedenle finansal istikrar kavramı bütün ülkeler için önemli hale gelmiştir (Schinasi, 2004, 6). Ancak, finansal sistemin yapısının dinamik olup ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi ve bu bağlamda sistemdeki gelişmelerin tahmininin çok zor olması, finansal istikrarın tanımlanması ve sağlanması hususunda hangi tür politikaların uygulanması gerektiğine dair genel kabul görmüş bir tanımın oluşmamasına neden olmuştur (Crockett, 1996, 531-532). İlerleyen süreçte, finansal istikrarın bir para politikası hedefi haline getirilmesiyle birlikte finansal istikrar kavramının tanımlanmasına yönelik çalışmalar hızla artmış olmasına rağmen yine de net bir görüş birliğine ulaşılamamıştır (Borio ve Drehmann, 2009, 3).

Finansal istikrar tanımının tam olarak yapılabilmesi için, finansal sisteme dair tüm faktörlerin göz önünde bulundurulması gerekir. Bu anlamda; finansal araçlar (bankalar, borsa aracı kurumları, forex kuruluşları, vb.), organize ve organize olmayan piyasalar (menkul kıymet borsaları, vadeli işlem borsaları, altın ve emtia borsaları), sistemin işleyiş düzeni, finansal sistemi destekleyen teknolojik altyapı, yasal çerçeve, düzenleyici kanunlar ile denetleyici ve düzenleyici kurumlar finansal istikrarın bir bileşeni olarak göz önünde bulundurulmalıdır (Padoa-Schioppa, 2003, 271).

Finansal sistemi oluşturan politika araçlarının, piyasaların ve kurumların düzgün bir şekilde çalışmasına finansal istikrar adı verilmektedir (Duisenberg, 2001, 39). Daha genel bir ifadeyle; finansal sistemin, ekonomik ve siyasi şokların, yurtiçi ve yurtdışı baskıların/atakların, önemli yapısal değişimlerin gerçekleştiği dönemlerde bile kaynakların etkin dağıtımını, risklerin yayılması, ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilebilmesi gibi kritik ekonomik fonksiyonların yerine getirilebildiği durağan duruma finansal istikrar denilmektedir (Deutsche Bundesbank, 2003, 8).

Norges Bank (2015, 5) ise finansal istikrarın tanımını, istikrar olgusundan hareket ederek yapmıştır. Buna göre finansal istikrar; şoklara karşı dirençli olan, fonları doğru biçimde kanalize edebilen, ödemeleri gerçekleştirebilen ve riskleri etkin şekilde dağıtabilen finansal yapıdır.

ECB (2017, 2-6) de finansal istikrarı; finansal sistem araçlarının, finans piyasalarının ve finansal sistem piyasa yapılarının finans hizmetlerinde büyük aksamalar olmadan şoklara karşı koyarak işlevlerini yerine getirebilme durumu şeklinde tanımlamaktadır.

Literatürde, finansal istikrarı kavram olarak tanımlamaya çalışan iktisadi düşünürler ya da finansal kuruluşlar, daha çok kendi alanlarına uygun tanımlamalar yapmışlardır. Bu tanımlamalar, yapılan çalışmaya ve çalışmayı yapan kuruma bağlı olarak finansal istikrar kavramının sadece bir yönünü ele almaktadır. Bu durum, finansal istikrarsızlık konusunda tanımlama yapmanın daha geçerli olacağı konusunda bir görüş birliğinin oluşmasına neden olmuştur.

Finansal istikrarsızlık; ekonominin çeşitli kanallarından gelebilecek şokların, yayılma etkisi ile birlikte tüm finansal sistemi etkisi altına alması durumudur (Large, 2003, 171). Bu etkiler; sistemin likidite sağlama özelliğini kaybetmesi ve yapılan sözleşmelerin yerine getirilmesinde sorunlar yaşanması şeklindedir.

