

T.C.  
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

FINANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ VE İKTİSAT  
POLİTİKASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN  
BÜŞRA DOĞAN

TEZ DANIŞMANI  
PROF. DR. İBRAHİM KANYILMAZ

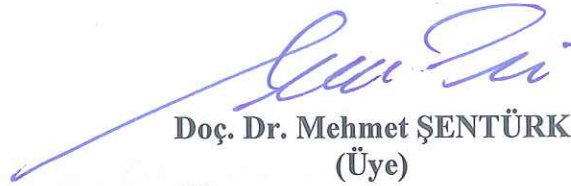
GAZİANTEP – 2017

## KABUL VE ONAY

Büşra DOĞAN tarafından hazırlanan “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve İktisat Politikası: Türkiye Örneği” başlıklı bu çalışma 23/01/2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucu başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

  
Prof. Dr. İbrahim KANYILMAZ  
(Başkan)

  
Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN  
(Üye)

  
Doç. Dr. Mehmet ŞENTÜRK  
(Üye)

**Onay**

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum. 23.01.2017

**Doç. Dr. Mazlum ÇELİK**  
Enstitü Müdürü

## TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve İktisat Politikası: Türkiye Örneği**” başlıklı çalışmanın tarafımda, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu ve bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve onurumla doğrularım.

**Büşra Doğan**



## ÖNSÖZ

Küreselleşmeden kaynaklanan değişkenlik, sermaye hareketlerinin yoğunluğu ve faiz oranları gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında olumsuz etki yaratmaktadır. Beraberinde getirdiği finansal kırılganlık ise ekonomik krizlere neden olmaktadır. Günümüz ekonomilerinde yaşanan istikrarsızlık sorunlarının açıklanmasında dışsal ve içsel konjonktürün önemli yardımı olmuştur. İstikrarsızlık sorununun en temel sebebi; finansal sistemden dolayı yatırımcıların büyük miktarda borçlanarak yatırım yapmalarıdır. Günümüzde yaşanan krizlerin temel nedeni yapılan yatırımların sebep olduğu daralmalardır. Finansal istikrarsızlık hipotezi Türkiye ekonomisinde ki krizleri belirli bir ölçüde açıklamaktadır.

Finansal istikrarsızlık hipotezi ve uygulanması gereken iktisat politikalarını incelediğim bu çalışmada, yüksek lisans eğitimim boyunca yol göstericim olan danışman hocam Prof. Dr. İbrahim Kanyılmaz'a, hayatım boyunca maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen annem Leyla, babam Hayati ve kardeşim İrem Doğan'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Gaziantep, 2017

Büşra Doğan



## ÖZET

Bu çalışmada öncelikle finansal istikrarsızlık hipotezi, finansal kırılganlık ve risk üzerinde durulmuştur. Finansal istikrarsızlığı oluşturan koşullar ve istikrarsızlığın nedenleri incelendikten sonra konjonktür kuramlarının gelişimi ve konjonktürel dalgalanmalar sınıflandırılarak ele alınmıştır. Daha sonra detaylı bir şekilde finansal kriz kuramları ve finansal istikrarsızlığın kaynağını oluşturan koşullar incelenmiştir. İkinci bölümde finansal istikrarsızlık hipotezi ve iktisat politikalarına değinilmiştir. İktisat politikalarında istikrarsızlığın çözülmesi için büyük devlet, istihdam ve sanayi politikalarını son olarak da finansal sisteme yönelik düzenlemeleri içeren geniş kapsamlı bir reform programı hazırlanmalıdır. Rekabet ile istikrar ilişkisi ele alınmış ve rekabetin yarattığı olumsuz etkiler incelenmiştir. Finansal istikrarsızlık krizlerinin çözümü olan Tobin vergisinin olumlu ve olumsuz yanlarının üzerinde durulmuştur. Son olarak finansal istikrarsızlık hipotezinin Türkiye’de olan geçerliliği 1970-2015 yılları için ele alınmıştır. Minsky’nin hipotezinde savunduğu değerlerin Türkiye ekonomisi içinde geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal istikrarsızlık hipotezi, finansal kırılganlık, Minsky, Tobin vergisi, Var analizi, Granger nedensellik.

## ABSTRACT

First of all, this descriptive study emphasizes the financial instability hypothesis, financial fragility and risk. After examining the conditions and causes of financial instability, the evolution of conjuncture theories and cyclical fluctuations are categorized. Then, the financial crisis theories and the conditions generated the primary reason of financial instability are examined in details. In the second chapter, the financial instability hypothesis and economic policies are mentioned. In order to resolve instability in economic policies, a comprehensive reform program must be drawn up, including major government, employment and industrial policies, and finally regulatory arrangements for the financial system. The study examines the relation between competition and stability and analyzes the adverse effects created by competition. The positive and negative sides of the Tobin tax, which is the solution of the financial instability crises, are emphasized. Finally, the validity of the financial instability hypothesis in Turkey is taken as for 1970-2015. It's inferred that the values espoused in Minsky's hypothesis are valid for the Turkish economy as well.

**Key words:** Financial instability hypothesis, Financial fragility, Minsky, Tobin tax, VAR analysis, Granger causality.

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖZET	iv
TABLO LİSTESİ	ix
ŞEKİL LİSTESİ	x
GİRİŞ	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

1.Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	4
1.1.Finansal İstikrar	4
1.2.Finansal Kırılganlık ve Risk	5
1.3.Finansal İstikrarsızlığı Oluşturan Koşullar Ve İstikrarsızlığın Etkileri	6
2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Tarihsel Gelişimi	7
2.1. Konjonktür Kuramlarının Gelişimi ve Konjonktürel Dalgalanmalar	7
2.2.Fisher'in Borç-Deflasyon Kuramı	8
2.3. Marx'ın İkili Fiyat Düzeyi Analizi	9
2.4.Keynes'te Yatırım-Finansman Analizi	9
2.5.Kalecki'nin Risk Prensibi	10
2.6.Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	10
3.Finansal Kriz Kuramları ve Finansal İstikrarsızlığın Kaynağı	17
3.1.Parasalıcı Yaklaşım	17
3.2.Borç Yaklaşımı	19
3.3.Belirsizlik Yaklaşımı	19
3.4.Asimetrik Bilgi Yaklaşımı	20
3.5.Kredi Tayınlaması Yaklaşımı	22
3.6.Bankacılık Panikleri Yaklaşımı	23
3.7.Felaket Miyopluğu	24
3.8. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller	24
3.8.1.Birinci Kuşak Kriz Modelleri(Spekülatif Atak Modelleri)	24
3.8.2.İkinci Kuşak Kriz Modelleri	26
3.8.3.Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri(Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli)	28

