

# FINANSAL İSTİKRARIN BÜYÜME TRENDİNE ETKİSİNİN SEÇİLMİŞ PARAMETRELERLE İLİŞKİLENDİRİLMESİ

*Yrd.Doç.Dr.Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU\**

## ÖZET

Bir ekonomide finansal sistemin istikrarlı yapılanması reel piyasalarda hedeflenen büyümenin daha önemli boyutlarda sağlanacağı anlamına gelmektedir. Bu çalışmada istikrarlı bir finansal yapı ile büyüme arasındaki neden sonuç ilişkisi ortaya konulmuş ve finansal istikrarsızlığa neden olabilecek seçilmiş bazı öğeler üzerinde durulmuştur. Bu öğeler faiz oranları, volatilité ve fiyat balonları ile finansal kırılmalık şeklinde ifade edilmiştir.

## ABSTRACT

The stability structuring of financial system in a economy means that obtaining growing target with more important dimensions in real markets In this study displayed cause effect between a stability financial structure and growth. And we considered which have been chosen special parameters which can be caused financial disstability. These parameters stated that such as; interest rates, volatility, price buble and financial fragility.

## GİRİŞ

Finansal piyasalarının reel piyasalarla karşılıklı etkileşimi sözkonusudur. Finans piyasalarında meydana gelen herhangi istikrarsızlık durumunun direkt olarak yansıdığı yer reel piyasalardır. Bunun sonucunda da ekonominin büyüme trendi negatif etkilenmektedir.

---

\* Anadolu Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü

Finansal krizden kaçınma veya finansal krizi önleme olarak tanımlanabilecek finansal istikrar kavramı tüm finansal piyasaları içermektedir. Finansal sistem istikrarı, reel ekonomide ciddi kayıplara neden olabilecek finansal sistem yetersizliklerini ve rahatsızlıklarını gidermek ve bunlardan kaçınmak olarak tanımlanabilir. Bu rahatsızlıklar ve olumsuzluklar finansal kuruluşların kendilerinden kaynaklanabildiği gibi finansal piyasalardaki genel koşullardan da kaynaklanabilmektedir. Bu nedenle istikrarlı bir finansal sistem, ortaya çıkabilecek problemlerin bir kurumdan veya piyasadan diğer kurumlara, piyasalara ve hatta ülke dışına yayılma riskini en aza indireyecek, sağlam ve nitelikli önleyici mekanizmaların bulunmasını gerektirmektedir. <sup>1</sup>Finansal piyasaların ekonomide üstlendikleri işlev, piyasaların serbestleştirilmesi olgusunun özellikle son yıllarda artması ve sermayenin artan mobilizasyonu nedeniyle piyasaların önemini daha da arttırmaktadır. Finansal piyasaların artan önemi nedeniyle bu piyasaların istikrarlı çalışması gereği daha da vurgulanmaktadır.

Finans piyasalarındaki hareketler, tüketim ve yatırım davranışlarını, bireylerin refah düzeyini ve ekonominin her alandaki performansını doğrudan etkilemektedir. Finansal piyasalar kaynakların birimler arasındaki etkin dağılımın sağlanması fonksiyonunu ne kadar iyi yerine getirirlerse ekonomideki sermaye birikimi ve büyüme o derece olumlu etkilenmektedir.<sup>2</sup>Finansal piyasaların özellikle ekonominin yatırımlara yönlendirilecek fonları aktarım kaynağı olma misyonu göz önünde bulundurulduğunda, sistemin istikrarlı çalışmasının gereği de daha açık olarak anlaşılmaktadır. Ekonomide yatırımları belirleyen temel faktör bilindiği üzere öncelikli olarak faiz oranları, gelir düzeyi ve gelecekle ilgili olumlu beklentilerdir. Finansal sistemin istikrarlı çalışması durumunda, ancak faiz oranları, fonların reel yatırım alanlarına aktarabilir oranlara inebilmektedir. Yine aynı şekilde stabil bir finansal sistem gelecekle ilgili yatırım kararlarında belirsizliği en aza indirmiş bir sistem olarak kabul edilmektedir. Günümüzde finansal piyasaların artan entegrasyon süreci ve teknolojideki artan yenilikler ve bu durumun finansal sisteme yansımaları olarak artan fon hareketliliği ya da sermayenin artan hareketi, küreselleşme

---

<sup>1</sup> İlker PARASIZ, “*Finansal Makro Ekonomi*”, Ezgi Kitap Evi Yayınları Bursa 2003, s. 483