Finansal istikrarsızlığın tanımlanmasında, istikrarsızlığın göstergelerini içeren tanımlamalar da mevcuttur. Bunlara göre finansal istikrarsızlık; varlık fiyatlarında aşırı dalgalanma olması, finansal kurumların risk altına girmesi ve çıktı performansının düşmesi şeklinde olabilmektedir (Driffill vd., 2006, 100-101).

Crockett (2000, 4) ise, finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların potansiyel olarak ekonomik performansı tehdit etmesini ya da finansal katılımcıların, sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini yerine getirme yeteneklerini kaybetmesini finansal istikrarsızlık olarak nitelendirmiştir.

Haldane vd., (2001, 23), sadece tasarruf-yatırım eşitliği açısından olaya bakmakta ve finansal sistemde yaşanan bir şok nedeniyle oluşan dalgalanmanın tasarruf-yatırım dengesinde bozulmaya yol açmasını finansal istikrarsızlık olarak adlandırmaktadır.

Mishkin (1999, 6), finansal istikrarsızlık kavramını yatırımlarla ilişkilendirmekte ve bu bağlamda asimetrik bilgi¹ akışından dolayı finansal sistemin, kaynakları verimli yatırım fırsatlarına kanalize edememesi nedeniyle finansal istikrarın bozulacağını ifade etmektedir.

Chant vd., (2003, 3-4), finansal istikrarsızlık kavramını; finans piyasalarında meydana gelen ve finansal sistemin yanlış çalışması nedeniyle, ekonominin işleyişine zarar veren koşullar olarak ifade etmiştir.

2. Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki

Literatürde, fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalara bakıldığında, iki temel görüş dikkat çekmektedir:

Birinci görüşe göre, fiyat istikrarı sağlandığı takdirde, finansal istikrar da kendiliğinden sağlanmaktadır. Merkez bankalarının para arzını artırması sonucunda ortaya çıkan yüksek enflasyon, varlık fiyatlarında balonlara neden olmakta ve yatırımlardan elde edilecek reel getirilerin doğru bir biçimde tahmin edilmesini engellemektedir. Bu görüşe göre; düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyinin sağlanması halinde, finansal piyasalarda söz konusu olan bu sorunlar ortaya çıkmayacak, dolayısıyla da finansal istikrar kendiliğinden sağlanmış olacaktır. Nitekim, 1980'li yılların başından itibaren pek çok ülkede enflasyonun düşürülmesine ve istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikaları uygulanmaya başlanmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde de özellikle gelişmiş ülkelerin hemen hemen tamamında istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikalarının etkisiyle birlikte finansal istikrar hedefine ulaşıldığı görülmüştür (Issing, 2003, 17).

Papademos (2006, 3)'a göre, fiyat istikrarının sağlanması halinde faiz oranlarına eklenen risk primleri düşecek ve finansal piyasalardaki fiyat hareketleri daha öngörülebilir hale gelecektir. Finansal varlıkların fiyatları, ekonomik temellerle uyumlu hale geleceği için de finansal piyasalarda istikrar sağlanacaktır. Bu bağlamda, fiyat istikrarının sağlanması sonucunda finansal varlıklarda aşırı risk alma eğiliminin azalması, finansal istikrara olumlu bir şekilde yansımaya olacaktır.

İkinci görüşe göre ise, birinci görüşün aksine, 2000'li yılların başında, düşük ve istikrarlı enflasyon düzeylerinde bile finansal krizlerin ortaya çıkması ve yüksek enflasyon dönemlerindeki gibi ciddi üretim kayıplarıyla karşılaşılması, fiyat istikrarının tek başına finansal istikrarı sağlamaya yetmediğini göstermektedir (Crockett, 2003, 1).