### İKİNCİ BÖLÜM

#### FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ VE İKTİSAT POLİTİKASI

4.Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve İktisat Politikası İlişkisi	30
4.1.Finansal İstikrarsızlığın Ölçülmesi	30
4.2.Finansal Liberalizasyon ile Finansal İstikrarsızlık İlişkisi	31
4.3.Finansal İstikrarsızlık ve İktisat Politikası	36
4.3.1.Para Politikası ve Para Arzının İçselliği	36



4.3.2.Enflasyon	41
4.3.3.Bankacılık Sistemi	42
4.3.4.Maliye Politikası	44
4.4.İktisat Politikaları	45
4.4.1.Büyük Devlet	46
4.4.2.Tam İstihdam Stratejisi	46
4.4.3.Finansal Reform	47
4.4.4.Sanayi Politikası	48
5.Rekabet ve İstikrar İlişkisi	49
5.1.Rekabet-Kırılganlık Hipotezleri	50
5.2. Rekabet-İstikrar Hipotezleri	52
5.3.Rekabetin Yarattığı Olumsuz Etkiler	56
5.3.1.Asimetrik bilgi	56
5.3.2.Marka Değeri	57
6.Tobin Vergisi ve Uluslararası Finansal Sistemi	58
6.1.Tobin Vergisi	58
6.1.1.Tobin Vergisinin Olumlu Etkileri	61
6.1.2.Tobin Vergisinin Olumsuz Etkileri	61
6.2.Krizlerin Önlenmesi Açısından Tobin Vergisi Önerisi	63
6.3.Tobin Vergisinin Ekonomik Belirsizlikleri Azaltması	64

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

7. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi: Türkiye Örneği	65
7.1.Türkiye’de Finansal Sistemin Tarihsel Gelişimi	65
7.1.1. 1980 Öncesi Türkiye	65
7.1.2. 1980 Sonrası Türkiye	68
7.2.Finansal İstikrarsızlık Raporları	74
7.3.Türkiye’de Finansal İstikrarsızlığın Test Edilmesi	78
7.3.1. Literatür Taraması	78
7.3.2. Veri ve Metodoloji	81
7.3.2.1. Birim Kök Testleri	81
7.3.2.1.1. ADF Birim Kök Testi	82
7.3.2.1.2. PP Birim Kök Testi	82
7.3.2.2. Vektör Otoregresif (VAR) Modeli	83
7.3.2.3.Granger Nedensellik Analizi	83
7.3.3.Ampirik Bulgular	84
7.3.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları	84
7.3.3.2. VAR Modeli	85
7.3.3.2.1. Etki – Tepki Analizi Sonuçları	85

7.3.3.2.2. Varyans Ayrıştırması Sonuçları	86
7.3.3.3. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları	87
<b>SONUÇ</b>	89
<b>KAYNAKÇA</b>	93
<b>EKLER</b>	106



## TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa No.
<b>Tablo 1.</b> Finansal Krizlerde Olayların Sıralanması	22
<b>Tablo 2.</b> Birinci Kuşak Kriz Modellerinde Krizin Oluşum Süreci	25
<b>Tablo 3.</b> Liberalizasyon Sıralaması	35
<b>Tablo 4.</b> Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesinde Kullanılan Araçlar	40
<b>Tablo 5.</b> Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (1980-1989)	70
<b>Tablo 6.</b> Bankacılık Sektörü Yoğunlaşma Oranları	72
<b>Tablo 7.</b> Finansal İstikrar Raporları için "CCC" Çerçeve Tasarısı	76
<b>Tablo 8.</b> Finansal İstikrar Analizlerinde Kullanılan Göstergeler	79
<b>Tablo 9.</b> Tanımlayıcı İstatistikler	84
<b>Tablo 10.</b> Genişletilmiş ADF Ve PP Birim Kök Testi Sonuçları	85
<b>Tablo 11.</b> Granger Nedensellik Analizi Sonuçları	88

## ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No.
<b>Şekil 1.</b> Minsky'nin Yatırım Fonksiyonu	13
<b>Şekil 2.</b> Spahn'ın Ek Vergi Mekanizması	60
<b>Şekil 3.</b> Makro-Öngörü Analizi Çerçevesi	78
<b>Şekil 4.</b> Var modeli Etki-Tepki Analizi Sonuçları	86

## GİRİŞ

*“Finansal istikrarsızlık finansal çevrim olarak tanımlanabilecek bir durumu ifade etmektedir. Standart bir finansal çevrimde, finansal dengesizliklerin biriktirildiği oldukça iyi görünen ekonomik koşulların eşlik ettiği bir aşırı genişleme safhası vardır. Bu safha, teknolojik yenilikler, reform uygulamaları veya sorunlu beklentilerin temelini oluşturan diğer faktörlere bağlı olarak ortaya çıkan olumlu ekonomik olasılıklar tarafından tetiklenir. Bu aşamada, varlık fiyatları yükselir ve bu yükseliş hızlı kredi artışını hem besler hem de ondan beslenir. Her türlü dışsal finansmana erişim oldukça kolay hale gelir. Kısmen olumlu varlık fiyat gelişmeleri tarafından gizlenen kaldıraç oranı, bilançolarda birikmeye başlar. Bu gelişmeler reel harcama kararlarını ve yatırımları olumsuz yönde etkiler.” (Crocckett, 2002, 982)*

En basit tanım olarak istikrarsızlık olgusu ekonomik göstergelerdeki önemli dalgalanmaları ifade etmektedir. Ekonomik birimlerin davranışları fiyatların değişiminde ciddi bir etkiye sahiptir. Örneğin kredi piyasalarındaki arz ve talebe bağlı beklentiler ve beklentilerin neden olduğu davranışlar fiyatların değişimine neden olmaktadır. Ekonomik birimlerinin rasyonellikten uzaklaştığı, beklentilerin hızla değiştiği durumlarda meydana gelen fiyat dalgalanmaları, finansal sisteme zarar veren bir büyüklüğe ulaşılabilir. Bu duruma istikrarsızlık süreci denir. Bu süreçte kredi maliyetlerindeki artışlar yatırımlar üzerinde azaltıcı bir baskı yaratır. Kötümser beklentilerin artması, borçların artması, ekonomik birimlerin bilançolarının bozulması gibi sorunlar ekonomik yapıya önemli hasarlar verebilmektedir. Bu yüzden finansal istikrarsızlık sorunu üzerinde durulması gereken bir husustur.