<sup>2</sup> Frederic S.MISHKIN,,”*The Economics of Money,Banking,and Financial Markets*”,The Addison -Wesley Series in Economics, USA .2001,s.21-22

olguyla birleştğinde finansal sistemin ciddi anlamda istikrarlı yapılandırılması durumunu daha da önem kazanmaktadır.. Artan sermaye hareketi ya da sıcak para olarak ifade edilen sermayenin kısa sürelerde ülkeleri terk etmesi durumu terk edilen ülkenin tam olarak derinliği oluşmamış finansal piyasasını son derece olumsuz etkilemekte, bu durumun direkt olarak etkileri sermaye piyasalarında yaşanmakta ve menkul kıymetler borsasında çok yüksek oranda çöküşler yaşanmaktadır. Böylece, genel olarak şirketlerin reel değeri azalmakta ve ulusal paradan uzaklaşma gibi negatif etkileri de görülmektedir. Ayrıca finansal piyasalarda yaşanan olumsuzların direkt olarak ve sistematik biçimde diğer sektörlerle atlama ihtimali çok yüksektir. Söz konusu durum sistematik risk olarak ifade edilmekte ve ülkelerde bankacılık sektörünü de ciddi olarak tehdit etmektedir. Bankacılık sektörü bu durumda kendi özgü gerçekleştirilmesi gerekli olan para transferi işlevinden uzaklaşmakta ve holding bankacılığı şekline dönüşmektedir. Bu şekilde sıralanan ve özellikle reel piyasalarda küçülme ve doğal olarak büyüme rakamlarının düşmesi ve buna dayalı olarak işsizlik rakamlarının artması tamamen finansal sistemin istikrarlı olmamasıyla ilgilidir. Bu nedenle sistem istikrarlı hale gerek düzenlemeler ve alınan önlemlerle ve gerekse sistemi yapılandıran MB, SPK, BDDK, TMSF gibi kurumların gözetim fonksiyonlarını yerine getirmeleriyle dönüştürülmelidir.

## **I. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN NEDENİ OLARAK; FAİZ ORANLARINDAKİ ARTIŞLAR**

Finansal piyasaların temel düzenleyici enstrümanlarından birisi faiz oranıdır. Faiz oranlarının pozitif ya da negatif olarak belirlenmesi kaynak dağılımını özellikle yatırımları faaliyet alanını belirlemesi açısından oldukça önem taşımaktadır. Piyasada yer alan negatif faiz oranlarının genel ekonomiye etkisi genelde paranın atıl olarak herhangi bir yatırım alanına aktarımı olmaksızın kalmasına neden olurken, pozitif olarak özellikle enflasyonist ülkelerde enflasyon oranının üzerinde belirlenmiş faiz oranları nakit balanslarının finansal piyasa sistemi içerisine aktarımını sağlayarak bu fonların yatırımların finansmanında kullanılması için bir kaynak oluşturmaktadır.

Finansal sistem içerisinde belirleyici bir rol oynayan faiz oranları özellikle 1970'lerden sonra ve özellikle Bretton Woods sisteminin

yıkılmasıyla beraber ülke ekonomilerinin döviz ve faiz hareketlerine daha da duyarlı hale gelmesiyle daha da önem kazanmış ve finansal sınırlamalar ya da baskı ögesi bulunduran ekonomiler birer birer finansal serbestleştirme politikalarını hayata geçirmeye başlamışlardır. Bu durum finansal sistem içerisinde yer alan bankalar için önemli bir geçiş aşaması olmuş ve pozitif faiz uygulamasına geçilmesiyle bankaların fon toplama maliyetleri önemli ölçüde artmıştır. Faiz oranlarında serbestleşmeye bağlı artış ve aynı zamanda küreselleşme olgusunun getirdiği sermaye hareketinin mali piyasalarda artması faizi daha da yakından takip edilmesi gerekli bir ekonomik öge haline getirmektedir. Finansal sistem içerisinde şekillenen faiz oranının üstlendiği işlevler ortaya konulduğunda cari faiz oranlarındaki olağanüstü artışın finansal istikrar açısından ciddi olumsuz sonuçlara neden olacağı açıktır. Öncelikli olarak finansal sistem içerisinde şekillenen faiz mekanizmasının işlevlerini açıklamak gerekmektedir.

#### A) FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME AÇISINDAN İŞLEVSELLİĞİ

Faiz mekanizmasının özellikle ekonomik büyümeyi ilgilendiren birinci işlevi; ekonomide milli gelirden ne kadarının tasarrufa ayrılacağını belirleyen bir öge olması aynı zamanda harcama ve yatırımlarında dolaylı katalizörü olmasından ileri gelmektedir. Enflasyonist baskı yaratmadan, yatırımların finanse edilmesi ekonomide yaratılan tasarruflarla mümkün olmaktadır. Dolayısıyla faiz mekanizması piyasa ekonomisinde tasarruf yatırım dengesini sağlayan önemli faktörlerden birisidir. Yapılan çeşitli çalışmalarda pozitif faiz oranları ile tasarruf fonksiyonu arasında anlamlı bir korelasyon bulunmuştur.<sup>3</sup>

