

PARA POLİTİKASININ FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMA - SÜRDÜRME SORUMLULUĞU: FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK GELENEKSEL – SPESİFİK PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

*Prof. Dr. Orhan SEZGİN**
*Yard. Doç.Dr. Burak DARICI***

ÖZET

Bu çalışmanın amacı para politikasının finansal istikrarı sağlama - sürdürme sorumluluğunu ve finansal istikrara yönelik para politikası uygulamalarını ortaya koymaktır. Buna göre günümüzde merkez bankalarının ana hedefi fiyat istikrarının sağlanması ikincil amacı ise finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesidir. Merkez bankaları artık bankaların bankası ve son kredi mercii olarak finansal sistem içinde faaliyet sürdürmek durumundadırlar. Bu kapsamda merkez bankalarının finansal istikrara yönelik likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak, Ödemeler sisteminin etkin çalışmasını sağlamak, kredi kanallarını açık tutmak, etkin denetim gözetim fonksiyonuna katılmak, yasal altyapı oluşturmak, kısa vadeli faiz politikası izlemek ve sonuç olarak finansal stresi azaltmaya çalışmak gibi çok geniş sorumlulukları bulunmaktadır.

Anahtar Kelimeler : Finansal İstikrar, Para Politikası, Merkez Bankası.

ABSTRACT

Responsibility Of Monetary Policy To Maintain And Sustain Financial Stability: Traditional – Specific Monetary Policy Applications Aiming Financial Stability

The objective of this study is to establish the responsibility of maintaining and sustaining financial stability by monetary policy, and monetary policy applications aiming financial stability. According to this while the primary aim of Central Banks is to maintain price stability, their secondary aim is to maintain and sustain financial stability. From now on Central Banks have to operate in financial system as The Bank of Banks and the Final Credit Authority. In this context Central Banks have a broad range of responsibilities consisting of making regulations as to the liquidity aiming financial stability, maintaining an effective execution of the payment system, keeping credit sources available, joining effective supervision and regulation function, constructing the legal infrastructure, applying a short term interest rate policy and as a conclusion trying to decrease the financial stress.

Key Words : Financial Stability, Monetary Policy, Central Bank.

I. GİRİŞ

Son dönemde ekonomilerin birbirine yüksek oranda entegre olmaları ile birlikte merkez bankaları tarafından izlenen para politikalarında da köklü değişiklikler meydana gelmiştir. Finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme (liberalizasyon) ile birlikte, son dönemde genel olarak merkez bankalarının para politikaları, finansal sistem, gözetim – denetim ve ödeme sistemleri politikaları daha karmaşık hale gelmiştir. Merkez bankalarının para politikası araçları ile finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlamak ve enflasyonsuz bir ortam oluşturmak gittikçe güçleşmeye başlamıştır (Günel, 2006: 73). 1980’li yıllardan itibaren yaşanan finansal yenilikler ile birlikte paranın tanımı değişmeye başlamış, para talebi istikrarsız bir hale gelmiş ve ulusal finansal piyasalarda yaşanan globalleşme eğilimi son dönemde önemli bir trend şeklinde gelişmiştir. Yüksek getiri arayan uluslararası fonların girdiği finansal piyasalarda hacim ve fiyat açısından ani hareketler meydana gelmiştir (Mishkin, 2004: 28). Yaşanan bu dönem ile birlikte para politikası araçları ile belirlenen amaç arasındaki ilişkiyi tam olarak gerçekleştirecek bir modelin ortaya koyulması zorlaşmaya başlamış süreç daha karmaşık hale gelmiştir.

* Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, orhansez@mynet.com

** Balıkesir Üniversitesi Bandırma İ.İ.B.F İktisat Bölümü, Öğretim Üyesi, burakdarici@yahoo.com

Bu noktada ilişkilerin artık daha karmaşık olması dolayısıyla, merkez bankalarının ara amaçlar aracılığıyla ana amaçlara ulaşma şeklindeki para politikasından vazgeçmeleri gerekmiştir. Ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin daha karmaşık olması, aktarım süreçlerinin değişmeye başlaması ile birlikte ve en önemlisi 1970'lerden itibaren bir çok ülkede yüksek oranlarda enflasyon yaşanması sonucu, son dönemde yoğun olarak enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmıştır (Erdönmez, 2006: 116). Artık fiyat istikrarı para politikası tarafından doğrudan hedeflenmeye başlanmıştır. Süreçte uluslararası kuruluşların desteği ile birlikte merkez bankalarına araç bağımsızlığı verilmiş ve sonuçlardan merkez bankaları direkt olarak sorumlu tutulmuştur (Erdönmez, 2006: 116).

Küresel ekonomide ve teknolojiye meydana gelen büyük değişimlerle birlikte uluslararası finansal sistemde meydana gelen değişimler sonucu, finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi, para politikası hedefleri açısından da önemli olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin, artık bankalardan bir yada bir kaçında meydana gelebilecek bir riskin hızlı bir şekilde sistemin tamamını etkilemesi ile birlikte zincirleme olarak sisteme karşı güven ortadan kalkmaya başlamış ve para politikasının fiyat istikrarını sağlayacak şekilde etkin olarak uygulanması zorlaşmıştır (Günel, 2006: 73). Bu noktada kamusal sorumluluk ile birlikte, merkez bankalarının *fiyat istikrarını sağlaması temel ana hedef olarak kalmakta ancak bunun yanında finansal sistemin sağlıklı işlemesi ve finansal istikrar da merkez bankalarının ikincil hedefi olarak ortaya çıkmıştır*. Merkez bankalarının finansal istikrar açısından son kredi mercii olması daha önemli bir hal almış, para politikası sürecinde kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olmuş ve finansal değişkenlerdeki fiyat hareketleri de daha önemli hale gelmiştir.

Yaşanan gelişmelerle birlikte para politikasının yapısındaki değişimler, finansal sistemin para politikası uygulamalarında öneminin artması ve dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarının yakalanması yanında özellikle bir hedef olarak ortaya çıkmaktadır. *Bu noktada, merkez bankalarının bağımsız olması, kendi amaçları doğrultusunda bağımsız bir para politikası izleyebilmesi önem arz etmektedir*. Özellikle mali yapının disipline olmadığı ekonomilerde merkez bankalarının bağımsızlığının sağlanması fiyat istikrarının sağlanması için önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır (Fischer, 1996: 35). Ancak finansal sistemdeki değişimler, para tanımı, parasal aktarım süreci ve para talebi fonksiyonundaki değişimlerle birlikte merkez bankalarının bağımsızlığı gerekli, ancak yeterli bir koşul olarak görülmemektedir (Issing, 1993: 36). Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında finansal sistemi dolayısıyla finansal istikrarı da gözetmesi, genel olarak makro ekonomik istikrar ve özel olarak fiyat istikrarının sağlanması açısından da önemli gözükmektedir. Merkez bankalarının bu noktada finansal istikrarı bozan unsurları net olarak ortaya koymasının yanında, finansal istikrarı izleyecek şekilde göstergeler de oluşturması ve izleyeceği para politikasında bu faktörleri ve göstergeleri göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