Finansal istikrarsızlık sorununu çözebilmek için ekonomi politikaları Merkez Bankası ve hükümet tarafından dikkatle değerlendirilmelidir. Chant (2003) finansal istikrarsızlık sorununun önlenmesi için üç farklı politikadan bahsetmektedir. Bunlar; önleyici politikalar, ket vurucu politikalar ve son olarak tedavi edici politikalar. Önleyici politikalar finansal istikrarsızlık sorununun yaşanma olasılığını azaltmak veya yaşandığında oluşacak olan zararı en aza indirerek istikrarsızlığın potansiyel maliyetlerini düşürmektedir. Ket vurucu politikalar ise, finansal istikrarsızlık sorunu ortaya çıkarken, istikrarsızlığın şiddetini kontrol altına alarak



ortadan kaldıracak önlemleri içermektedir. Son olarak iyileştirici önlemler ise kriz sonrası maliyetleri en aza indirmek için kullanılmaktadır.

Finansal istikrarsızlık sorunu ile iktisat politikaları arasında ciddi bir bağlantı vardır. Örneğindaraltıcı para politikasının faizler üzerindeki baskısından dolayı finansal istikrarsızlık üzerinde önemli etkisi vardır. Faizler yükseldiğinde finansal varlık fiyatları düştüğü için teminat değerleri azalır. Dolayısıyla kredi piyasalarında daralmalar meydana gelir. Gevşek bir para politikası ise, faiz oranlarını düşürür ve enflasyonun yükselmesine neden olur. Ayrıca maliye politikasının da finansal piyasalar üzerinde etkisi bulunmaktadır. Örneğin finansal varlıklardan alınan vergi oranlarının artırılması finansal işlemlerin maliyetini artırır. Veya bütçe açıkları reel faiz oranlarını arttırdığı kadar finansal istikrarsızlığı da arttıracaktır. Ayrıca, Gavin ve Hausmann (1999) yanlış maliye politikasının kırılganlığı arttırdığını ve istikrarsızlığa sebep olduğunu söylemiştir. En belirgin sorun ise ödeme sıkıntısıdır.

Bu sebeplerden anlaşılacağı üzere finansal istikrarsızlık sorunu dikkatlice değerlendirilmesi gereken bir konudur. Bu yüzden bu çalışmada öncelikle finansal istikrarsızlık sorunu detaylı bir şekilde açıklanmış ve iktisat politikaları ile arasındaki ilişki ele alınmıştır. Minsky'nin parasal ve mali şokların finansal istikrarsızlığı arttırdığını belirten hipotez test edilmiştir. Bu doğrultuda birinci bölümde finansal istikrarsızlık sorunu detaylı bir şekilde incelenmiştir. Finansal istikrarsızlık sorununun nedenleri üzerinde durulmuştur. Finansal istikrarsızlık hipotezinin tarihsel gelişiminin başlangıcı sayılan konjonktür kuramlarının gelişimi ve konjonktürel dalgalanmalar ele alındıktan sonra sırasıyla Fisher'in borç-deflasyon kuramı, Marx'ın ikili fiyat düzeyi analizi, Keynes'inyatırım-finansman analizi, Kalecki'nin risk prensibi incelenmiş son olarak da Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, bu hipoteze katkı ve eleştiriler ele alınmıştır. Finansal istikrarsızlık sorunu ile ilgili analizlerin temelinde ki düşünceler şunlardır: parasal değişkenlerde ki değişikliklerin neden olduğu finansal istikrarsızlık sürecini dile getiren parasalcı yaklaşım, finansal istikrarsızlığı kapitalist ekonominin yapısal bir sorunu olarak gören düşünce ve son olarak finansal piyasalardaki bilgi akışına vurgu yapan asimetrik bilgi yaklaşımıdır. Bu bakış açıları birbirinden net çizgilerle ayrılmamakla beraber istikrarsızlığın gelişim sürecinde zaman zaman benzer açıklamalar yapmışlardır.

İkinci bölümde Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin ekonominin kurumsal yapısı ile bağlantısı değerlendirilmiştir. Bu bağlantının değerlendirilmesi iktisat politikaları açısından önemli bir yere sahiptir. Çünkü finansal kırılganlık hipotezinin küresel boyutta geçerli olduğunu ileri süren düşünce iktisat politikalarının da bu boyutta düşünülmeğe başlanmasını gerektirmektedir. Finansal istikrarsızlık hipotezi ve iktisat politikası ilişkisinin

daha iyi anlaşılması için önce finansal liberalizasyon ile finansal istikrarsızlık arasındaki ilişki ele alınmış daha sonra para politikası ile para arzının içselliği ve rekabet ve istikrar ilişkisi incelenmiştir. Son olarak Minsky, finansal istikrarsızlık sorununa çözüm olarak önerdiği için detaylı bir şekilde Tobin vergisi ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde ise öncelikle Türkiye’de finansal sistemin tarihsel gelişimine sonrasında finansal istikrarsızlık raporlarına değinilmiştir. Minsky’nin ileri sürdüğü gibi finansal sistemin ekonomik büyüme ya da daralma üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmış, hipotezde ekonomik faaliyet düzeyinde etkisi olduğunu savunan bütçe açığı ve reel faiz oranlarının da etkileri test edilmiştir. Türkiye ekonomisinde özel kesim banka kredileri ile büyüme arasında ne boyutta bir ilişki olduğu araştırılmıştır. Finansal istikrarsızlık sorunu ile iktisat politikaları arasındaki etkileşimleri analiz etmek amacı ile VAR analizi ve granger nedensellik analizi yapılmıştır. Para ve maliye politikası araç değişkenleri ile istikrarsızlık değişkenleri arasındaki ilişkiler üzerinde durulmaktadır. Sonuç olarak Minsky’nin hipotezinde savunduğu değerlerin Türkiye ekonomisi için de geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.



## 1.BÖLÜM

### 1. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK

#### 1.1. Finansal İstikrar

"Finansal sistemin istikrarını, reel ekonomi üzerinde ciddi kayıplara neden olabilecek finansal sistem yetersizliklerini ve rahatsızlıklarını gidermek veya bunlardan kaçınmak olarak tanımlamak mümkündür. Bu rahatsızlıklar ve olumsuzluklar finansal kuruluşların kendilerinden kaynaklanabildiği gibi, finansal piyasalardaki genel koşullardan da kaynaklanabilmektedir." (İpeker, 2002:17).