Cuaresma ve Gnan (2008, 80) ve TCMB (2015: 6)'ye göre, Büyük Resesyon'a kadar olan süreçte merkez bankacılığındaki hâkim politika, fiyat istikrarının sağlanmasıydı. Ancak, birçok ülkede fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilebilmesine karşın finansal piyasalarda istikrar sağlanamamış ve sık sık finansal krizlerle karşılaşmıştır. Büyük Resesyon'dan sonra, fiyat istikrarının yanında finansal istikrar kavramı da ön plana çıkmaya başlamış ve fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birlikte sağlanması gerektiği görülmüştür.

Büyük Resesyon, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından istikrarlı bir fiyat düzeyinin tek başına yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bu bağlamda, merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin rolleri tartışılmaya başlanmış ve finansal piyasalarda yaşanan sorunlar karşısında krizler ortaya çıkmadan önce çeşitli önlemlerin alınması gerektiği üzerinde durulmuştur. Söz konusu süreçte pek çok merkez bankası, politika uygulamalarında fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrar hedefini de göz önünde bulundurmaya başlamıştır (Issing, 2003, 18-19).

Sonuç olarak, finansal sistemde oluşabilecek aksaklıklar, reel ekonomiyi ciddi boyutta etkileyebileceği için finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi şarttır. Finansal istikrar için gerekli bir unsur olan fiyat istikrarının sağlanması hususunda da merkez bankalarının sorumluluğu bulunmaktadır. Merkez bankasının gevşek para politikası uygulayarak piyasadaki likiditeyi artırdığı durumlarda enflasyonda artış meydana gelmektedir. Merkez bankasının sıkı para politikası uygulaması halinde ise likidite sıkışıklığı nedeniyle enflasyonda düşüş görülmektedir. Hem bankalardan kredi alanlara doğru reel anlamda refahın kaymasına neden olan yüksek enflasyon ortamı, hem de bankacılık sektörü açısından menkul kıymet yatırımlarını daha cazip hale getirmesi nedeniyle kredi akışını zayıflatan düşük enflasyon ortamı, finansal istikrarı olumsuz yönde etkilemektedir (Herrero ve Rio, 2003, 16-17). Fiyat istikrarı tek başına finansal istikrarı sağlamaya yetmediği için söz konusu süreçte pek çok merkez bankası, politika uygulamalarında, artık fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrar hedefini de göz önünde bulundurmaya başlamıştır.

3. Finansal İstikrarın Sağlanmasında ve Sürdürülmesinde Para Politikalarının Etkisi

Literatürde, finansal sistemde oluşabilecek dengesizlikleri sınırlamak ve sistemik risklerin oluşmasını engellemek amacıyla para politikasına çeşitli roller verilmiştir. Büyük Resesyon'dan önceki

¹ Finansal istikrarsızlığın kaynağını oluşturan asimetrik bilginin dört nedeni vardır. Bunlar; belirsizlik artışı, faiz oranlarındaki artış, finansal sektör bilançolarındaki bozulma ve finans dışı sektörlerin bilançolarındaki bozulmadır (Mishkin, 1999: 6).

dönemde para politikasının yalnızca fiyat istikrarına odaklanması gerektiği yönündeki genel hakim görüş, krizden sonra değişmiştir. Bu bağlamda, Bernanke (2010, 22), istisnai durumlarda para politikasının makroekonomik istikrarı sağlama hedefinin ötesine geçmesi gerektiğini ileri sürerken, Borio ve Drehmann (2009, 3-5), finansal istikrarı sağlayabilmek için para politikasının kullanılması gerektiğini ifade etmiştir.

İstikrarlı ve düşük bir enflasyon düzeyinin sağlanması, finansal piyasalara ilişkin beklentileri de istikrarlı hale getirecek ve bu sayede borç alanlarla, borç verenler arasında, enflasyondan kaynaklanan reel gelir transferlerini önleyecektir. Yani, para politikasıyla sağlanan fiyat istikrarı, finansal istikrarı da olumlu yönde etkileyecektir (Cuaresma ve Gnan, 2008, 80).