Faizin, tasarruflar üzerine etkisinin yanı sıra portföye dahil olan menkul kıymetlerin arasında seçim yapılmasında belirleyici rolü de bulunmaktadır. Aynı zamanda oluşan cari faiz oranları bunlar gerek mevduat gerek kredi, MB'sının uygulamış olduğu interbank para piyasasında şekillenen faiz oranları veya kamuya ait sabit getirili menkul kıymetler olan devlet tahvili ve hazine bonosuna konu olan faiz oranlarını birbirinden ayrı düşünmek olanaksızdır. Tüm bu etkiler düşüldüğünde cari piyasa faiz

---

<sup>3</sup> Maxwell FRY, "Money, Interest and Banking In Economic Development", The Johns Hopkins University Press, London 1988, s.132

oranının yüksek belirlenmesi kamu kesimi borçlanma gereği yüksek olan ekonomilerde aynı zamanda devletin iç borç faiz ödemelerini de artıracığından kamu maliyesi içinde olumsuz bir etki olarak düşünölmelidir.

Faiz oranlarının ekonomik büyüme ve finansal stabilite açısından yaratacağı bir diğör etki ise kötü seçime dayalı batık kredi sorunu ya da refinasman riskidir. Asimetrik bilgi ve neden olduğı ters seçim problemi, faiz oranlarının yükseldiğı yani finansal istikrarsızlığın arttığı ortamda daha belirgin şekilde ortaya çıkmaktadır. Yüksek faiz oranları ortamı, bankaların kredi portföyünü oluştururken artan şekilde ters seçim problemine maruz kalmalarına neden olmakta ve bankaların kullandığı kredilerin, kredi değerliliğini yitirmiş alacaklara dönme ihtimalini arttırmaktadır. Bunun temel nedeni, yüksek faiz ortamında kredi değerliliğı düşük, riski yüksek müşterilerin bankalardan yüksek maliyetle kredi talep etmelerine devam ediyor olmasıdır. Ancak bu durum zaman içerisinde müşterileri yüksek faiz oranları ödemeye razı olsalar bile, ters seçim problemi sonucunda ortaya çıkan olumsuzlukların etkisiyle, bankaların batık kredi riskini azaltmak için kredi tayinlemesine daha fazla öncelik vererek kredi portföylerini azaltmasına neden olmaktadır. Diğör yandan azalan kredi arzı nedeniyle yatırımlar ve genel olarak ekonomik faaliyetlerde bir daralma yaşanabilmektedir.<sup>4</sup> Yukarıda sayılan olumsuzlar gerçekleşirse finansal istikrarsızlık gerçek anlamda bir finansal krize dönüşebilir ve bu durumda reel ekonomi daha ciddi boyutlarda zarar görebilir.

## B) FAİZ ORANLARI VE NAKİT İKAMESİ OLGUSU

Gelişmekte olan ekonomilerin finans piyasalarında yaşanan diğör bir olumsuzlukta nakit ikamesi olgusunun yaşanmasıdır. Enflasyonist süreçlerde özellikle ulusal paranın değer kaybıyla ortaya çıkan nakit ikamesi olgusu aktif faiz politikasını daha önemli hale getirmekte ve uygulanan faiz politikasıyla döviz talebi kırılmaya dolayısıyla ulusal paraya dönüş sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu nedenle daha yüksek faiz oranlarına ulaşmakta bu durum gerek banka bilançolarında bozulmalarına ve artan kredi risklerine neden olmakta ve gerekse merkez bankasının ulusal paranın değerinin korunmasına yönelik politikalarını zorlaştırmaktadır.

---

<sup>4</sup> İ. PARASIZ, "Finansal Makro Ekonomi", s. 486

### C) GÖSTERGE FAİZ ORANLARI

Faiz oranlarının alacağı düzey genel anlamıyla ekonomide oldukça hassas dengelerin değiştiğinin habercisi olduğundan gösterge niteliği taşımaktadır. Piyasada oluşan faiz oranları içerisinde takip edilmesi gereken en önemli faiz oranı, piyasada referans faiz oranı niteliği taşıyan hazine bonusu faiz oranıdır. Genellikle üç ay vadeli hazine bonusu faizleri ekonomik analizlerde esas alınan faiz oranıdır. Öte yandan piyasanın likidite ihtiyacını gösteren bankalar arası para piyasası overnight faiz oranı da takip edilmesi gereken gösterge faiz oranlarından bir tanesidir. Ayrıca Türkiye Bankalar Birliğince yayımlanan “referans faiz oranı” verileri de faiz oranlarındaki eğilimi göstermesi nedeniyle takip edilebilecek gösterge faiz oranı niteliğindedir.<sup>5</sup>