Uluslararası denkleştirmeler bankasının birimi olan "10'lar Grubu"nun hazırladığı bir raporda (Group of Ten, 1997) finansal istikrarın iki temel faktörler kümesine dayandığı belirtilmektedir. İlk faktör, reel ekonomiye ait makroekonomik ve yapısal koşullardır ve finansal sistemin işleyişinde bazı etkilere sahiptirler. İkincisi ise finansal sistem sağlamlığıdır. Reel ekonomik koşullar, bazı hedefler karşılandıkça finansal istikrara katkıda bulunurlar. Bu hedeflerden birincisi, varlık fiyatları ile kaynak tahsisi ve reel faaliyetteki dalgalanmaları minimuma indirerek olabildiğince tahmin edilebilirliğin sağlanmasıdır. İkinci hedef yatırım kaynaklarının zamanla sektörler arasında sosyal etkinliği sağlayacak biçimde dağıtılmasını temin edecek güdülerin oluşturulmasıdır. Bu rapora göre sağlam finansal sistemlerin üç ana niteliği bulunmaktadır. Birincisi elastikiyet; ekonomik sorunlar karşısında piyasalar işlevlerine devam eder. İkincisi esnekliktir; sağlam bir sistem finans dağılımı fonksiyonunu ekonomik temellerle uyumlu bir biçimde etkin olarak yerine getirmeyi sürdürür. Üçüncüsü sistemin kendisi büyük finansal şokları yaratmaz ve dışsal şokları büyütmez.

Kapitalist sistemdeki istikrarsızlığın kaynağının finans olduğu düşünülmektedir. Sebebi iktisadi faaliyetlerin temelinde özellikle üretim ve pazarlama aşamasından önce finans vardır. Finans olgusu iki temel unsura sahiptir: beklenen getiri ve finansal kaynakların tedarikidir. Bu düşünceden hareketle kapitalist sistemin istikrarsızlığını savunan görüşe finansal istikrarsızlık teorisi denir (Kinleberger, 1989:18).

Finansal istikrarsızlığın yaşanması için gereken ön şartlar şunlardır: Bir finansal varlıkta spekülasyona yol açan herhangi bir yeniliğin ortaya çıkması spekülatif heyecan için temel bir sebeptir. Bu varlığın likit halinde alınıp satılması spekülasyonun yayılmasına yardımcı olur. Sonuçta yoğun spekülatif bir dönemin ortaya çıkmasına yol açacak ortamı

iki temel neden oluşturur. Birincisi bir yenilik, ikincisi ise kar beklentileridir (Spotton, 1997:179)

## 1.2. Finansal Kırılganlık ve Risk

Francis (2003: 15)'e göre finansal kırılganlık, finansal sistemin yatırımları finanse etme becerisinin yenilgiye uğrama derecesiyle ilgili bir problemdir. Kırılganlığın iki önemli özelliği vardır; finansal sistemin sağlamlığı ve sistemin yatırımı finanse etme yeteneği. Bu iki özellik birbirlerini etkiler. Sağlıklı işleyen bir sistemde yatırımların finansmanı da etkin bir düzeyde sağlanmış olacaktır.

Schinasi (2003: 5)'e göre sistemik risk, finansal sistemin önemli bir kısmında ekonomik değer veya güven kaybını tetikleyecek bir olayın ortaya çıkma durumudur. Sistemik riske yönelik olaylar, beklenmedik anlarda olabilecekleri gibi zaman içinde uygun politika seçeneklerinin ortaya konulmadığı durumlarda da ortaya çıkabilirler. Sistemik olaylar, finansal sistemi ve ekonominin genelini etkileyebilme özelliğine sahip bir çok olgusudur. Sistemik risk ve sistematik olay finansal sistemi doğrudan etkileyen ve ekonominin geneline yayılan bir niteliğe sahiptirler.

De Bant ve Hartman (2000: 10) sistemik riskin oluşmasını sağlayan durumları üç ana başlık altında tanımlamaktadır; 1) finansal kurumların ödeme yoluyla birbirleriyle bağlantısı, 2) bankaların yapısı, 3) finansal sözleşmelerde bilginin önemi ve buna ilişkin güvenilirlik sorunları. Bankaların varlıklarıyla kaynakları arasındaki vade uyumsuzluğu, kısmi rezerv bulundurma özellikleri, müşterilerin güvensizliği dolayısıyla da bankaya hücum koşulları bankalar tarafından likidite sorunları ortaya çıkarır. Bu ilişkilerin, ekonomik ödemeler sistemindeki ağırlığı nedeniyle, bir bankanın zayıf durumda bulunması diğerlerini de olumsuz yönde etkileyebilir. Finansal sözleşmelerdeki bilgi birikimi finansal kararların alınmasında önemli bir yere sahiptir. Bu üç özellik finansal sistemlerin sistemik riske duyarlılığının temel nedenleri olarak görülmektedir.

Bir ekonomide finansal kırılganlığa yol açan süreci açıklamak için geçmişte bir kriz yaşamış, ancak şimdi finansal olarak sağlıklı bir dönem yaşamakta olan bir ekonomi ele alınacaktır (Bell-ofiore, Feri 2000: 16). Bu ekonomide kriz sonrasında düşen faiz oranları sonucunda, firmaların daha önce kısa vadeli borçlarından oluşan finansal yapıları, uzun vadeli borçlar ve hisse senetlerinden oluşan bir yapıya dönüşmüştür. Aynı zamanda bütçe açıkları nedeniyle, bankaların ve diğer kurumların portföylerinde devlet tahvillerinin



ağırlığı artmış, doğal olarak banka ve finansal sistemin iflas riski azalmıştır. Bunun yanı sıra spekülâtif ve Ponzi finansmanını benimseyen ve dolayısıyla sağlıklı bir finansal yapıya sahip olan firmaların bir kısmının da kriz esnasında iflas etmiş oldukları dikkate alınır, ekonomi, finansal krizden güçlenerek çıkmıştır (Nasica, 2000: 31).

Ekonomideki firmaların çoğunun belli bir tür finansman yöntemini tercih etmeleri, ekonomideki finansal kırılmanın derecesini belirleyecektir. Eğer firmaların çoğunluğu güvenli finansmanı tercih ediyorlarsa, ekonominin finansal kırılmasının düşük olduğu söylenebilir. Buna karşılık bir ekonominin genelinde ne kadar fazla firma Ponzi finansmanını tercih ediyorsa, o ekonominin sahip olduğu finansal kırılmanın derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Burada kırılmanın yüksek olmasının sebebi ekonominin dışsal şokları emme kapasitesinin düşük olmasıdır (Nasica, 2000: 31).