Merkez bankaları; enflasyona, çıktı açığına ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonlara para politikası uygulamaları ile müdahalede bulunabilmektedir. Literatürde bu duruma "rüzgâra karşı durma politikası" denilmektedir. Bu politika; merkez bankalarının, enflasyon ve çıktı açığı tahminlerine verdiği tepkilerin yanısıra varlık fiyatlarında görülen sapmalara da sistemik bir şekilde tepki vermesinin makroekonomik performansı olumlu yönde etkileyeceğini göstermektedir (Wadhvani, 2008, 25, 26). Rüzgâra karşı durma politikasıyla ilgili olarak, özellikle son yıllarda yapılan teorik ve ampirik çalışmalar, para politikası uygulamalarındaki çok küçük değişikliklerin bile finansal istikrarsızlıkları ortadan kaldırmada başarılı olabileceğini göstermiştir (Issing, 2011, 7-8).

Finansal piyasaların düzgün işleyişi, para politikası üzerinde olumlu etkilere neden olup finansal istikrarın sağlanmasına yol açmaktadır. Para politikasının fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirememesi durumunda, enflasyonun dalgalanıp beklenmedik bir şekilde artması, gelirin borç verenlerden borç alanlara doğru akmasına yol açacaktır. Enflasyonun dalgalanıp beklenmedik bir şekilde düşmesi ise tam tersi bir sonuca neden olacaktır. Neticede, her iki durumda da kredi kalitesi olumsuz yönde etkilenecek ve banka iflaslarıyla karşılaşılacaktır. İlgili bankaların büyüklüğüne ya da çokluğuna göre de finansal istikrarsızlık oluşacaktır (Sinclair, 2000, 387-388).

Ülke ekonomisinde finansal istikrarın sağlanamadığı durumlarda para politikası araçları istenilen şekilde kullanılamaz ve uygulanan politikardan beklenen etki sağlanamaz. Kredi piyasasında ve döviz kuru piyasasında yaşanan dalgalanmalar, etkin kaynak dağılımının bozulmasına neden olup likidite fazlasının veya likidite açığının aşırı düzeylere ulaşmasıyla birlikte parasal aktarım mekanizmasının zayıflamasına yol açabilmektedir (TCMB, 2015, 7).

Para politikasının şeffaf bir şekilde uygulanması ve anlaşılır olması, finansal sektörün merkez bankası politikalarını yorumlamasını kolaylaştıracağı gibi kısa vadeli faiz oranı ile temel makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Bu kazanımlar, finansal istikrara katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak, fiyat istikrarını amaçlayan para politikaları, piyasa bozukluklarını ortadan kaldırarak ve enflasyon belirsizliğine son vererek finansal istikrarın sağlanması konusunda da önemli bir işlevi yerine getirecektir (Papademos, 2006, 4).

Sonuç olarak, finansal sistemin kendi içinde istikrarsızlığa girme eğiliminde olmasından dolayı, para politikasının yalnızca enflasyonla ilgili gelişmelere odaklanmaması, aynı zamanda, orta vadede finansal istikrarı ve makroekonomik istikrarı da dikkate alması gerektiği, literatürdeki politika yapımcıların çalışmalarıyla da desteklendiği gibi açıkça anlaşılmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları, risk algısını ve varlık fiyatlarını etkilediği için merkez bankalarının, varlık fiyatlarındaki balon patlamadan önce finansal sistemdeki dengesizliklere müdahale etmesi gerektiği görüşü ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla doğru zamanda ve doğru ölçüde uygulanacak para politikaları, ülkelerde finansal istikrarın korunmasına yardım edebilecektir.

4. Finansal İstikrarın Sağlanmasında ve Sürdürülmesinde Merkez Bankalarının Rolü

1980 sonrasında liberal ekonomik yapıların ağırlık kazandığı dönemde, uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesiyle ve işbirliğinin artmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere doğru yönelen yüksek miktarda sermaye girişleri, teknolojik alanda hızlı gelişmelerin görülmesine ve bu gelişmelere bağlı olarak bankacılık sisteminin etkinleşmesine yol açmıştır (King, 1999, 5; Borio, 2005, 84).