Günümüz ekonomilerinde artık, merkez bankaları yukarıda açıklanmaya çalışılan süreçler çerçevesinde, çeşitli para politikası araçları ile ana hedef olarak fiyat istikrarını almakta, ancak koşullardaki değişime bağlı olarak finansal istikrarı da bir hedef olarak gözetmektedirler (Parasız, 2007: 221). Merkez bankaları para basan kurumlar olmaktan çıkmış, ekonomilerdeki ve finansal piyasalardaki gelişmelerle birlikte, pek çok yeni fonksiyon üstlenmeye başlamışlardır. Bu fonksiyonlar arasında para ve kredi politikalarını ekonominin ihtiyaçlarına ve ekonomi politikası gereklerine göre yönetmek, bankaların nakit rezervlerini tutmak, takas odası olarak faaliyet sürdürmek, uluslararası rezervlerin tutulması ve idare edilmesi, ülkenin döviz gelir – gider hesabının tutulması, uluslararası ödemelerde aracı olması sayılabilir (Günel, 2006: 73). *Para ve kredi politikalarını ekonominin ihtiyaçlarına ve ekonomi politikasının gereklerine göre yönetmek fonksiyonu* içinde önemli olanlar ise, piyasadaki likiditenin izlenmesi ve gerektiği anlarda açık piyasa işlemleri ile likidite ve faiz ayarlamaları yapılması, ödemeler ve kredi sisteminin işlemesini sağlayacak önlemlerin alınması, istikrarsızlık unsuru olabilecek faktörleri ortadan kaldırmak için etkin gözetim ve denetim fonksiyonunun üstlenilmesi, birçok faktörü etkileyen döviz kurundaki gelişmelere göre para politikası geliştirilmesi vb. sayılabilir.

II. FİNANSAL İSTİKRAR

Son dönemde yaşanan birçok gelişme finansal istikrar konusunun önemini ortaya koymuştur. Finansal istikrar sadece belli başlı otoritelerce değil aynı zamanda para ve maliye politikası yapımcıları açısından da önemli bir konu haline gelmiştir. Finansal istikrarın önemli bir konu haline gelmesinde rol oynayan faktörler arasında finansal işlemlerin hacminde yaşanan hızlı artışlar, finansal araçların çeşitlerinde, yapısında yaşanan değişimler ve belki de en önemlisi finansal sistemlerden kaynaklanan ve

maliyeti yüksek olan krizler yer almaktadır. Yaşanan bu krizlerin yanında, krizlerin ortaya çıkışına sadece birkaç kurumun başarısızlığının neden olması, konuyu daha da hassas bir hale getirmektedir.

Finansal sistem genel olarak değerlendirildiğinde beş ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar para, finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve son olarak merkez bankasıdır (Parasız, 2007: 1). Tüm bu kilit unsurlar bir araya gelerek finansal sistemi oluşturmaktadırlar. Bunların herhangi birinin fonksiyonlarını yerine getirmede yaşayacakları aksaklıklar sistemin bir bütün olarak riske girmesine neden olabilmektedir. Finansal sistemin beş unsuru zaman içinde değişime uğramış ve gelişmiş, daha karmaşık yapılar haline gelmiştir. Finansal sistemin yapısının karmaşık hale gelmesi, piyasa yapıcı ve oyuncuların da bu karmaşık yapıyı tam olarak çözümlenmeden faaliyetlerine devam etmekte olmaları, finansal kırılganlık riskini de artırmaktadır.

Finansal istikrarın tanımında parasal istikrar da olduğu gibi tam bir görüş birliği bulunmamaktadır (Issing, 2003: 1). Birçok yazar kendi inceleme alanlarına uygun olarak bir tanımlama yapmışlardır. Bu tanımlamalar yapılan çalışmaya bağlı olarak kavramın sadece bir yönünü ele almaktadır. Daha çok finansal istikrarsızlık konusunda uzlaşılı olmasından dolayı da bu kavram finansal istikrar yerine yoğun olarak da kullanılmaktadır (Driffill vd., 2006: 100).

En temel şekilde finansal istikrarı, *kurumlar açısından* ve *piyasalar açısından* istikrar şeklinde ayrı ayrı tanımlamak mümkündür. Finansal kurumlar açısından, yaptıkları sözleşmelere bağlı olarak yürüttükleri faaliyetlerin bir kesintiye uğramadan, dışarıdan bir müdahale olmadan güven içinde sürdürme derecesinin yüksek olması, finansal istikrar olarak tanımlanır. Piyasalar açısından ise, finansal piyasalarda faaliyet yürüten her katılımcının işlemlerini piyasada oluşan fiyatlardan rahatlıkla gerçekleştirmeleri, finansal istikrar olarak tanımlanmaktadır (Crockett, 1997: 13). Piyasada oluşan bu fiyatların ise, fiyatların oluşmasını ve hareketini sağlayan ekonomik *temel değişkenlerin* fonksiyonu olması ve kısa dönemde kendisini dolaylı olarak etkileyen değişkenlere karşı aşırı tepki vermemesi, finansal istikrarın varlığı açısından kritik rol oynamaktadır.

Başka bir açıdan finansal istikrar, ödeme sistemi, riski dağıtma, kaynakların etkin dağılımı gibi ekonomik fonksiyonların geçici bir dalgalanma, bir şok veya yapısal bir değişim dönemlerinde bile etkin bir şekilde yerine getirilmesi durumudur (Bundesbank, 2003: 2). Bu tanımlamaya yakın bir diğer finansal istikrar tanımı ise finansal sistemi oluşturan anahtar araç, piyasa ve kurumların düzgün bir şekilde çalışması şeklindedir (Duisenberg, 2001: 39). Large (2003)'ün yaptığı tanımlamaya göre; finansal istikrar, finansal sisteme karşı sürdürülebilir bir güvenin olması durumunda sağlanmış demektir. İstikrarsızlık durumu ise, ekonominin çeşitli kanallarından gelecek şoklar sonucu ve bu şokların bulaşıcılık etkisi ile birlikte tüm finansal sistemi etkilemesi sonucunda olacaktır. Bu etkiler, sistemin likidite sağlama özelliğini kaybetmesi ve yapılan sözleşmelerin yerine getirilmesinde yaşanan zorluklar şeklinde görülebilir. Bu tanımı tamamlayacak diğer bir tanım Padoa-Schioppa (2002) tarafından yapılmıştır. Buna göre; finansal istikrar yaşanacak bir şok karşısında, tasarrufların yatırım fırsatlarına dağıtımında bir sorun yaşanmaması ve ekonomideki ödeme sisteminin işlerliğinin bozulmaması durumunda söz konusu olabilir.

Haldane vd. (2001)'in kullandıkları tanımlamada ise çok genel bir ayırım yapılmış, durum sadece tasarruf-yatırım eşitliği açısından değerlendirilmiştir. Bu tanıma göre, finansal sistemde yaşanan bir şok nedeniyle meydana gelen bir dalgalanmanın tasarruf-yatırım dengesini bozması finansal istikrarsızlık olarak tanımlanır. Başka bir tanım, finansal istikrarı, varlık fiyatlarında uzun vadeli oynaklıkların olmaması ile birlikte kullanılmaktadır. Varlık fiyatları oynaklığı, fiyatların kendi temel seviyelerinin uzağında yer almaları ve ani bir kırılma yaşanması şeklinde tanımlanmaktadır (Crockett, 2000: 4). Daha genel bir tanımlama Crockett (1997) tarafından yapılmıştır. Buna göre de finansal istikrar, sınırlı bir grup üzerinde oluşacak ölçülebilir ekonomik zararın ötesinde bir oluşumun olmadığı durumdur.