### **1.3. Finansal İstikrarsızlığı Oluşturan Koşullar Ve İstikrarsızlığın Etkileri**

Mevduat sahipleri tarafından finansal kurumların finansal pozisyonları ile ilgili endişeler duyulmaya başlanıldığında bir güvensizlik süreci başlamış olur. Bu endişeler olumsuz beklentileri kendiliğinden yaratırlar. Finansal piyasalarda işlem yapanlar, doğrudan veya dolaylı şekilde, hiç iş yapmadıkları diğer birimlerin davranışlarından olumsuz olarak etkilenirler. Mevduat çekimlerine dayalı baskılar, finansal kurumları likit olmayan varlıklarını elden çıkarması yönünde zorlar. Likit olmayan varlıklara ait fiyatların düşmesi, kurumun hali hazırda elinde tuttuklarının değerini de düşürerek, kurumun yükümlülüklerini karşılama yeteneğini azaltır. Böylece, finansal kurumlarca paylaşılan baskılar, varlıklarını elden çıkarmaları yoluyla yayılıp büyüyebilir. (Chant, 2003:7)

Diğer görüşe göre finansal istikrarsızlık dışsal olaylar yoluyla ortaya çıkmaz. Wolfson (1990: 337), istikrarsızlığın temel olarak ekonomik ve finansal sistemlerde çevrimsel genişleme aşaması zirveye yaklaştıkça ortaya çıkan içsel gelişmelere bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Finansal sistem artan oranda kırılma eğilimindedir; finansal olmayan kurumlar borç ödemelerinde zorlanırlar ve zorlanma banka borçlarına ait temerrütler vasıtasıyla bankacılık sistemine aktarılır.

10'lar Grubu (1997) raporunda finansal istikrarsızlığın nedenini, iki ana başlık altında incelemektedir; Birincisi kırılmanın makroekonomik kaynakları; yüksek enflasyon oranları, ekonomik faaliyetteki iniş çıkışlar, sürdürülemez mali ve dışsal pozisyonlar ve yanlış makroekonomik politikalar. İkincisi ise, kırılmanın sektör bazlı

kaynakları; finansal kurumların yönetimindeki hassaslıklar, piyasa altyapısı eksiklikleri, sektöre yönelik denetim ve düzenleme yetersizlikleri olarak tanımlanmaktadır.

## 2. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

### 2.1. Konjonktür Kuramlarının Gelişimi ve Konjonktürel Dalgalanmalar

Konjonktürel dalgalanmalar piyasa ekonomisinin kurumsallaştığı dönemde ortaya çıkmıştır. Ekonomik krizlerin sayısı arttıkça iktisatçılar konjonktürel dalgalanmaları açıklamaya yönelmiştir. Önceleri klasik iktisatçılarca teknik değişim, spekülasyon faaliyetleri, savaş gibi dışsal unsurların konjonktürel dalgalanmalara neden olduğu varsayılmıştır. Ancak 1847 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra bazı iktisatçılar konjonktürel dalgalanmaların nedeninin ekonominin yapısından kaynaklanabileceğini düşünmeye başlamışlar (Perelman, 1999: 27).

Jevons ile başlayarak günümüze kadar devam eden tartışmalarda iktisatçılar konjonktürel dalgalanmalara karşı dışsal nedenler aramaktadırlar. Bununla beraber içsel konjonktür modelleri de uzun bir geçmişe dayanmaktadır. Örneğin, Sismondi, Marx gibi bazı yazarlar tarafından ekonomik dalgalanmaların ve krizlerin ekonomik sistem tarafından üretildiği savunulmuştur. Sismondi öncü çalışmalarında gelir dağılımı, talep yetersizliği ve ekonomik dalgalanmalar arasında bağlantı kurmuştur (Rosier, 1991: 31).

Keynes'in konjonktür kuramlarına katkısı, toplam talep üzerinde etkili olan yatırımlar, sermayenin marjinal etkinliğine bağlı olarak belirlenecektir. Keynes'i izleyen iktisatçılardan biri olan Kaldor, yatırımların toplam talep ve tasarruflar üzerindeki uzun vadeli etkisini incelemiş ve ex-ante ve ex-post tasarruf ve yatırım miktarları arasındaki uyumsuzluğun konjonktürel dalgalanmalara neden olduğunu savunmuştur (Kaldor, 1953: 83). Bir diğer iktisatçı Samuelson yatırımların bir taraftan çarpan sayesinde toplam talebi arttırdığını, ancak yatırımların kendisinin de toplam talepteki değişimlere karşı hassas olması nedeniyle yatırımlar ve toplam talep arasında karşılıklı bir etkileşim olduğunu ve bunun da konjonktürel dalgalanmalarla sonuçlandığını savunmuştur (Samuelson, 1951: 261). Ele alacağımız son isim Hyman Minsky'dir. Literatürde finansal istikrarsızlık hipotezi olarak geçen konu aşağıda ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Firmalar nakit akışı problemiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bir girişimci yatırım yaptığı ya da yatırım malı satın aldığı zaman, işletmeye yönelik uzun vadeli bir nakit akışı beklemektedir. Öte yandan işletmenin anapara ya da faiz ödemesi şeklinde borç



yükümlülükleri de vardır. Ayrıca kimi firmalar, verdikleri borçlar sayesinde gelir ya da işletmeye yönelik nakit girişi elde etmektedirler. Anlaşıldığı üzere, modern kapitalist ekonomilerde firmalar, üretimleri ya da verdikleri borçlar sonucunda bir yandan gelir yani işletmeye yönelik nakit akışı elde ederlerken, diğer yandan ise geçmişte aldıkları borçlar yüzünden işletmeden nakit çıkışı ile karşı karşıya kalırlar. Bunun yanı sıra işletmelerin yeni yapacakları yatırımlar için de borçlanmaları gerekecektir. Bu da gelecekte bir nakit çıkışına neden olacaktır. Böylelikle paranın ve finansal ilişkilerin ekonomik analize dahil edilmesiyle, geçmiş, şimdi ve gelecek birlikte ele alınmış olmaktadır (Mehrling, 2000: 81). Dolayısıyla firmaları gerçekte kısıtlayan unsur, belli bir dönemde ellerindeki bütçe olmayıp, söz konusu dönemdeki nakit giriş çıkışlarının en azından eşit olması gereğidir (nakit akışı kısıtı). Burada finansal varlıkların ikili karakteri önem kazanmaktadır. Finansal varlıklar borç verenlere gelecek dönemlere ilişkin nakit akışı sağlarlarken, borç alanlardan yine aynı dönemde nakit çıkışına neden olurlar. Dolayısıyla ekonomiyi bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, borçlanma nedeniyle bir kesime nakit girişi olurken diğer bir kesimden nakit çıkışı olmaktadır (Mehrling, 2000: 82).

## **2.2. Fisher'in Borç-Deflasyon Kuramı**

Fisher'e göre bir ekonomiyi bunalıma, çöküşe sürükleyen birçok unsur bulunmaktadır. Fisher makalesinde öncelikle aşırı üretim, yetersiz tüketim, endüstriyel ve tarımsal fiyatlar arasındaki uyumsuzluk, aşırı güven havası, aşırı yatırım, aşırı tasarruf, aşırı harcama ve yatırımlarla tasarruflar arasındaki dengesizlik unsurlarını örneklemiştir. Fisher'e göre, bir ekonomide görülebilecek olan aşırı daralmaları hazırlayan temel nedenler aşırı borçlanma ve arkasından gelen deflasyondur (Fisher, 1997: 327).