Ağustos 2007'de öncü göstergeleri beliren ve Eylül 2008'de Lehman Brothers isimli ABD'li dev yatırım bankasının çöküşü ile iyice belirginleşen büyük finansal krizin yol açmış olduğu küresel ekonomik faaliyetlerdeki daralma, politika yapımcıların mevcut politikaları tekrar gözden geçirmesine neden olmuştur (Bean vd., 2010, 2). Bu bağlamda, Büyük Resesyon ile birlikte merkez bankalarının finansal istikrar amacı ve son ödünç verme mercii olma fonksiyonu gündeme gelmiştir (Cukierman, 2011, 32-33).

Merkez bankalarının finansal istikrar amacına yönelmesinde aşağıdaki faktörler etkili olmuştur (Schinasi, 2003, 13; Padoa-Schioppa, 2003, 274):

- Merkez bankaları, yasal ödeme aracının ve likiditenin tek sağlayıcısıdır,

- Merkez bankaları ülkedeki ödeme sistemlerinin sağlıklı biçimde çalışmasını sağlamakla görevlidirler,
- Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar parasal aktarım mekanizmalarının etkin biçimde işlemesine engel olmaktadır,
- Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında açık bir ilişki olduğu için finansal istikrarsızlık, para politikalarının etkisizleşmesine neden olabilmektedir.

Finansal istikrarın sağlanması bağlamında, finansal piyasa katılımcılarının tüm piyasayı kapsayacak şekilde bir bilgi ağına sahip olabilmesi ve finansal kurumlar arasında tam bir koordinasyon sağlanabilmesi için merkez bankalarının politikalarına ve uygulamalarına mutlaka ihtiyaç duyulmaktadır. Bahse konu olan bilgi birikiminin ve koordinasyonun sağlanması, merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Ayrıca, merkez bankalarının, finansal piyasalardaki işleyişi icra edecek uzmanlaşmış kurullara ve likidite durumunu yönlendirecek para politikası araçlarına sahip olması, onları finansal piyasalarda zorunlu hale getirmektedir (Padoa-Schioppa, 2003, 278).

Literatürdeki genel kanıya göre ise, merkez bankalarına, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlama görevi birlikte verilmelidir (Borio ve Lowe, 2002, 22). Günümüzde artık, merkez bankalarının finansal istikrarı hedeflemesinin gerekip gerekmediği konusunda bir tartışma yaşanmamaktadır. Günümüzde artık, merkez bankalarının, fiyat istikrarının yanında finansal istikrara da ne kadar ağırlık vermesi gerektiği, finansal istikrara yönelik politikaların ve düzenlemelerin çeşitleri ve boyutları gibi konularda yorumlar yapılmaktadır (Ferguson, 2002, 16).

5. Kredi Genişlemesinin, Finansal İstikrar ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi

Jorda vd. (2010, 36-37), cari işlemler açığının finansal krizler üzerindeki etkisini analiz ettikleri çalışmalarında; hızlı kredi genişlemesinin, cari işlemlerdeki oynaklıkla beraber gerçekleştiğini ancak, finansal krizlerin oluşmasında kredi genişlemesinin çok daha fazla etkili olduğunu belirlemişlerdir.

Schularick ve Taylor (2009, 25, 28), gelişmiş ülkeler için oldukça kapsamlı bir veri seti kullanarak yaptıkları analizde, hızlı kredi büyümesinin finansal krizlere neden olduğunu tespit etmişlerdir.

Makroekonomik riskten uzak bir kredi büyümesi, GSYH'nin büyümesini sağlayıp ekonomiye olumlu katkıda bulunurken; aşırı kredi büyümesi, cari işlemler dengesi üzerinde bozulmalara neden olduğu için ekonomiye zarar verip finansal krizlere neden olabilmektedir (Vinals, 2011, 18; Lee vd., 2017, 22).