Aşağıda yer alan grafikte yıllık bileşik DİBS faizleri, ABD dolar kurundaki yıllık yüzde değişme ve LIBOR faizleri gösterilmektedir. Dolar kurundaki değişme hesaplanırken ilgili ay için hesaplanan ortalama kurun bir önceki yılın aynı ayına göre değişmesi kullanılmıştır. DİBS faizleri hesaplanırken ilgili ay içinde gerçekleşen ihalelerde oluşan bileşik faizlerin miktara göre ağırlıklandırılması sonucunda bulunan rakam kullanılmıştır. LIBOR faiz oranı için de her ay için ilgili ayın son iş günü belirlenmiş olan 1 yıl vadeli LIBOR oranı kullanılmıştır. Aşağıdaki grafikten de görüldüğü üzere 1987-1989 arası kamu kağıtları getirisi ile kur getirisi arasındaki fark ihmal edilebilir bir düzeyde iken, özellikle sermayenin serbest bırakılmış olduğu 1989 yılından itibaren kamu kağıtları dolar artışının üstünde bir getiri sağlamıştır. Bu durumun tek istisnası kurun çapa olarak kullanıldığı Ocak 2000, Şubat 2001 dönemi olmuştur. LIBOR oranları 1990’lı yıllar boyunca yüzde 9 ile 3 arasında bir bantta hareket etmiştir. Böyle bir iktisadi ortamda Türkiye’deki ticari bankaların yurtdışından borçlanarak kaynak yaratması ve ekonomide oluşan kur faiz makasından yararlanarak bu kaynakla hazineyi finanse etmesi, beraberinde reel sektöre verilen kredilerdeki daralmayı getirmiştir. Ekonomide faiz lehine oluşan kur faiz makası, finans sektöründeki kaynakların reel sektör yerine kamu sektörüne aktarılmasına sebep olmuştur.<sup>6</sup> Bu durum finansal piyasaların reel ekonomiyi büyümeyi

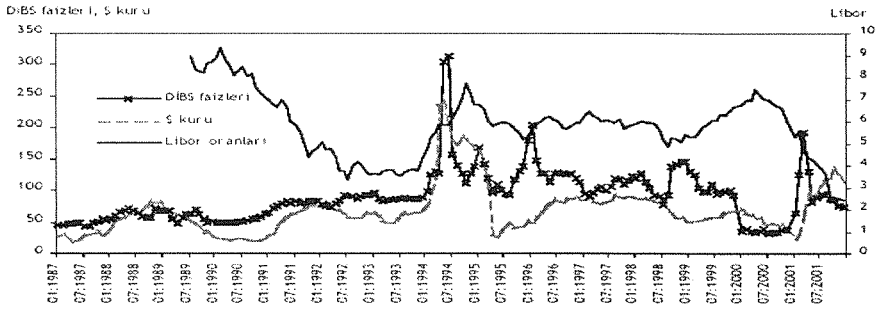
<sup>5</sup> İlyas ŞIKLAR, “*Finansal Ekonomi*”, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları, Eskişehir 2004, s.106

<sup>6</sup> M. Faruk AYDIN, “*Türkiye’de Kamu Kesimi Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri*” TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No.13, 2002, s.11

sağlamak üzere fonlamak yerine kaynakların kamu finansmanında kullanılması sonucunu doğurmuştur.

Sonuç olarak devlet iç borçlanma senetlerine ait faiz oranı, dolar kuru ve libor faiz oranlarındaki değişimlerin birbirlerine göre ve özellikle kriz yılları olarak kabul edilen 1994, 2000 ve 2001 yıllarına bağlı olarak izledikleri seyir, grafikten de anlaşılacağı üzere her üç değişkende ekonomik kriz dönemlerinde birbirleriyle pozitif yönlü ilişkide ve artma trendindedir.

**Grafik 1:** Yıllar itibariyle DİBS Faizleri ABD Doları ve Libor Faiz Oranındaki Değişim



**Kaynak.**TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No 13

## II. FİNANSAL PİYASALARDA VOLATİLİTE

Volatilite genel olarak finansal piyasalarda görülen beklenmedik fiyat hareketleri olarak tanımlanmaktadır.<sup>7</sup> Finansal piyasalar kendi dinamikleri gereği volatil davranış gösterebilirler. Bunun asıl nedeni piyasanın yeterince derin ve stabil olmaması, sıcak para olarak adlandırılan ve özellikle ekonominin konjonktür dönemlerinde ekonomiye hızla giren ve trendi değerlendirdikten sonra hızla ülke sınırlarını terk eden sermaye hareketleri olarak adlandırılan portföy yatırımları olabilir. Finansal piyasaları yeterince derin olmayan ekonomiler bu tarz konjonktür hareketlerinden daha fazla etkilenmektedirler.