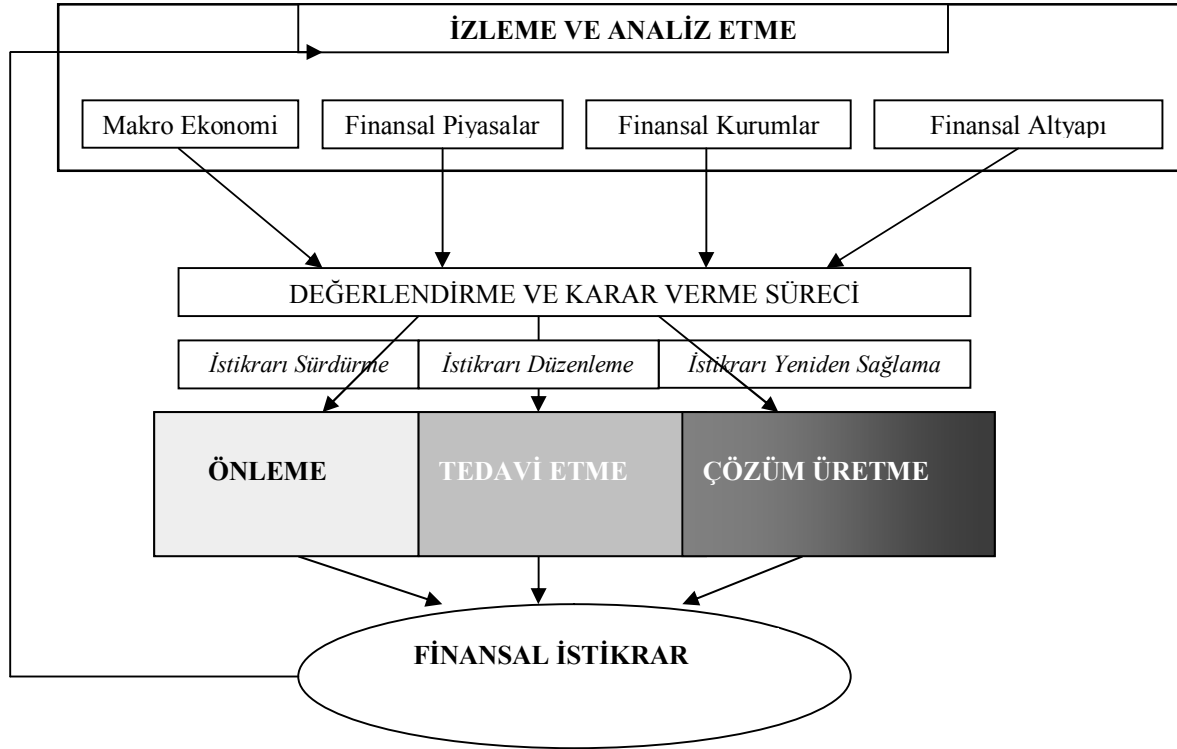
III. PARA POLİTİKASI AMACI OLARAK FİNANSAL İSTİKRAR

Finansal istikrarın ekonomiler için gerekli ve yararlı bir koşul olduğuna dair herhangi bir şüphe bulunmamaktadır. Finansal istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü bir ekonomide, piyasa katılımcıları olan tasarruf sahibi ve yatırımcılarının faaliyetlerini yürütmelerinde bir isteksizlik olmayacaktır. Aynı şekilde istikrarlı bir finansal sistemde, finansal kurumların kaynakları etkin dağıtma ve finansal etkinliği sağlama şansları artacak, makro ekonomik politikaların yürütülmesinde de etkinliğin sağlanma şansı yüksek olacaktır (Crockett, 1997: 9). Finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte ise, genel bir bakış açısıyla,

reel gelirde hızlı düşüşler, finansal varlık ve değişkenlerin değerinde aşırı oynaklıklar ve ani düşüşler, sonuç olarak bankacılık ve para krizi yaşanması ihtimali bulunmaktadır.

Finansal istikrarı bir kamu malı olarak düşünmek mümkündür. Bu kamu malının tüketimine katılanların elde ettikleri fayda, diğer tüketicilerin tüketimlerini olumsuz etkilememektedir. Kamusal alan bu kamu malını yeterli miktarda tüketicilere sunmak zorundadır. İlgili kurum veya kurumlar istikrarı sağlamaya yönelik olarak finansal sistem ve piyasalara kendi görev tanımları dahilinde politika geliştirmekte, müdahale etmekte ve düzenlemeler getirmektedir. Finansal piyasalara bakıldığında ise, her zaman istikrarsızlık yaratma eğiliminde olduğu ve piyasa başarısızlıkları sonucu krize girme eğilimi taşıdıkları söylenebilir. Bu nedenle kamusal alan her zaman finansal sistem ve piyasaların istikrarına yönelik sorumluluk taşımaktadır. Finansal istikrarsızlığın yaşanması ile birlikte kamusal müdahale gerekliliği konusu literatürde genel kabul görmüş bir durum olmasının yanında, piyasanın doğasında olan oynaklıklara müdahale edilmemesi de gerekmektedir. Doğası gereği istikrarsızlığa girme - bulaşıcılık ile istikrarsızlığı yayma (*instability bias*) ve tüm ekonomiyi etkileme (*spillover*) eğiliminde olan finansal piyasalarda kısa dönemli dalgalanmalar ve oynaklıklar olması muhtemeldir. Bu tür dalgalanmalar ve oynaklıklarda kamusal müdahaleler ile etkinliği sağlamak mümkün olmamaktadır. Böyle durumlarda denge fiyatlarının oluşması ve etkinliğin sağlanmasında piyasa sistemi daha etkin olmaktadır.

Şekil 1: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Açısından İzlenen Süreç



Kaynak:Houben, Aerd, Jan Kakes ve Garry Schinasi, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", IMF Working Paper, 04/101, 2004. s.17.

Şekil 1’de, kamusal alanda faaliyet gösteren kurumların finansal istikrarı sağlamasına yönelik yürütmekte olduğu faaliyetler dizini gösterilmeye çalışılmıştır. Sürece bakıldığında ilk olarak yapılması gereken, makro ekonomik ve finansal durumun etkin şekilde izlenmesi, meydana çıkan risk ve oynaklıkların iyi analiz edilmesidir. Bunun devamında, bulgular ışığında finansal istikrarın o anki durumu hakkında değerlendirilme yapılması ve eylem olarak nasıl bir yol izlenmesi gerektiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu noktadan sonra yapılan analiz ışığında meydana gelen riskleri “önleme”ye yönelik politikaların kullanılması, süreç eğer istikrarsızlık unsuru şeklinde sisteme yayılmaya başladı ise durumu

“tedavi etme”ye yönelik politikaların kullanılması gerekmektedir. Risk unsurlarının bir kriz şeklinde kendini göstermesi durumunda ise, finansal istikrarın yeniden sağlanmasına yönelik politikaların yürütülmesi gerekmektedir. Politika aşamalarının git gide koyu renk ile gösterilme nedeni, finansal istikrarın ortadan kalkma ihtimalinin artması ile birlikte izlenecek politikalar konusunda belirsizliğin artması ve sürecin gitgide zorlaştığının gösterilmesine yöneliktir.

Finansal istikrarı sağlayacak ve sürdürecektir kurum olarak merkez bankasına kamusal bir görev yüklenmesinin altında yatan neden, sistem içinde kullanılan para birimi üzerinde en büyük kontrol gücü olan kurum olması ve fiyat istikrarının merkez bankası için ana hedef olmasıdır. Merkez bankası finansal istikrar adına gerekli gördüğü anlarda, likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak başta olmak üzere, altyapıya yönelik yasal düzenlemeler, finansal istikrarı sürdürmeye yönelik politikalar yürütmektedir (Miron 1986: 128). Finansal sistemin işleyişine dair etkin gözetim ve denetim fonksiyonu, ilgili ekonominin özelliğine bağlı olarak bağımsız başka bir kuruma devredilmekte yada merkez bankası ile eşgüdümlü olarak yürütülebilmektedir. Bu açıdan, finansal istikrarın sağlanmasında merkez bankası, etkin denetim ve gözetim yapan kurum, rekabete yönelik düzenlemeler yapan kurum ve ilgili bakanlığın ortak bir sorumluluğunun bulunduğu söylemek mümkündür (Papademos, 2006: 3).

Finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemini sağlamak üzere merkez bankasının müdahalesini gerektiren iki ana neden bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, finansal sisteminin kendisinden kaynaklanmaktadır. Finansal sistem her zaman istikrarsızlığa girme eğilimini taşır ve istikrarsızlık bulaşıcılık özelliği ile hızlı bir şekilde ilerler (*instability bias*). İkinci ise, finansal piyasaların istikrara kavuşturulamaması sonucu bu durumun negatif dışsallık şeklinde etrafa yayılmasıdır. Bu yayılma hem ilgili ülkenin reel sektörüne yansıma şeklinde hem de ilgili ülkenin büyüklüğüne göre diğer ülkelere bulaşma şeklinde olabilmektedir. Bu nedenle, merkez bankaları açısından asıl amaç olan fiyat istikrarının sağlanması sürecinde, finansal istikrar da göz önünde bulundurularak bunu sağlayacak politika araçları kullanılmaktadır. Artık günümüz ekonomilerinde, merkez bankaları açısından finansal istikrar temel amaçlardan biri haline getirilmiş ve finansal istikrarsızlığı ortadan kaldıracak, ekonomik etkilerini en aza indirecek para politikaları yürütülmeye başlanmıştır (Ferguson, 2002: 21).

Son 30 yıllık periyoda bakıldığında ekonomilerin parasal istikrar konusunda belirli bir istikrar ve başarı sağladığı görülmektedir. Ancak aynı dönemde finansal istikrar anlaşılması ve sağlanması zor bir olgu olarak ortada kalmıştır. Özellikle 1980’lerden sonra finansal istikrarsızlık süreçlerindeki artış, ulusal ve uluslararası kurumların dikkatini finansal istikrar kavramı üzerinde çekmiştir (Borio, 2005: 84). Bu noktada artık fiyat istikrarı ve parasal istikrarın sağlanmasının finansal istikrar için gerekli ancak yeterli bir faktör olmadığı da fark edilmeye başlanmıştır. Son dönem ekonomik gelişmelere bakıldığında liberal bir ekonomik yapılanmanın ağırlık kazandığı görülmektedir. Devamında ise uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesi ve işbirliğinin artması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere doğru yüksek miktarda sermaye girişleri, genel olarak teknolojik alanda hızlı gelişmeler ve son olarak ise finansal sistemde yaşanan hızlı gelişmelerin olduğu görülmektedir. Ancak teknolojik alanda hızlı gelişmelerin olması ve bu gelişmelere bağlı olarak özelde bankacılık sisteminin etkin çalışmaya başlaması, merkez bankalarının finansal istikrarı gözetmesinden bağımsız olamamıştır (King, 1999: 5). Bu duruma neden olan faktör, para yaratma ve parasal aktarım sürecinde bankalar ve nispi olarak finansal kurumların da önemli ölçüde etkilerinin olmasıdır. Merkez bankası bu noktada para biriminin hesap birimi ve değişim aracı olarak etkin kullanılmasını sağlama adına finansal istikrarı gözetmek durumunda kalmaktadır (Padoa-Schioppa, 2002: 274).

Son dönemki finansal gelişmelere bakıldığında, gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülkede finansal sistemde istikrarsızlıkların ve krizlerin yaşandığı görülmektedir. Finansal ve parasal rejimlerdeki değişim ekonomilerin işleyiş şekillerini değiştirmiştir. Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte kredi piyasalarında hızlı yükseliş, düşüşler ve özellikle finansal varlık fiyatlarında ani hareketlerle birlikte ekonomik dalgalanmalar artmaya başlamıştır (Mishkin, 2006: 219). Kredi ve varlık fiyatlarında ani hareketlerin olduğu dönemlerde merkez bankalarının fiyat istikrarına yönelik politika yürütmeye çalışmaları da güvenilirlik açısından sorun yaratmıştır. Artık bu noktada finansal piyasalardan kaynaklanan kırılabilirlikler (fragility) ekonomik açıdan makro boyutlu bir sorun ve enflasyon açısından da göz önünde bulundurulması gereken önemli bir durum olarak ortaya çıkmıştır (Borio, 2005: 84). Merkez bankalarının fiyat istikrarına yönelik izledikleri para politikalarında esneklik! sağlamaları ve ortaya çıkacak

dalgalanmaları önceleyen (procyclical) ve göz önünde bulunduran politikalar üretmeleri kaçınılmaz olmuştur (Borio, 2004).

Finansal sistemde piyasa başarısızlıklarının ve özellikle asimetrik bilgiye bağlı olarak ahlaki riskin geniş bir şekilde yaşanması ve anlamlı bir hal alması ile birlikte, finansal sistemde panik, banka iflasları, varlık fiyatlarında köpük oluşumu (bubble), varlık-yükümlülük dengesinin bozulması ve yetersiz risk yönetimi gibi unsurların ortaya çıkması ile finansal istikrarsızlık yaşanmaktadır (Ferguson, 2002: 18). Özellikle bu dönemlerde, bankaların riskten kaçınmaya çalışmaları ve ekonomik birimlerin türev para araçlarına değil de merkez bankası parasına güven duymalarına bağlı olarak likiditede sıkışıklık yaşanmaktadır. Bu noktada sistem içinde tek para birimi kullanılması ve bu para biriminin etkin kullanımının merkez bankalarının sorumluluğu altında olması finansal istikrarı gözetecek şekilde merkez bankalarının müdahalesini gerektirmektedir (Calomiris ve Kahn, 1996).

Merkez bankaları tarihsel süreç ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak, bankaların bankası haline gelmiş ve bu durum finansal sistemin işleyişi ile ilgili olmasına temel teşkil eden faktörlerin en önemlisi olmuştur. Bunun yanında, merkez bankaları ve finansal kuruluşlar ile zaman içinde oluşan organik bağ da sistemin işleyişi açısından merkez bankalarına sorumluluk yüklemeye başlamıştır. Bankaların parasal sisteme büyük oranda entegre olmaları, para yaratma sürecinde büyük rol üstlenmeleri ve parasal sistem içinde kilit rol üstlenmeleri de merkez bankalarının bu kurumlar ve dolayısıyla finansal sistemin işleyişine duyarlı hale gelmesine katkı sağlamış ve son kredi mercii olarak faaliyet göstermesini desteklemiştir (Ferguson, 2002: 21).

IV. FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK GELENEKSEL PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Merkez bankasının finansal istikrar bağlamında iki eylem şekli bulunmaktadır. Birincisi, finansal istikrarı oluşturmaya yönelik uygulama ve politikalar geliştirmek, ikincisi ise finansal istikrarsızlığa neden olabilecek unsurları ortadan kaldırmak ve finansal piyasaların istikrarsız hale gelmesi sonucu ortaya çıkan durumu yönetmektir. Finansal istikrarı sağlama açısından merkez bankası tarafından yapılması gerekenlere genel çerçeve açısından bakıldığında en önemli adım düşük ve istikrarlı bir fiyat düzeyini yakalamaktır (Woodford, 2002: 16). 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 sekteye uğramaması için sigorta sisteminin oluşturulması önemli görülmektedir. İstikrarın sürdürülmesi adına, ödemeler sisteminin etkin çalıştırılması ve son kredi mercii olarak likidite ile ilgili gelişmelerin yakından takip edilmesi de gerekmektedir. Merkez bankaları likidite ile ilgili olarak, klasik araçlar olan açık piyasa işlemleri ve reeskont oranlarını ayarlayarak ilgili kurumların ve piyasaların ihtiyacı olan likiditeyi yaratmakta, bu şekilde piyasaya güven vermekte ve piyasaların fonksiyonlarını yerine getirmesine yardımcı olmaktadır. Bunun yanında *kısa vadeli faizlerde* yapacağı düzenlemelerle ve rezerv gerekliliğindeki değişikliklerle de ortaya çıkan istikrarsızlığa karşı erken önlem alma ve finansal istikrarsızlığın sonuçlarını hafifletmek adına adımlar atmaktadır.