Mendoza ve Terrones (2008, 4, 15, 28); Bianchi ve Mendoza (2010, 1-4, 20), yapmış oldukları çalışmalarda aşırı kredi büyümesinin, bankacılık sektörünün kırılabilirliğini artırdığını ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere neden olduğunu belirlemişlerdir. Farklı bir bakış açısıyla da aşırı kredi genişlemesinin; özel sektöre verilen kredi miktarını artırdığını, bunun da varlık fiyatlarına yansıyor ekonomik dalgalanmalara neden olduğunu, ardından da finansal krizlerin ortaya çıktığını dile getirmişlerdir.

Bir yandan ABD'deki genişletici para politikaları diğer yandan da küresel likidite arzı sayesinde ucuz ve kolay sağlanan kredi imkânı, ipotekli konut kredilerinde hızlı bir artış yaratarak konut sektöründeki talebi artırmıştır. Bu da, konut fiyatlarındaki ani yükselişi körükleyip konut fiyat balonuna, dolayısıyla da, finansal krize neden olmuştur (FCIC, 2011, 418; Roubini ve Mihm, 2012, 89-90; Mishkin, 2013, 236-237).

Caprio ve Honohan (2008, 7-8) tarafından yapılan çalışmada ise Amerika'daki mortgage krizinde, 1995 Meksika krizinde ve 1990'larda yaşanan Asya krizlerinde, krizi oluşturan en temel nedenin aşırı kredi genişlemesi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çünkü, ekonomik büyümede oluşan iyimser bir ortam, kredi genişlemesiyle beraber kaldıraç oranlarında artışa ve zorunlu karşılıklarda gereksiz bir düşüşe yol açmaktadır. Bankalar, bu iyimser ortama inanmasalar bile piyasada oluşan payı kaybetmemek için kredi standartlarını düşürüp, risk ayırımı gözetmeden kredileri onaylamaktadırlar. Böylelikle de, borçluların borçlarını kredilerle finanse edebildikleri aşırı kredi genişlemesine yol açan bir durum oluşmaktadır. Bu durum bile finansal krizlerin oluşmasındaki en öncü göstergenin kredi genişlemesi olduğunu ortaya koymaktadır.

Rose ve Spiegel (2009, 15-27) ise yapmış oldukları çalışmada, finansal krizi oluşturmada yüksek cari açığın ve varlık fiyatlarında ciddi artışların, aşırı kredi genişlemesine nazaran daha etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Literatürde hâkim olan görüşün dışında, Claessens vd. (2010, 5-6) aşırı kredi genişlemesinin kriz olasılığını artırdığını ama kesin olarak finansal krize yol açmadığını belirtmişlerdir. Bu araştırmacılar yapmış oldukları çalışmada, Büyük Resesyon'un hemen öncesinde hızlı kredi büyümesine² ve yüksek kaldıraç

² 1990'ların sonundan itibaren özellikle Çin, gelişmekte olan diğer Asya ülkeleri ve Ortadoğu'nun petrol üreten ülkeleri büyük tasarruflar oluşturmaya başlamışlardır. Yatırım arayışındaki bu tasarruf havuzu, soluğu ABD'de almış ve ülkeyi kendi imkânlarının

oranlarına sahip ABD’de, varlık fiyatlarında oluşan balonlar, sürdürülemez cari açıklara neden olmuştur. Bu örnek üzerinden genelleme yapılacak olursa, sürdürülemez cari açıklara sahip olan ülkelerin, finansal krizlere daha çok yatkın oldukları görülmektedir. Ayrıca, aşırı kredi genişlemesinin hacmi ve süresi uzadıkça krizin oluşma ihtimalinin arttığı ve daha fazla derinleştiği de aynı çalışmada belirlenmiştir.