<sup>7</sup> Salih NEFTÇİ, "Volatilite Düşüyor mu?", Hürriyet, (2 Kasım 1998)

## A) FİNANSAL PİYASALARDA DERİNLEŞME VE VOLATİLİTE

Finansal piyasaların yeterince derin olmaması, piyasaları daha kırılgan hale getirebilir. Finansal derinleşme, finans sektöründe yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranıdır. Bu oran yükseğe finansal derinleşme yüksek olacak ve bu durumda ekonomik büyüme oranını arttıracaktır. oranın düşük olması halinde ise finansal derinleşme zayıf olacağından reel sektördeki kaynak yetersizliği nedeniyle, ekonomik büyüme istenilen düzeyde olamayacaktır.<sup>8</sup> Bu durumda olan finans piyasaları hem ulusal hem de uluslar arası olumsuz konjonktür hareketlerinden daha fazla etkilenmektedirler. Finansal piyasalarda derinlik kavramını başka bir ifadeyle para arzının gayri safi milli hasıla içindeki payı şeklinde tanımlanabilir. Finansal derinleşmeye ilişkin en çok kullanılan göstergelerden birisi  $M_2/GSMH$  göstergesidir. Bu gösterge belli bir yılda bir ülke ekonomisinde bulunan para, vadesiz mevduat ve vadeli mevduat toplamının GSMH içindeki payını vermektedir. Finansal derinleşmeyi ifade etmek için farklı göstergelerde kullanılmaktadır. ( $M_2Y/GSMH$ ,  $M_3/GSMH$  ve Finansal Varlık Stokları/GSMH)

Finansal piyasaların derinleşmesi; ekonominin tasarruf kapasitesi, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri, banka mevduatlarının getiri oranı ve ödeme araçlarının kullanımı gibi çeşitli faktörlerdeki değişimlerden etkilenmektedir. Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi, ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış piyasalardan organize olmuş piyasalara kaymasına bağlıdır.<sup>9</sup> Dolayısıyla finansal piyasalarda derinlik sağlandığı sürece piyasaların ekonominin büyümesi yani yatırımların finansmanında kullanılacak olan tasarruf stokunu piyasalara aktarma şansı da o oranda artacaktır. Bu durumda aslında uzun vadede ekonomik büyümenin önemli bir ögesinin yerine getirilmesi anlamını taşımaktadır. Finansal piyasalarda derinleşme düzeyinin artması da volatilitiyi azaltan unsurlardan birisidir. Volatilite riski taşıyan piyasalarda genellikle kısa süreli fonlara yatırım yapılacağından fonların aslında büyümenin katalizörü olan uzun vadeli yatırım sahalarına aktarılması da güçleşmektedir. Ayrıca piyasanın kendi içinde bulunduğu durum fiyat

<sup>8</sup> Şenol BABUŞÇU, Kamil SERTOĞLU, "Türk Bankacılık Sektörünün Piyasa Yapısının Analizi", 9. Ulusal Finans Sempozyumu, Yayınlanmış Bildiri, Nevşehir 2005, s.50

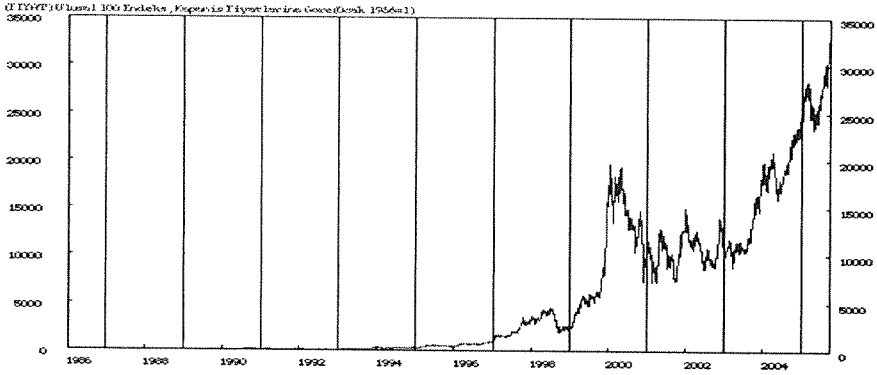
<sup>9</sup> Tezer ÖCAL, Ömer Faruk ÇOLAK, "Finansal Sistem ve Bankalar", Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 1999, s.272



oyunluğunu belirlerken, piyasadaki kaos, gürültücü işlemlerin varlığı ve belirsizlik durumu fiyat oynaklığını desteklemektedir. Finansal varlıkların fiyatı değiştiğinde bu durum menkul kıymetlerin gerçek değerini yansıtmamalarına neden olacak ve fiyatlar aslında olması gereken şekilde gerçekleşmeyecektir. Bilinmektedir ki özellikle tam rekabetçi piyasalarda piyasadaki fonların aktarımın yerine getiren mekanizma hiç şüphesiz fiyat mekanizmasıdır. Özellikle fiyat mekanizmasının işlerliğini bozan volatil bir yapı kuşkusuz yatırım kararlarında portföy sahiplerinin yanılgıya düşmelerine fonların yanlış yerlerde değerlendirilmesine ve dolayısıyla genel olarak da ekonomik etkinlikten uzaklaşılmasına neden olacaktır.

Aşağıda yer alan grafikte İMKB Ulusal 100 Endeksine ait trend 1996 yılı ve kapanış fiyatları baz alınarak incelenmiştir. Grafikten de anlaşılacağı gibi özellikle finansal istikrardan uzaklaşan 2000 ve 2001 kriz yıllarında endeksin volatilitésinin oldukça yüksek olduğu izlenmektedir. Bu durumun büyüme trendine de yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı negatif bir biçimde yansması beklenmektedir.