Mevduat sigortası, merkez bankalarının geleneksel olarak, istikrarlı bir finansal yapı için destekledikleri bir uygulamadır. Ancak mevduat sigortası, ilgili kurumların risk altında olmaları durumunda, daha çok küçük mevduat sahiplerini koruyacak şekilde geliştirilmiş bir uygulamadır. Ancak banka yükümlülüklerinin çok büyük bir kısmını artık, sigorta kapsamında olmayan kredi sağlayıcılar oluşturmaktadır. Bu durumda sistemdeki bir bankada meydana gelen bir risk oluşumu bulaşıcılık özelliği ve panik nedeniyle hızlı bir şekilde diğer bankalara da sıçrayabilmektedir. Böyle bir oluşuma sadece küçük mevduat sahiplerini kapsayan mevduat sigortası sistemi ile engel olmak mümkün görünmemektedir. Özellikle risklerin arttığı kriz dönemlerinde mevduat sigortasının kapsamını genişletmek ise, ahlaki risk sorununu ortaya çıkarabilmektedir. Bu nedenle, mevduat sigortasına ek olarak, merkez bankalarının finansal sistemin etkinliğini ve finansal istikrarı sağlama adına atması gereken daha kapsamlı adımlar bulunmaktadır.

Tablo 1’de verilen ilk üç araç merkez bankalarının asli olarak fiyat istikrarını sağlamak için kullandığı direkt araçlar olarak ön plana çıkmaktadır. Ancak bunun yanında bu ilk üç araç yani para politikası stratejisi, kısa dönem faiz oranları ve açık piyasa işlemleri, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi adına dolaylı olarak sisteme yönelik 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 doğrudan risk unsuru yaratan kuruluşa yönelik uygulanmaktadır. Ancak tek bir kuruma ait risklerin ortadan kaldırılması ve bu kurumun istikrarlı bir faaliyet sürdürmesi etkin gözetim yapan kurum yada merkez bankasının direkt olarak bir amacı olamaz. *İlgili kurumlarda oluşan riskin bir sistemik risk yaratma olasılığı olması durumunda kuruma yönelik düzenleme yapılabilir* (Padoa-Schioppa, 2002: 291). 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 halinde 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.

Tablo 1: Fiyat ve Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesine Yönelik Araçlar

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

Kaynak: Padoa-Schioppa, Tommaso (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 2002. s. 291.

x=Merkez bankasının etkin denetim rolü olmadan uyguladığı araç, o= Diğer kurumlara ait araçlar, ⊗= Merkez bankası ve diğer kurumlar tarafından kullanılabilen araçlar. Çift semboller aracın asıl kullanımı, tek semboller dolaylı kullanımıdır.

Tablo 1'i güçlendirme adına, şunu da belirtmek yararlı olacaktır. Oluşan riskler ve bu risklerin büyümesi sonucu, bulaşıcılık, panik vb. durumlarla finansal piyasalarda istikrarsız bir ortam oluşması durumunda, merkez bankalarının para politikası araçları ile acil önlemler alması ve uygulamakta olduğu politikaları duruma göre esnek bir şekilde adapte etmesi, istikrarsızlığın krize dönüşmemesi açısından önem arz edecektir (Ferguson, 2002: 18). 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 edici ek önlemler almaları da yararlı olmaktadır. Çünkü bu tür durumlarda faaliyette bulunan kurumlar kredilerini geri çağırma, faaliyetlerini azaltma, likit varlıklara dönme gibi çabalar sergileyecek, bu da finansal piyasalara ek yük getirecektir. Bu uygulamalara örnek olarak yabancı para birimine bağlı likidite işlemlerinde aktif aracı olmak, likidite sorunlarını çözmek, duruma göre kalitesi düşük veya yüksek varlıkların merkez bankaları tarafından satın alınması,

sistem açısından önemli olan kurum hisselerinin satın alımı, imtiyazlı hisselerin adi hisse senedi haline getirilerek likiditenin bu açıdan desteklenmesi, mevduat sigortası kapsamının geçici olarak genişletilmesi, banka rezervleri konusunda esneklikler sağlamak gibi önlemler gösterilebilir⁶.

Tablo 1’de verilen ödemeler sistemi ile ilgili yapılacak uygulamaları iki kısım şeklinde düşünmek gerekmektedir. Bunlar ödemeler sistemine yönelik bazı standartlar oluşturulması ve ödemeler sisteminin yönetilmesidir. Merkez bankaları tarafından bu aracın finansal istikrar açısından kullanılmasının temel nedeni; ortaya çıkan risklerin ve başarısızlıkların bulaşıcılık özelliği ile sistemin tamamına yayılmasını önlemektir. Bunun için merkez bankaları ödemeler sistemi içinde sistemin sıkışıklığını çözecek şekilde mekanizmalar geliştirmekte, riskleri minimize etmeye çalışmaktadır. Bu paralelde merkez bankalarının yapması gerekenler şunlardır; ödemeler sisteminin çalışmasını güvence altına alacak ve gelişimini sağlayacak uygulamalar yapmak, online olarak sistemin etkin şekilde izlemesine yönelik alt ve üst yapıyı oluşturmak ve devamını sağlamak, son olarak sistemi izleyerek denetim altında tutmak, aksayan yönlerini ortadan kaldırmaya yönelik uygulamalar gerçekleştirmek (Greenspan, 2002). Bu araçla birlikte merkez bankaları, ödemeler sisteminin sağlamaştırılmasına yönelik olarak sistemi, yasal düzenlemeler, krediler, likidite ve operasyonel riskler açısından kontrol altında tutmaktadır.

Tablo 1’de açıklanmasına ihtiyaç duyulan diğer bir araç ise, kamu-özel arası iletişimidir. Literatürde yer alan bir görüşe göre, merkez bankasının istikrarsızlık unsuru yaratan durumlara müdahalede bulunması ve buna bağlı olarak “rasyonel” piyasa katılımcıları ile diyalog halinde olmasının istikrarsızlığın ortadan kaldırmasına yönelik bir getirisi olmayacaktır. Bu duruma örnek olarak, **finansal varlık fiyatlarında görülen köpük (bubble) ve çoğunluğa uyma (herding) durumları gösterilmektedir**⁷. Merkez bankasının piyasadaki köpüğü yada çoğunluğa uyma durumunu ortadan kaldırmaya yönelik olarak müdahalede bulunması rasyonel piyasa katılımcıları tarafından anında bilinecek ve ilgili köpüğü ortadan kaldıracak şekilde tersine hareket kendinden oluşacaktır. Bu nedenle merkez bankasının piyasa katılımcıları ile diyalog halinde bulunmasına gerek bulunmamaktadır (Padoa-Schioppa, 2002: 305). Ancak finansal piyasalar hem genelde hem de özelde etkin çalışmamakta ve bu bağlamda piyasa rasyonel olarak işlememektedir. Dolayısıyla oluşan köpüğün yada çoğunluğa uyma durumunun kendiliğinden ortadan kalkması mümkün görünmemektedir.