Fisher başlangıçta ekonomide yalnızca aşırı borçlanmanın var olduğunu, fiyatlar genel seviyesinde önemli bir değişimin bulunmadığını varsaymıştır. Ekonomi nisbi olarak istikrarlı iken, borçlu ve alacaklılar aşırı borçlanmanın farkına vardıklarında, bu durumdan tedirgin olacaklar ve borçlular borçlarını ödeyerek eski mali durumlarına dönmeye çabalayacaklardır. Bu durum ekonomideki banka parasının azalmasına neden olur dolayısıyla paranın dolaşım hızını azaltır ve fiyatlar genel seviyesini düşürür. Bu noktada aşırı borçlanma, deflasyon olgusu birleşir. Fiyatlar genel düzeyindeki bu düşüş eğilimi, deflasyonu önleyici politika ile durdurulmazsa, işletmelerin net değerlerinde düşmeler ve beraberinde iflaslar görülecektir. Kârların düşmesi kapitalist toplumda ticaret hacminde ve istihdamda düşüslere neden olacaktır ve beraberinde toplumda karamsarlığı



ve güven kaybını getirecektir. Bu durumda insanlar ellerinde para tutma eğiliminde olacaklardır ve paranın dolaşım hızı daha da yavaşlayacaktır. Bütün bunlar nominal faiz oranlarını düşürürken, reel faiz oranlarını arttıracaktır (Fisher, 1997: 328).

### **2.3. Marx'ın İkili Fiyat Düzeyi Analizi**

Marx'ın ikili fiyat düzeyi kavramı, bir ekonomide farklı iki sınıf malın fiyatlarının birbirinden bağımsız bir şekilde belirlenmesi ya da farklı iki fiyat sisteminin var olduğu anlamında kullanılmaktadır. Marx, analizlerinde, Hegel'in diyalektik yöntemini kullanmıştır. Diyalektik sosyal analize göre, toplum, toplumda varolan birimlerin (insanlar, mallar vs.) yalnızca belli bir unsuruyla ilgilenmekte ve o birimin diğer unsurlarını arka plana atmaktadır. Ancak öte yandan, bu söz konusu birimler kendilerini oluşturan tüm unsurlarla birlikte bir bütündürler ve tüm unsurları birlikte olmadan varolamazlar (Keen, 2005).

### **2.4. Keynes'te Yatırım-Finansman Analizi**

Keynes yatırımların uzun vadeli, toplam arzı arttıran etkilerinin yanı sıra; kısa vadeli, toplam talebi uyaran etkisinin de olduğuna dikkat çekmiş, ikinci olarak yatırımların, özellikle teknolojik şartlarla ilişkili olduğunu savunan geleneksel görüşlerin yerine; yatırımların belirsizlik, finansal ve parasal koşullar gibi temel belirleyicileri olduğunu savunmuştur (Nasica,2000: 14)

Yatırım malları fiyatları ile finansal varlıkların fiyatlarının belirlenmesi ayrı dinamiklere sahiptir. Yatırım mallarının fiyatları, o malların üretim maliyetleri tarafından belirlenirken; faiz oranları ya da borcun fiyatı, yine Keynes'in iktisada yaptığı bir başka katkı olan likidite tercihi tarafından belirlenecektir (Keynes, 1936: 29). Bu kavramlar beklenti ve belirsizliklerin yatırım kuramına katılmasına olanak vermektedir. Keynes'in yatırım kuramına göre, yatırım kararı, yatırım mallarının arz fiyatı ile talep fiyatı arasındaki ilişkiye bağlı olarak da gerçekleşmektedir. Yatırım mallarının arz fiyatı üretim maliyetlerine bağlıdır. Yatırım mallarının talep fiyatı ise, beklenen getiri, fiyatlardaki değişimler ve likidite tercihi tarafından belirlenir. Bu dinamiklerin işleyişlerine baktığımızda, malların beklenen satışları ya da bu satışlardan beklenen kârlar yatırım malının talebini belirlemektedir. Ekonomideki bireylerin likidite tercihlerinin değişmesi ve finansal araçlar yerine elde daha fazla likit tutulmasının istenmesi nedeniyle varlıkların

parasal değerlerinin düşmesi, faiz oranlarının artmasına neden olacaktır. Artan faiz oranları, beklenen kârların iskontolu oranlarını azaltırken, ekonomideki beklentilerin kötüleşmesini beraberinde getirecek ve ekonominin genel olarak yatırım yapma eğilimini azaltacaktır. Bu ilişkiler bize, yatırımın, arz fiyatının talep fiyatından küçük olduğu yatırım malları tarafından uyarıldığını, bu eşitsizlik arz fiyatı aleyhine sürdüğü sürece yatırım yapma eğiliminin süreceğini göstermektedir (Keynes, 1936: 315-316).

### **2.5. Kalecki'nin Risk Prensibi**

Kalecki yatırım modelinde finansmanın yatırımları gerçekleştirdiğini, yatırımların ise tasarrufları yarattığını savunmuştur. Kalecki'nin yatırım modeli, yatırımların finansal kısıtlara sahip olduğu ve dolayısıyla yatırımları finansal unsurların sınırlandığı görüşünü içermektedir. Yatırımcı firma, sermayeye göre kârdaki değişim oranının, piyasa getiri oranıyla yatırımın risk oranlarının toplamının birbirine eşit olduğu noktaya kadar yatırım yapmaktadır. Bu geleneksel mikro ekonominin yatırımlara koyduğu kısıttır (Kalecki, 1972: 97).

Kalecki'ye göre, toplam kârları oluşturan unsurlar; toplam yatırım + net ihracat + bütçe açığı - işçilerin tasarrufları + sermayedarların tüketimidir. Bütçe açığında gerçekleşecek bir artış da toplam kârlara yansiyacaktır. Öte yandan işçilerin tasarrufundaki artışlar ise toplam kârlar üzerinde azaltıcı yönde bir etki yaratacaktır (Kalecki, 1971: 82).

### **2.6. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi**

Kapitalist ekonominin iç dinamikleri istikrarsız ve krize eğilimli finansal yapıları beslemektedir. Minsky'ye göre (1994: 127) sermaye varlık pozisyonu, yatırımların finansmanından kaynaklanan ödeme taahhütleri, toplam talep yapısının belirlediği gayri safi sermaye geliri akımları gibi olgular iş çevrimlerinin belirlenmesinde oldukça önemlidirler. İş çevrimleri bu olgular arasındaki etkileşimlerin bir yansıması olarak ortaya çıkarlar. Tüm bunlar kapitalist sistemin dinamiğini oluşturan unsurlar olarak tanımlanabildiğinden dolayı, iş çevrimi kavramı kapitalist ekonomide içsel bir özellik arz etmektedir.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Finansal istikrarsızlığa ilişkin teorik yaklaşımların tablosu Ek 1'dedir.