**Grafik 2.** 1996 fiyatlarıyla İMKB Ulusal 100 Endeksine Ait Kapanış Fiyatları



**Kaynak.**TCMB EVDS

## B) FİNANSAL PİYASALARDA FİYAT BALONLARI

Finansal piyasalarda gerçekleşen fiyat balonları ise genel olarak menkul kıymetlerin olması gereken değer üzerinde aşırı değerlendirilmesi olarak ifade edilebilir. Bu durumda menkul kıymetler gerçek değerlerini yansıtmayacaklarından ve zaman içinde varolan balonların patlaması sonucu menkul kıymet gerçek değerine döndüğünde finansal piyasalar bu süreçten negatif etkilenenektir. Fiyat balonlarının ortadan kalması durumunda finansal piyasalarda bu etki istikrarsız bir yapı şeklinde yaşanacaktır. Finansal sistemin istikrarlı bir yapıya ulaşması için sadece uygulanan makro ekonomik politikalar önemli değildir. Ayrıca bireysel olarak davranışlar ve finansal kurumların tüm davranışları da bu yapıda önemli etki alanına sahiptir. Bu düşünceden yola çıkılarak sistemde düzenleyici ve yönetici pozisyonunda yer alan diğer tüm otoritelere önemli görevler düşmektedir. Finansal sistemde bu görevi yerine getiren otoritelerin başında merkez bankası gelmektedir. Merkez bankasının belirlenen en iyi para politikasının fiyatların uzun dönemde istikrarlı kalmasını sağlayarak sürdürülebilir büyümeyi sağlamaktır.<sup>10</sup>

## III. FİNANSAL PİYASALARDA KIRILGANLIK

Finansal kırılma, gerek finansal sistemi kendi içinde bulunduğu istikrarsız yapı nedeniyle ve gerekse ulusal ve uluslararası arenada yaşanan konjonktürel krizler nedeniyle şoklara daha da açık hale gelmesi olarak ifade edilebilmektedir. Örneğin piyasa fiyatlarında meydana gelen bir volatilite durumu kırılma yüksek piyasalarda spekülasyon alımları ya da satışların hızla artması şeklinde bir trendin gelişmesine neden olabilmektedir. Rasyonel yatırımlar kararlarından uzaklaşılması sonucu ortaya çıkmaktadır. Finansal istikrarsızlık olarak ifade edilen ve istikrarsızlık durumunun en uç noktası ise finansal krizlerdir.

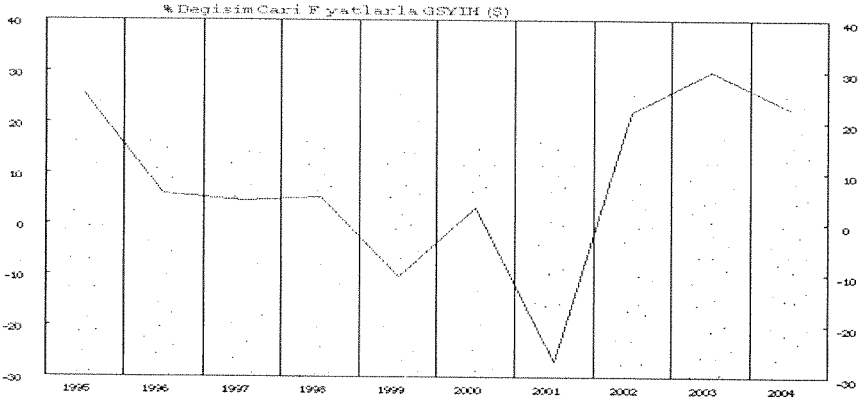
---

<sup>10</sup> Shigenomi SHIRATSUKA, *Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy; Based On Japon's Experience of The Asset Price Bubble*, (<http://www.bis.org/publ/bispap01/pdf>, s.261, 12 Mart 2002 Tarihli İnternet Sayfası), s. 262

## A) FİNANSAL KIRILGANLIK VE KRİZLER

Ekonomilerde finansal kırılmanın arttığı dönemlerde finansal kriz görülme olasılığı da artmaktadır. Kriz, döviz ve hisse senedi piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak kabul edilebilir. Bu sorunlar ekonomide bir bankacılık krizine veya likidite krizine veya döviz krizine dönüşebilmektedir. Ekonomide enflasyonist süreç yaşanıyorsa bu durumda döviz krizinde korunmak amacıyla makul düzeyin çok üzerinde faiz oranları verilerek ekonomideki nakit ikamesi olgusunun kırılması mücadelesi verilebilir bunun en ağır faturası ise spekülasyon yatırım şansının olduğu kriz dönemlerinde oldukça düşük büyüme rakamlarının elde edilmesidir. Aşağıda yer alan grafikte de özellikle Türkiye’de 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin büyüme rakamlarını olumsuz etkilediği ve büyüme rakamlarının negatif seviyelere düştüğü izlenmektedir.