Yukarıdaki açıklamanın sonucu olarak, merkez bankasının kamu ve özel kurumlar ile iletişim halinde olması ve piyasaların o anki durumu hakkında bilgilendirmelerde bulunması, finansal istikrarın sürdürülmesi ve piyasaya güven verilmesi açısından önemli görülmektedir. Özellikle piyasalarda 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 açıdan finansal istikrarsızlığın önlenmesi ve yönetilmesi açısından bu araç önemli görülmektedir. Ek olarak, merkez bankasının piyasa katılımcıları ile yakın iletişim halinde olması, moral desteği sağlaması ve merkez bankasının şeffaflık ilkesini sağlaması, istikrarsızlığın arttığı dönemlerde döviz piyasasındaki oynaklığın azaltılmasına da katkı sağlayacaktır (Heinemann ve Illing, 2002: 432). Ancak kurulan iletişim ve verilen bilginin sağlıklı olması, durumu tam olarak yansıtması ve zamanlamasının doğru olması da önemlidir. Bu noktada ilgili ekonomide uygulanan para politikasının kredibilitesinin yüksek olması ve güvenilir olması gerekmektedir (Colombo ve Femminis. 2008: 198). 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 makro ekonomik değişkenlerin durumu hakkında sağlıklı tahminler yapılmasını kolaylaştıracak, bu da

⁶ Merkez Bankalarının burada karar vermesi gereken önemli bir durum bulunmaktadır. Finansal istikrarın bozulduğu, kırılganlığın arttığı dönemler ile oynaklığın arttığı dönemler arasında ayırım yapmak! Doğası gereği dinamik bir yapısı olan finansal piyasalarda ve bu piyasalarda işlem gören finansal araçlara ait değerlerde yukarı ve aşağı yönlü dalgalanmalar (volatility) olması normaldir. Bu gibi durumlarda Merkez Bankalarının aktif olarak 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.

⁷ Çoğunluğa uyma (herding) durumunu şu şekilde açıklamak mümkündür; Piyasa katılımcıları ilgili finansal varlığın fiyatında bir şişmenin bir köpüğün olduğunu bilmekte ancak hareket tersine dönmediği için dönene kadar, çoğunluğa uyarak pozisyonunu değiştirmemektedir. Bu durum “herding” olarak adlandırılmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Avery ve Zemsky (1998).

piyasa katılımcılarının risk yönetimini etkin yapmaları mümkün kılacaktır (Papademos, 2006: 3). Tersî durumun olması yani para politikasının güvenilirliğinin zayıf olması ve piyasa katılımcıları ile kurulan diyalogda kullanılan bilginin sağlıklı ve bilgi doğru olsa bile zamanlamasının yanlış olması, oluşan risklerin daha da artmasına ve istikrarsızlıkta yaşanan dalgalanmanın boyutunun artmasına neden olabilecektir.

Tablo 1’de verilen ve merkez bankalarının finansal istikrarsızlığın ortaya çıktığı dönemlerde ilk başvurduğu araçlardan biri olan acil likidite desteği de çok kritik ve önemli bir araçtır. Özellikle oynaklığın arttığı ve kriz dönemlerinde likiditede sıkışıklıkların meydana gelmesi muhtemeldir. Bu dönemlerde merkez bankalarının para politikası araçları ve özellikle açık piyasa işlemleri ile ilgili piyasalara acil likidite sağlaması, sistemin ilk planda çalışabilmesi açısından önemlidir. Ödemeler sisteminin çalışabilir şekilde tutulması ve kredi piyasası kanallarının açık olması, ilk planda merkez bankasının acil likidite kanalıyla yapacağı uygulamalara bağlı olmaktadır. Ancak bu aracı, sadece risklerin arttığı ve kriz dönemlerinde kullanılabilen bir araç olarak görmemek gerekmektedir. İlgili araç, merkez bankalarının piyasaları izlemesine bağlı olarak bazı piyasa ve kurumlarda risklerin artmasına bağlı olarak da kullanılabilir. Böyle bir durumda ilgili araç, oluşan risklerin yayılmasını ve artmasını önleyebilecektir.

Kriz koordinasyonu ise adından da anlaşılacağı gibi risklerin, piyasa başarısızlıkları ve oynaklıkların bulaşıcılık etkisi ile sisteme yayılarak krize dönüşmesi durumunda yürütülen bir süreçtir (Eichengreen, 2004: 9). Kriz koordinasyonunun üç ayağı bulunmaktadır. Bunlar; iflas ve finansal sözleşmelere yönelik kanuni altyapının oluşturulması, borçlarını ödeme konusunda risk altında olan büyük ve küçük kurumların durumdan çıkışına yönelik politikalar ve merkez bankası tarafından son kredi merci fonksiyonunun devreye sokulmasıdır (Schinasi, 2003: 11). Ancak merkez bankalarının finansal istikrarın yaşandığı dönemlerde bile krizlerin oluşma ihtimaline karşı hazırlıklı olması gerekmektedir. Bu bağlamda, merkez bankasının etkin denetim - gözetim yapan kurum(lar), piyasa yapıcılar, katılımcılar ile sürekli diyalog halinde olması ve bilgi paylaşımına önem vermesi krize karşı hazırlıklı olunması açısından gereklidir (Eichengreen, 2004: 9). Krizlerin yaşandığı dönemde de, etkin denetim ve gözetim yapan kurumlar ve piyasa katılımcıları arasında merkez bankasının iletişimi sağlaması ve para politikası araçları ile ilgili piyasa yada kurumlara yönelik makro boyutlu yada mikro boyutlu müdahalelerde bulunması ve bu tür uygulamaları istikrarlı dönemlerde planlaması, sürecin atlatılması adına yararlı olacaktır.

Finansal istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine yönelik Tablo 1 ile ilgili yapılan bu açıklamalar, daha çok durumun genel çerçevesini çizmek için verilmiş ve temelde kullanılan araçlar hakkında bilgilendirmeye yönelik yapılmıştır. Geleneksel olarak kullanılan bu araçların yanında, ekonomilerdeki değişim ve finansal istikrar ile ilgili yaşanan gelişmelerle birlikte spesifik bazı araçlar da geliştirilmiştir.

V. FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK SPESİFİK PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

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

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

Merkez bankası tarafından eyleme koyulabilecek bir diğer uygulama, parasal uyumsuzluğu (Currency Mismatches) azaltmaya ve ortadan kaldırmaya yönelik adımlar atılmasıdır (Mishkin, 2006: 221). Böyle bir uygulama özellikle *para ikamesinin* güçlü olduğu ekonomilerde anlamlı olmaktadır. Bu uygulamaya göre sistem içinde çalışan finansal kuruluşlara, geliri ulusal para cinsinden olan müşterilerine sağlayacakları fonların da ulusal para cinsinden olma hakkı tanınmaktadır. Bu şekilde yabancı para biriminin ülke içindeki etkinliği azaltılabilecek ve ulusal paranın kullanımının artması, ileriye dönük beklentiler açısından bazı risklerin azalması sağlanabilecektir.