Sonuç

Finansal istikrara dair kapsamlı bir tanım, finansal sistemle ilişkili tüm faktörlerin dikkate alınmasıyla mümkün olmaktadır. Bu bağlamda; finansal araçlar, tüm piyasalar, ödeme sisteminin işleyiş düzeni, sistemin işleyişini sağlayan teknolojik altyapı, düzenleyici kanunlar ve kurumlar finansal istikrar unsuru içinde bulundurulmalıdır.

Çalışmada da anlatıldığı üzere; merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olmasının yanında finansal istikrarı da artık göz önünde bulundurma mecburiyeti finansal sistemin kendi içinde istikrarsızlık yaratma ve bu istikrarsızlığı etrafa yayma eğiliminden kaynaklanmaktadır. Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir olması tüm ülkeler için olduğu gibi, ülkemiz açısından da önemlidir. Yaşanan gelişmelere paralel olarak günümüzde, T.C. Merkez Bankasının asıl amacı da fiyat istikrarını sağlamak ve finansal sistemi izleyip finansal istikrarı gözetmektir.

KAYNAKÇA

- Aşan, S. ve B. Yıldırım(2014). 2008-2009 Küresel Ekonomik Krizin Bölgelerin İhracat Payları Üzerine Etkisi. *Kamu-İş Dergisi*, 13(4), s. 79-104.
- Başçı, E. ve H. Kara (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), s. 9-25.
- Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Penalver ve Tim Taylor (2010). Monetary Policy After the Fall. Federal Reserve Bank for Kansas City. *Jackson Hole Symposium*, s. 267-328.
- Bernanke, Ben (2010). Monetary Policy and The Housing Bubble. *At the Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, Georgia. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm> (12.07.2017).
- Bianchi, Javier ve Enrique Mendoza (2010). Overborrowing, Financial Crises and Macropudential Taxes. *IMF Working Paper*, No. 16091.
- Borio, Claudio (2005). Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?. *National Institute Economic Review*, Vol. 192, s. 84-101.
- Borio, Claudio ve Phillip Lowe (2002). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. *BIS Working Papers*, No: 114, Basel.
- Borio, Claudio ve Mathias Drehmann (2009). Towards an Operational Framework for Financial Stability: “Fuzzy” Measurement and Its Consequences. *BIS Working Papers*, No: 284.
- Caprio, Gerard ve Patrick Honohan (2008). Banking Crises. *IIIS Discussion Paper*, Institute for International Integration Studies, No. 242.
- Chant, John, Alexandra Lai, Mark Illing ve Fred Daniel (2003). *Essays on Financial Stability*. Technical Reports from Bank of Canada, Technical Report No: 95. ISSN 0713 – 7931.
- Claessens, Stijn, G. Dell’Ariccia, D. Igan ve L. Leaven (2010). Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *IMF Working Paper*, WP/10/44.
- Crockett, Andrew (1996). The Theory and Practice of Financial Stability. *Kluwer Academic Publishers*, s. 531-568.
- Crockett, Andrew (2000). Marrying The Micro and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability. *Eleventh International Conference of Banking Supervisors*, In Basel.
- Crockett, Andrew (2003). Central Banking Under Test?. Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views. *BIS Papers*, No: 18.
- Cuaresma, J.C. ve Ernest Gnan (2008). Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?. *Monetary Policy & the Economy Q3/08*. <http://www.oenb.at/en/img/mop20083cuaresmagnantcm16-92369.pdf>, (14.10.2017).
- Cukierman, Alex (2011). Reflections on The Crisis and Its Lessons for Regulatory Reform and for Central Bank Policies. *Journal of Financial Stability*, Elsevier, vol.7(1), s. 26-37.
- Daldal, Ş. (2009). Kapitalizmin Bütünsel Bir Analizi: John Maynard Keynes. *Toplum ve Demokrasi*, 3 (6-7), s. 41-66.
- Deutsche Bundesbank (2003). Report on The Stability of The German Financial System. *Monthly Report*. Frankfurt.
- Driffill, John, Zeno Rotondi, Paolo Savona ve Cristiano Zazzara (2006). Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?. *Journal of Financial Stability*, Vol.2, s. 95-112.
- Duisenberg, Wim F.(2001). The Contribution of the Euro to Financial Stability. *Globalization of Financial Markets and Financial Stability-Challenges for Europe*, s. 37-51.
- ECB (2017). *Financial Stability Review*. www.ecb.europa.eu (08.03.2018).
- Ferguson, Roger W. (2002). Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?. *Conference at The IMF in Washington D.C.*, s. 16-37.
- FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission) (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition.
- Haldane, Andrew G., Glenn Hoggarth ve Victoria Saporta (2001). Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at The Bank of England. Published in *Marrying the Macro Prudential Dimensions of Financial Stability*. *BIS Papers*, No.1.
- Herrero, Alicia Garcia ve Pedro del Rio(2003). Financial Stability and The Design of Monetary Policy (1). *Documento de Trabajo nº 0315*. Banco de Espana, Madrid.
- Issing, Otmar (2011). Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?. *IMF Working Paper*, Working Paper No.11/97.
- Jorda, Oscar, Mortiz Schularick ve Alan Taylor (2010). Financial Crises. Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons. *NBER Working Paper*, No:16567.
- King, Mervyn (1999). *Challenges for Monetary Policy: New and Old*. New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu, Federal Reserve Bank of Kansas City.