**Grafik 3** Cari Fiyatlarla GSYİH

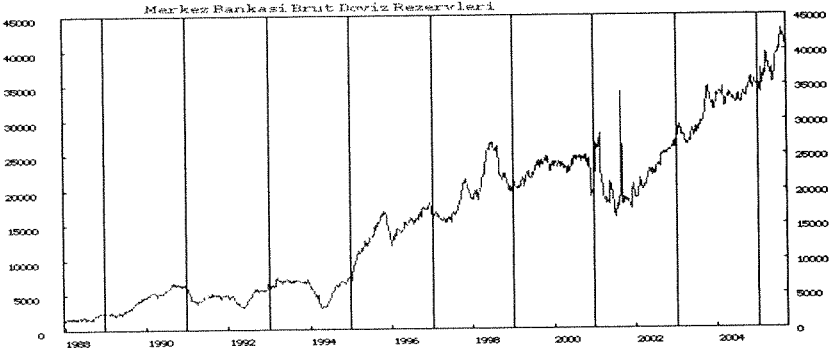


**Kaynak:** TCMB EVDS

Aynı şekilde kriz önemlerinde krizle mücadelede aktif para politikası yönetmekle yükümlü merkez bankası ulusal para kurunun aşırı değer kaybını korumak amacıyla piyasaya döviz satışı yönünde müdahale etmek durumunda olduğunda bu dönemlerde merkez bankasının döviz rezervlerinde de oldukça büyük bir azalma olması beklenen bir etkidir.

Böyle bir durum ise olası gelecek kriz durumları için merkez bankasının piyasaya müdahale etme ihtimalini de azaltmaktadır. MB'sının böylesi bir durumla karşı karşıya kalması ise aktif politika yapma etkinliğini azaltıcı bir rol oynamaktadır. Aşağıdaki grafikte merkez bankasının sahip olduğu brüt döviz rezervlerindeki azalmanın kriz yılları olarak ifade edilen 1994, 2000 ve 2001 de ulaştıkları seviyeler gösterilmektedir. Grafikte de görüldüğü gibi kriz dönemlerinde MB'sının brüt döviz rezervleri oldukça azalmıştır.

**Grafik 4** Merkez Bankasına Ait Brüt Döviz Rezervleri (milyon dolar)



**Kaynak:** TCMB EVDS

Merkez bankasına ait brüt rezervlerin azalması sadece merkez bankasının aktif para politikasına sınırlamalar getirmesi ve güçleştirilmesi anlamı taşımaz aynı zamanda ekonomide geleceğe ait beklentilerin oluşmasında olumsuz yargıların gelişmesine ne regresif beklentilerin gerçekleşmesine neden olarak, ekonomik sistem içinde vadelerin kısılmasına, faizlerin artmasına ve kısa süreli portföy yatırımlarına yönelmesine neden olacaktır. Böylesi kısa vadeli hareketlerin ise ekonomiyi belirsizlik ortamına taşıması beklenen sonuçlardan birisidir.

## B) FİNANSAL PİYASALARDA BELİRSİZLİK

Belirsizlik dolaylı olarak piyasalarda etkinsizlik oluşturan bir durumdur. Etkin olmayan bir yapı ise sistemi kırılabilirlik durumuna daha da yakınlaştırmaktadır. Belirsizlik, özellikle menkul kıymetler piyasasında fiyatların gerçek değerini yansıtmaması durumu, vadelerin kısaltması ve piyasada paylaşılan bilgilerin simetrik olmaması nedeniyle gerçekleşebilmektedir. Bu nedenlerden dolayı belirsizlik altında etkili karar almaya ilişkin çeşitli teori ve modeller geliştirilmiştir.<sup>11</sup> Bu modeller içinde ilk olarak belirsizlik konusuna açıklık getiren 1944’ de Von Neumann , 1947’ de Morgenstern tarafından formülize edilen ve 1738’de Bernoulli’ nin temellerini atmış olduğu “Beklenen Fayda Teorisidir.”<sup>12</sup>Beklenen fayda teoremi, belirsizlik altında seçim yapma konusuna ilişkindir. Finansal piyasalarda çeşitli nedenlerle etkinsizlik durumu oluşturan öğelerin yanında belirsizliğinde incelenmesinin nedeni piyasada yer alan bireylerin belirsizlik ortamında alacakları kararın, piyasadaki kaynakları istedikleri biçimde, olması gerekenin dışında değerlendireceklerinden böyle bir kaynak dağılımı ise piyasanın etkinlikten uzaklaşması anlamına gelmektedir. Piyasada gelecekte piyasalarda varolabilecek durumlara ilişkin belirsizlik taşıyan bir bireyin o an için tüm yatırım kararlarını ertelemesi ve ihtiyati amaçlı olarak para talebini arttırması beklenen bir durumdur. Bu nedenle piyasanın yatırım ve harcamalar açısından durgunlaşmasını, talepte azalmayı ve yatırım harcamalarının düşmesini beklemek yanlış bir öngörü olmayacaktır. Bu durumun uzun vadede bireylerin sosyal yaşantılarına yansımalarına da görmek mümkündür. Belirsizlik nedeniyle alınacak kararlarda tereddüt kişinin kendine olan özgüvenini sorgulamasına ve yatırım faaliyetlerini gerçekleştirecek olan “girişimci” ruhunun var olmamasına kadar uzanan olumsuz etkilere neden olacaktır.