Özellikle finansal *risklerin* arttığı dönemlerde meydana gelebilecek kredi hacmindeki daralma ve kredi geri dönüş imkanlarındaki azalmaya bağlı olarak, merkez bankası piyasaya, hem aktif olarak fon aktarabilir hem de riskli kredilerin yönetimi ile birlikte kredi piyasasını düzenleyici faaliyetlere de girişebilir. Özellikle reel sektörde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli girişimcilerin faaliyetlerini sürdürmelerine yönelik kredi düzenlemeleri, finansman sıkıntısı içine giren sektör ve firmaların tekrardan finansmanına yönelik kaynak yaratımı, piyasalardan kaynaklanan riskler sonucu, faaliyetlerini genişletmekte zorlanan sektör ve firmalara dönük ek kredi imkanlarının yaratılması, yapılabilecek uygulamalar içinde ön plana çıkmaktadır. Bu uygulamalar potansiyel kredi imkanlarının etkin hale getirilmesine, piyasaya yeni borçlanıcı birimlerin çekilmesine ve kredi arzının artışına katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak ise, piyasalardaki güven kaybı azaltılmış, kredi hacmi genişlemiş ve finansal sistemin sağlıklı çalışmasına katkı yapılmış olacaktır.

Ekonominin ve özelde finansal piyasaların risk altında olduğu durumlardan rahatça çıkmasının yada istikrarlı yapının sürdürülmesinin sağlanması için, yabancı para yükümlülüklerini rahatlıkla yerine getirmek adına, merkez bankalarının uluslararası para birimlerinden oluşan rezervlerini güçlü tutmaları da gerekmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için uluslararası rezerv biriktirme ve tutmanın önemi daha büyüktür. Bu şekilde tutulan rezerv ile birlikte döviz piyasasından kaynaklanan risklerin ortadan kaldırılması ve döviz kurlarındaki oynaklığın (volatility) önüne geçilmesi mümkün olabilecektir. Ek olarak kamu ve özel kesimin uluslararası yükümlülüklerini rahat yerine getirmesi için uluslararası rezervler yine önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkelere hızlı kaynak girişlerinin yaşandığı ve genişlemenin olduğu dönemlerin ardından konjonktürdeki değişim ile birlikte kaynak çıkışının ulusal döviz ve finans piyasalarını oynak hale getirmemesi için, merkez bankaları tarafından biriktirilen ve tutulan uluslararası rezervler hayati öneme sahiptir. Döviz rezervleri özelde döviz piyasasının ve genelde finansal piyasaların kırılma olmaması için gereklidir.

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

Yukarıdaki paragrafta açıklanmaya çalışılan süreci besleyecek şekilde uygulanması gereken merkez bankalarının aktif düzenleme (proactive regulatory) ve gözetim-denetim (supervision) politikası da, özellikle finansal risklerin ve kırılmanın arttığı dönemlerde kurtarıcı rol üstlenebilmektedir (Gai, 2005: 445). Finansal piyasaların sağlıklı işlediği ve istikrarlı olduğu dönemlerde de gerekli olan ve etkin denetim ve gözetim yapan kurum tarafından yürütülen bu fonksiyon, kırılmanın arttığı zamanlarda ve kriz dönemlerinde kurumlardan kaynaklanan risklerin artmasıyla birlikte, merkez bankasının katılımı ile de yürütülmelidir. Bu kapsamda, özellikle merkez bankalarının finansal piyasalarda yaşanan risklerdeki

artışlara bağlı olarak likiditesi düşen kağıtları piyasadan toplayarak belli bir süre piyasaları rahatlatması ve normalleşme süreci içinde de bu kağıtları tekrardan piyasaya vermesi istikrarlı bir yapı için gerekebilir. Ancak bu kapsamda ilk olarak likiditesi yüksek kaliteli varlıkların merkez bankası tarafından satın alınmasına öncelik verilmelidir. Finansal istikrarsızlığın devamı ve krizin derinleşmesi ile birlikte likiditesi ve kalitesi düşük varlıklara yönelik operasyon yapılmalıdır. Daha özeldense, piyasaların likidite açısından sorun yaşadığı kriz dönemlerinde bankaların elinde bulunan hazine kağıtlarının merkez bankası tarafından finanse edilmesi ve bu şekilde piyasalardaki likidite sıkıntısını ortadan kaldırması, bu duruma verilebilecek önemli örneklerden biridir. Ayrıca piyasadan merkez bankası tarafından alınacak *varlıkların vadelerinin uzun olması*, piyasada güvenin tesis edilmesi açısından yararlı olacaktır.

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

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

2008'in ikinci yarısından itibaren yaşanmaya başlayan ABD ekonomisi kaynaklı "Mortgage Krizi - Global Finansal Kriz" de yoğun olarak kullanılan diğer bir araç ise, likiditesi düşük finansal araçların merkez bankası tarafından satın alınması, risk düzeyi yüksek ve sistemin işleyişi için önem arz eden finansal kurumlara, birinci elden hisse senedi alımı ile ortak olma şeklindeki uygulamadır. Merkez bankasının piyasadaki likiditeyi desteklemesi ve parasal hacmin kontrol altında tutulması açısından yararlı olan bu iki aracın kullanımı, özellikle son dönemlerde daha kritik hale gelmiştir. Merkez bankalarının piyasadaki risklerin artışına bağlı olarak riskli hale gelen finansal araçlardaki likiditeyi desteklemesi adına ilgili kurumlardaki bu kağıtları satın alması gerekli görülmektedir. Aynı şekilde sistemin işleyişi için önem arz eden ve kurtarıma ihtimali yüksek kurumlara, kırılmanın arttığı ve krizlerin yaşandığı dönemlerde ortak olunması, finansal istikrar açısından yararlı olmaktadır. Bu tür uygulamalar, aynı zamanda sistemin sağlıklı hale geldiği dönemlerde risklerin azalması ile birlikte, ilgili kağıtların sisteme geri verilmesi ve kurum hisselerinin geri devri ile de sonlandırılabilir. Diğer bir deyişle, sisteme verilen likiditenin yaratacağı enflasyonist etki ve ekonomi üzerinde yaratacağı baskı ortadan kaldırılabilir.

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

Merkez bankasının finansal piyasalardaki stresi ve durumu yansıtabilecek şekilde oluşturacağı faiz düzleştirme kuralında ise amaç, piyasalardaki aşağı ve yukarı yönlü kırılmaları azaltarak ve istikrarlı bir kısa vadeli faiz serisi oluşturarak piyasa katılımcılarının beklentilerini olumluya çevirip, finansal istikrarın *oluşmasına ve sürdürülmesine* katkı yapmaktır. Merkez bankasının uygulamaya koyacağı yukarıda sayılan

araçların meydana getireceği *çatı altında* faiz düzleştirme kuralı, oluşturulmaya çalışılan istikrarlı bir finansal sisteme katkı yapmanın yanında, özellikle dinamik bir yapısı olan finansal istikrarın *sürdürülmesi* bağlamında önemli bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle faiz düzleştirme modeli, modelde yer alacak ekonomik ve finansal değişkenlerde meydana gelen değişmelere ve oynaklığa (volatility) göre, finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde faaliyet göstermesi için kullanılmaktadır. Kullanılan finansal değişkenlerin fiyat düzeyleri değil, istikrarsızlık unsuru yaratacak şekildeki hareketleri dikkate alınmaktadır (Issing, 2003: 2). Aşırı oynaklıklar izlenmekte ve kısa vadeli faiz serisindeki düzleşme ile bu hareketlerin önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

SONUÇ

Merkez bankalarının finansal istikrarı gözetmesinin temelinde finansal sistemin kendi içinde istikrarsızlık yaratma ve bu istikrarsızlığı etrafa yayma eğilimi yatmaktadır (instability bias). Finansal piyasalardan kaynaklanan ve ekonominin tamamını durgunluğa sürükleyen krizler bu istikrarsızlıkların son aşamasıdır. İstikrarsızlıklara ve krizlere karşı mücadele edilmesi ve bu durumlar ile karşılaşılması için sistem içinde para politikası açısından tekel konumunda olan merkez bankaları etkin rol üstlenmek zorundadırlar. Bu nedenle bankaların bankası ve son kredi mercii özelliği merkez bankaları için vazgeçilmez özellikler haline gelmiştir. Bu özellikler sonucu finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi sorumluluğu da merkez bankalarının çok çeşitli düzenlemeler yapmasını gerektirmiştir. Artık gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez bankaları bu amacı gerçekleştirirken de ikincil amaç olarak finansal sistemin istikrarını göz önünde bulundurmaktadırlar.