Minsky, günümüzde geçerli olan finansal ilişkiler açısından hareketle, kapitalizmin bugün aldığı son şekli olan para yöneten kapitalizm "money manager capitalism" olarak adlandırmaktadır. Minsky'ye (1996: 362) göre "...kapitalizm sürekli dönüşüm geçiren dinamik bir sistemdir ..." ve bu özelliğinden dolayı tarihsel süreç içerisinde birkaç forma sahip olmuştur ki günümüzdeki formu para yöneten kapitalizm olarak adlandırılabilir. Para yöneten kapitalizmin temel özelliklerini Minsky aşağıdaki gibi tanımlamaktadır:

1. Hemen hemen bütün işletmeler şirketler (corporations) şeklinde organize olmuştur.
2. Bu şirketlerin yükümlülüklerinin önemli bir kısmı bankaların, sigorta şirketlerinin, yatırım fonlarının ya da emeklilik fonlarının elindedir.
3. Emeklilik fonları, yatırım fonları gibi kurumlar finansal sistemin yeni bir şekle bürünmesine neden olmuştur.
4. Emeklilik fonları ve yatırım fonları, sahip olabilecekleri varlıkları ve gerçekleştirebilecekleri faaliyetleri gösteren sözleşmelerle sınırlandırılabilir.
5. Fon yöneticileri için belirlenen temel amaç, gerçekleştirdikleri yatırımların değerini maksimum kılmaktır.
6. Bir fonun ya da fon yöneticisinin performansı, varlıklardan elde edilen toplam getirilerle ölçülmektedir ki bu getiriler de faiz, kâr payı ve hisse senetlerinin değer kazanmasından dolayı elde edilir" (Minsky, 1996:363)

Minsky'nin yatırım kuramı ekonomide ikili fiyat düzeyinin varlığını temel almaktadır. Minsky'ye göre, bir ekonomide yeni üretilmiş yatırım ve tüketim mallarının fiyatları ile, daha önce üretilmiş yatırım mallarının fiyatları olmak üzere iki ayrı fiyat düzeyi vardır ve bu iki grup mal arasında var olan fiyat farklılıkları yeni yatırım yapılması için teşvik edici olmaktadır. Minsky'nin yatırım kuramı, bir başka yatırım kuramı olan Tobin'in  $q$  kuramına benzemektedir. Tobin'in  $q$  kuramı, eski yatırım mallarının fiyatının yenileme maliyetine oranı olarak formüle edilmiştir. Burada  $q > 1$  olduğunda yeni yatırım yapılmaktadır. Tobin'in kendisi de bu benzerliği vurgulamıştır (Tobin, 1989: 105).

Minsky, gelişmiş ve dışa kapalı kapitalist bir ekonomideki sistemik istikrarsızlığı, makroekonomik yapıyı oluşturan firmalara ait yükümlülük yapılarındaki gelişmeler ile ilişkilendirmektedir. Borç finansmanın (özellikle kısa dönem borç finansmanı) büyümesi, ödeme taahhütlerinde brüt karlardaki artıştan daha fazla artışa neden olduğu için

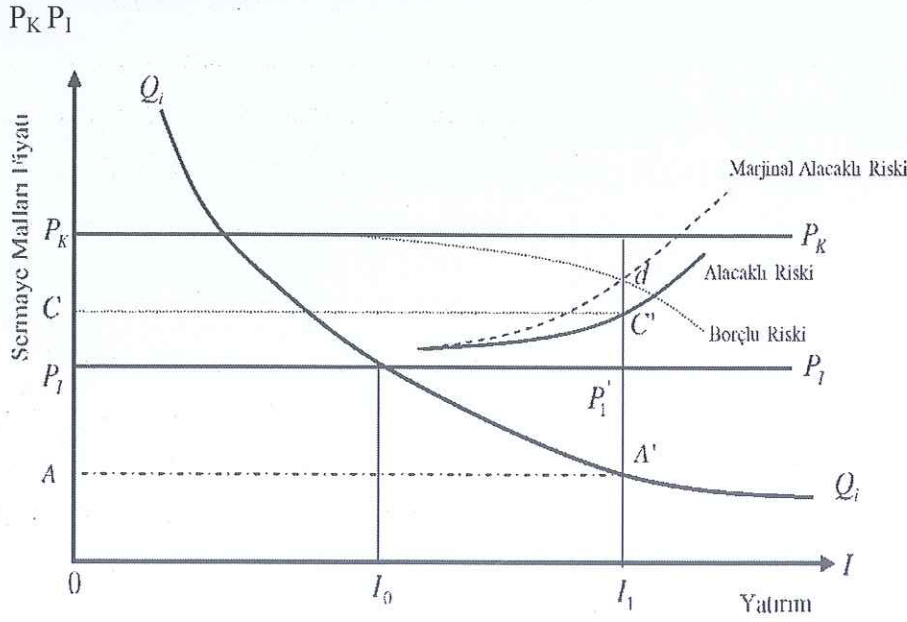
kırılganlıktan bahsedilebilmektedir. Firmaların tekil olarak kırılgan finansal yapılara sahip olmaya başlamaları, sistemin tümü üzerindeki finansal istikrarsızlık sürecine katkıda bulunmaktadır. Bu noktada, ekonominin finansal krize karşı direncinde azalma gerçekleşir. Özetle, finansal krizler gelişmiş kapitalist bir ekonomi için dışsal değil içsel bir niteliğe sahip olmaktadır (Schroeder, 2002: 4)

Bu bağlamda, firmaların finansal pozisyonu finansal istikrarsızlık sürecinde önemli açıklamalar sağlamaktadır. Fazzari (1999: 278)'ye göre firma kaldırıcı daha geniş bir perspektiften değerlendirildiğinde firma bilançosunun sağlamlığı, Minsky kuramında yatırımı belirleyen temel unsurlardan biridir. Kuramın bu yönü, sürece ilişkin içsel bir dinamik sağlamaktadır. Bugünkü yatırım harcamasının niteliği, gelecekteki yatırımı şekillendiren firma yükümlülük yapısını eşanlı olarak etkiler. Firmanın iç kaynaklarını kullanarak cari yatırımını finanse ediyor olması, diğer koşullar sabit iken gelecekte dışsal finansman sorununun olmayacağı anlamına gelir. Fakat, firmanın bugün borçlanmayı tercih etmesi gelecekteki kaldırıcı oranını arttırdığından yeni projelerin yeni borçlarla finanse edilmesi daha zor hale gelmektedir.