üzerine taşımıştır ki; yurtdışından düşük faiz oranları karşılığında gelen ucuz para, bu ülkede kredi patlamasına yol açmıştır (Roubini ve Mihm, 2012: 89-90).

- Large, Sir Andrew (2003). Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World. *Financial Stability Review*. Bank of England, Issue No: 15, s. 170-174.
- Lee, Minsoo, Raymond Gaspar ve Mai Lin Villaruel (2017). Macroprudential Policy Frameworks in Developing Asian Economies. *ADB Economics Working Paper Series*, No:510, Manila / Philippines.
- Mendoza, E. ve Marco Terrones (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data. *NBER Working Paper*, No: 14049..
- Mishkin, Frederic (1999). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 4, s.3-20.
- Mishkin, Frederic (2013). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 10 th Ed.. Harlow. United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Norges Bank (2015). Vulnerabilities and Risks. *Financial Stability Report*, Oslo.
- Padoa-Schioppa, Tommaso (2003). Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between. *The Transformation of the European Financial System*. Ed: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen. European Central Bank. Germany, s. 269-310.
- 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.
- Rose, Andrew K. ve Mark M. Spiegel (2009). Cross-Country Causes and Consequences of The 2008 Crisis: Early Warning. *NBER Working Paper* 15357.
- Roubini, Nouriel ve Stephen Mihm (2012). *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*. Pegasus Yayınları: 422, 1. Baskı, İstanbul.
- Schinasi, Garry J.(2003). Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. *IMF Working Paper*, WP/03/121. International Capital Markets Department.
- Schinasi, Garry J.(2004). Defining Financial Stability. *IMF Working Paper*, No: 04/187.
- Schularick, Moritz ve Alan Taylor (2009). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises. *NBER Working Paper*, No:15512.
- Sinclair, P. J. N.(2000). Central Banks and Financial Stability. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 40, s. 377-391.
- TCMB (2015). Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri. *Finansal İstikrar*, Sayı: 20, Ankara.
- TCMB(2018). *Finansal İstikrar Komitesi*.
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Kurumsal+Yapilanma>, [Erişim Tarihi: 31.12.2018].
- Wadhvani, S. (2008). Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate?. *National Institute Economic Review*, Vol.206, No.1, s. 25-34.
- Vinals, Jose (2011). *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*. IMF, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department. In consultation with Research and other departments. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>, (09.12.2017).