Finansal sisteme yönelik olarak yapılan düzenlemeler kısa vadede ortaya çıkan panikleri önleyici, uzun vadede ise güven unsurunun oluşturulması ile birlikte risklerin azaltılması ve finansal istikrarın yeniden sağlanması şeklinde olmalıdır. Uzun vadede risklerin yönetimi sürecinde, etkin denetim ve gözetim, uluslararası eşgüdümün sağlanması da önemlidir. Merkez bankalarının aktifleri doğası gereği kısa vadeli kalemleri içermektedir. Bu çalışmada açıklanan süreçler ve uygulamalar da genel olarak kısa vadede geçerlidir. Alınan önlemlerin ilk planda kısa vadeli önlemler olmasının nedeni, istikrarsızlıklar ve kriz nedeniyle güven eksikliğine bağlı olarak, kısa vadede etkili olan politikaların daha fazla ilgi görmesidir. Bu durum güven unsurunun tekrardan finansal piyasalarda sağlanması için gereklidir. Merkez bankalarının kısa ve uzun dönemli politika değişiklikleri karşısında finansal istikrar yönünde anlık tepki ve değişim beklememek de gerekmektedir. Sisteme güven ve istikrar zaman içinde sağlanabilen ve sürdürebilen bir olgudur.

Merkez bankası tarafından finansal istikrarsızlığa ve krize yönelik uygulamaların, daha çok var olan önlemlerin detaylandırılmışı veya geliştirilmiş olduğu dikkat edilmelidir. Likiditenin sağlanması ve kredi piyasalarının işler hale gelmesine yönelik yöntemler birbirine benzerlik arz etse de, yaratacakları etkiler farklılık göstermektedir. Önemli olan burada yeni araçlar bulmak ve kullanmak değil, var olan araçların etki alanını güçlendirecek ve geliştirecek açılımlar yapmaktır. Alınan önlemlerle birlikte etkin denetim ve gözetim fonksiyonunun işlerliğinin artırılması ve önlemlerin yarattığı etkilerin net olarak görülmesi önemlidir. Alınan sonuçlara göre süreci destekleyecek yeni önlemler alınabilir veya uygulanmakta olan önlemlerin derecesi artırılabilir.

Merkez bankasının finansal istikrarı sağlayıcı uygulamaları yanında, kamusal alandaki diğer kurumların uygulamaları ve politik adımlar da önemlidir. Finansal istikrar çok değişkenli bir olgu olduğundan pek çok kurumun düzenlemesini de gerekli kılmaktadır. Finansal istikrarın sağlanması – sürdürülmesi büyüme ve istihdam için *gerekli* ancak *yeterli* olmayan bir koşul olduğuna dikkat edilmelidir. Finansal istikrar, uzun vadeli büyüme için sağlam bir zemin oluşturulması adına gereklidir. Sürdürülebilir bir büyümenin de finansal istikrar açısından gerekli olduğu da unutulmamalıdır.

KAYNAKÇA

- AVERY, C. ve P. ZEMSKY (1998). “ Multidimensional Uncertainty and Herd Behaviour in Financial Markets”, *American Economic Review*, Vol. 88, ss. 724-748.
- BORIO, Claudio (2004). “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.

- BORIO, Claudio (2005). "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?", *National Institute Economic Review*, Vol. 192, ss.84-101.
- BUNDESBANK DEUTSCHE (2003). "Report on The Stability of The German Financial System", *Monthly Report*, Frankfurt, Aralık.
- CALOMIRIS Charles ve Charles KAHN (1996). "The Efficiency of Self-Regulated Payment Systems: Learning from The Suffolk System", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 28, No.4, ss. 766-97.
- COLOMBO Luca ve Gianluca FEMMINIS (2008). "The Social Value of Public Information With Costly Information Acquisition", *Economic Letters*, Vol. 100, ss. 196-199.
- CROCKETT, Andrew (2000). "In Search of Anchors for Financial and Monetary Stability", *SUERF Colloquim*, Vienna, Nisan.
- CROCKETT, Andrew (1997). "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", in *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, ss. 7-36.
- DRIFFILL John, Zeno ROTONDI, Paolo SAVONA, Cristiano ZAZZARA (2006). "Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?", *Journal of Financial Stability*, Vol.2, 2006, ss. 95-112.
- DUISENBERG, Wim F. (2001). "The Contribution of The Euro to Financial Stability", *Globalization of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe*.
- EICHENGREEN, Barry (2004). "Financial Stability", *International Task Force on Global Public Goods*, Ocak.
- ERDONMEZ, Pelin Ataman (2006). "Fiyat İstikrarı Yeterli midir?", *Bankacılar Dergisi*, Sayı:59, ss. 116-125.
- FERGUSON, Roger W. (2002). "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" *Conference at The IMF in Washington D.C.*, Eylül, ss.16-37.
- FISCHER, Stanley (1996). "Central Banking: Challenges Ahead: Maintaining Price Stability", *Finance and Development*, Aralık, ss.34-37.
- GAI, Prasanna (2005). "Financial Stability, Monetary Stability and Public Policy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Aralık, ss. 440-452.
- GREENSPAN, Alan (2002). "Economic Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City*, Ağustos 29-31.
- GUNAL Mehmet (2006). *Para Banka ve Finansal Sistem*, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 1. Baskı.
- HALDANE, Andrew G., Glenn HOGGARTH ve Victoria SAPORTA (2001). "Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at The Bank of England", *Published in Marrying the MacroPrudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers, No.1.
- HEINEMANN, Frank ve Gerhard ILLING (2002). "Speculative Attacks: Unique Sunspot Equilibrium and Transparency", *Journal of International Economics*, Vol. 58, No.2, ss. 429-450.
- HOUBEN, Aerdts, Jan KAKES ve Garry SCHINASI, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, 04/101, 2004.
- ISSING, Otmar (1993). "Central Bank Independence and Monetary Stability", *The Institute of Economic Affairs*, Occasional Paper No: 89.
- ISSING, Otmar (2003). "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off", *Conference on Monetary Stability, Financial Stability and Business Cycle*, Bank for International Settlements, Basle, Mart 28-29.
- KING, Mervyn (1999). "Challenges for Monetary Policy: New and Old", *New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 27 Ağustos.
- LARGE, Sir Andrew (2003). "Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World", *Financial Stability Review*, London: Bank of England, Aralık, ss. 170-74.

- MIRON, Jeffrey (1986). "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.
- MISHKIN, Frederic S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Addison Wesley, 7. Baskı.
- MISHKIN, Frederic (2006). "Financial Stability and Globalization: Getting It Right", Central Banks in The 21st. Century, *International Conference, Banco de Espana*, 8-9 Haziran, ss.215-253.
- PADOA-SCHIOPPA, Tommaso (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 2002. ss. 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, 7 Haziran.
- PARASIZ, İlker (2007). *Finansal Kurumlar ve Piyasalar*, Bursa: Ezgi Kitapevi, Temmuz.
- SCHINASI, Garrj J., "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", **IMF Working Paper**, No. 03/121, 2003.
- WOODFORD Michael (2002). "Financial Market Efficiency and The Effectiveness of Monetary Policy", *FRBNY Economic Policy Review*, Mayıs, ss. 85-94.