Ekonomide belirsizlik ortamının ortadan kalkması için ekonomik büyümenin sürdürülebilir hale gelmesi ve piyasalarda manipülasyonun, resesyonun ya da fiyat balonlarının oluşmasını sağlayacak yönde güçlü beklentilere neden olan “asimetrik bilginin” giderilmesi gerekmektedir.

<sup>11</sup> Kemal YILDIRIM, *Mikro Ekonomik Analiz*, (Yüksek lisans Cilt II, TC: Anadolu üniversitesi Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı yayınları, No:149, Eskişehir), s. 218

<sup>12</sup> J:L: FORD, “*Economic Choice Under Uncertainty*”, (Edward Elgard Publishing Ltd, İngiltere 1987), s.1

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal piyasaların istikrarlı bir yapı sergilemesinin ekonomik büyüme açısından olumlu sonuçlar vereceği beklenir bir sonuçtur. Ancak ekonomik büyüme ile finansal piyasalar arasındaki etki kanalları olarak hangi değişkenlerin olabileceği ve bu değişkenlerdeki değişmelerin nasıl piyasalara yansıtacağı ise bu çalışmanın asıl amacını oluşturmuştur. Seçilen parametrik değişkenler faiz oranları, volatilité ve fiyat balonları ve finansal kırılma olarak belirlenmiş ve finansal stabilite bu değişkenlere bağlı olarak ekonomik büyüme değerlendirilmiştir. Her değişkendeki istikrarsızlık durumunun büyümeyi negatif etkilediğini söylemek doğru bir yaklaşım olacaktır. Finansal piyasalar risklerin kolayca (contagion effect) bulaşma etkisi yoluyla tüm katılımcılara yansıdığı yerler olarak daha da önem arz etmektedir. Uzun süre meydana gelen bir istikrarsızlığın bir krize dönüşmesi durumunda uygulanan para politikası araçları da sistemin kurtarmak için yeterli olmamaktadır. Merkez bankası bu durumda etkili para politikası uygulayamamakta ya da zorlanmakta veya uygulanan para politikalarının ülkeye maliyeti yaratacağı etkiden daha fazla olabilmektedir.

Bu nedenlerden dolayı ülkelerin uzun vade de sürdürülebilir kalkınma ve büyümeyi gerçekleştirebilmek için sermayenin artan hareketi ile gerek ulusal ve gerekse uluslararası risklere daha açık hale gelen finansal sistemlerinde istikrarı sağlamaları gerekmektedir.

Bunun için finansal sistemi, doğrudan veya dolaylı olarak düzenleyen ve denetleyen kurumların düzenleme ve denetleme fonksiyonlarını doğru bir biçimde yerine getirmeleri finansal sistemde istikrar arayışlarına önemli bir katkı sağlayacaktır. Ancak böylece sistem, risklere daha dayanıklı ve kendi asıl amacı olan fon transferi işlevini daha iyi yerine getirecek ve sonuç olarak da beklenen büyüme gerçekleşecektir.

## KAYNAKÇA

- AYDIN Faruk M, “Türkiye’de Kamu Kesimi Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri” TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No.13, 2002
- BABUŞÇU Şenol, Sertoğlu Kamil, “Türk Bankacılık Sektörünün Piyasa Yapısının Analizi”, 9. Ulusal Finans Sempozyumu, Yayınlanmış Bildiri, Nevşehir 2005
- FORD J.L, “*Economic Choice Under Uncertainty*”, (Edward Elgard Publishing Ltd, İngiltere 1987)
- FRY Maxwell, “*Money, Interest and Banking In Economic Development*”, The Johns Hopkins Universty Pres, London 1988,
- MISHKIN Frederic S., “*The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*”, The Addison –Wesley Series In Economics, USA .2001
- NEFTÇİ Salih, “*Volatilite Düşüyor mu?*”, Hürriyet, (2 Kasım 1998)
- ÖCAL Tezer, ÇOLAK Ömer Faruk, “*Finansal Sistem ve Bankalar*”, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 1999
- PARASIZ İlker “*Finansal Makro Ekonomi*”, Ezgi Kitap Evi Yayınları Bursa 2003
- SHIRATSUKA Shigenomi, “*Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy; Based On Japon’s Exerince of The Asset Price Bubble*” , (<http://www.bis.org/publ/bispap01/pdf>, (Mart 2002 Tarihli İnternet Sayfası )