Yatırım için alternatif finansman yöntemlerinin risk ve güvenlik marjı kavramlarıyla ilgisi olacaktır. Eğer yatırım için eldeki finansal varlıklar kullanılırsa, firma için güvenlik marjı daralacaktır. Bunun yerine firma tahvil, bono, bankadan borçlanma ya da kısa vadeli menkul kıymetler yoluyla borçlanma yoluna giderse, gelecekteki nakit akışından borç ödemelerine ayrılan pay artacak, bu da yine firmanın güvenlik marjını azaltacaktır. Sonuçta, dış kaynak kullanma ya da dış finansman yoluna gidilirse, hem borçlu hem alacaklı riski artacaktır. Borçlu riskinin artması karşısında yatırımcıların çabası, sermaye malını satın almaya istekli oldukları fiyatı, yani  $P_K$  'yı düşürme yönünde olacaktır. Borçlu riskinin sermaye malı talep fiyatı ya da sermaye mallarının piyasa fiyatı olan  $P_K$  'yı ne kadar düşürmesi gerektiği ise kesin olarak belirlenmemektedir. Minsky'ye göre  $P_K$  'nın ne oranda düşmesi gerektiği, dış kaynak kullanımının borçlunun yatırım projesinin risk ve getirisini değerlemesine olan etkisine ve borçlanma koşullarına bağlıdır (Minsky, 1975: 109). Borçlu ve alacaklı riskinin varlığı, aynı zamanda yatırım malı arz ve talebini de değiştirmektedir. Yatırımların belirlenmesi süreci, bu risk unsuru da dikkate alınarak Şekil 1 yardımıyla incelenebilir.



## Şekil 1. Minsky'nin Yatırım Fonksiyonu



**Kaynak:** Hyman Minsky, **John Maynard Keynes**, New York: Colombia University Press, 1975, s 108.

Minsky'nin yatırım kuramından ortaya çıkan temel sonuç, yatırımın esas olarak finansal bir olgu olduğudur. Yatırımların finansal boyutunun varlığı ise, hem firma düzeyinde hem de ekonomi düzeyinde önemli sonuçlar yaratmaktadır. Sözgelimi, modelde vurgulanan unsurların, özellikle de riskin değişmesi yatırım miktarını da değiştirecektir.

Finansal istikrarsızlık hipotezi yaklaşımında firmalar ve hanehalkları ile birlikte finansal kurumlar da öne çıkmaktadır. Minsky'ye göre finansal kurumlar, sermaye stokuna sahip firmalar ile diğer ekonomik birimlerin yükümlülüklerine sahip hanehalkları arasında yer alır. Finansal araçların belirlendiği piyasalara kâr peşinde koşan organizasyonların dahil edilmesinin bir sonucu olarak, finansal araçların değeri ve sermaye varlıklarına atfedilen değer, yatırım ürünlerinin maliyetinden bağımsız bir şekilde hareket edebilmektedir. Böylece, kapitalist tarzda çıktı ve sermaye varlık değerlemesi, piyasaların belirlediği yükümlülük yapıları, sermaye varlıkları ile finansal araçların piyasa fiyatlarındaki keskin artma ve düşme olasılıkları, varlık fiyatlarında dalgalanmalara neden olmaktadır (Minsky, 1993: 93).

Minsky'ye göre bir genişlemenin sonuna doğru tipik olarak meydana gelen üç gelişme finansal kırılganlıkla ilişkilidir. Birincisi, kısa dönem borç kullanımındaki artış, ikincisi likiditede bir azalma ve üçüncüsü özellikle kısa dönem faiz oranlarında bir artıştır. Minsky'nin senaryosuna göre finansal ortam bir kere kırılgan hale gelince, sermaye geliri



tam istihdam haddinde artmaya devam etse bile faiz oranlarındaki ek artışlar ödeme taahhütlerinin nakit akımlarını aşmasına neden olur (Wolfson, 1986: 70).

Borç alıp-verme üzerine kurulmuş bir ekonomide firmalar Minsky'ye göre üç tip finansman vardır: hedge, spekülâtif ve ponzi. Finansman türleri beklenen ve gerçekleşen gelirler ile ödemeyükümlülüklerinin büyüklüğü arasındaki ilişkilerden doğar. Sermaye malından elde edilen gelirleri, ödeme yükümlülüklerini şimdi ve gelecekte aşan firmalar hedge finansman durumundadırlar. Bu tip firmaların mevduat borçları az olmakla birlikte belirsiz borç yükümlülükleri de düşüktür. Genellikle kriz sonrasında görülür. Krizin ardından firmaların dış finansmana dayalı işlemleri azalırken, ödeme yükümlülükleri büyük oranda iç kaynaklardan sağlanır. Spekülâtif finansman durumundaki firmalar kısa dönemde borç yükümlülüklerini yerine getiremezler. Borç ödemelerini anapara ve faiz olarak ikiye ayırırsak, firmaların gelirleri faiz ödemelerini karşılar fakat anapara ödemelerini karşılayamaz. Bu yüzden firma borçlanır ve sadece borcunu çevirebilir. Hedge durumdaki bir firmanın gelirlerindeki azalma firmayı spekülâtif duruma sürükler. Firmanın kısa dönem gelirleri borç faizlerinin ödenmesine yetmiyorsa firma ponzi durumda demektir. Ponzi finansman, spekülâtif finansmanın özel bir durumudur. Ponzi durumdaki firma kısa dönemde faiz ödemelerini ödeyemediği için borcu giderek artar. Dolayısıyla bir süre sonra borç ödemek için borçlanır. Gelirlerin düşmesi ve bununla birlikte borçlanma maliyeti olarak faiz haddinin artması spekülâtif durumdan ponzi duruma sürükleyebilir. Ya da tam aksi yaşanabilir. Spekülâtif ve ponzi finansmanın ağırlıkta olduğu bir sistemde var olan sürekli borçlanma ilişkisi, tüm ekonomik birimleri birbirine bağlar. Ekonomide tek bir firmanın spekülâtif ya da ponzi finansman kararı alması önemli sonuçlara yol açmayabilir fakat firmaların büyük çoğunluğunun bu finans türüne yönelmesi ekonomiyi bir kumarhaneye çevirebilir. Tabi burada firmanın büyüklüğü de önemlidir. Büyük bir firmanın ya da bankanın iflas etmesi sistemdeki nakit akışında önemli aksamalara ve bir krize neden olabilir (Minsky, 1986).

Piyasa aksaklıkları, asimetrik enformasyon gibi yeni Keynesyen kavramlar çerçevesinde finansal istikrarsızlık hipotezini yorumlamışlardır. Örneğin, Gallegati ve Domenico çalışmalarında, sermaye piyasalarının eksik bilgi ve eksik rekabet varsayımlarıyla dinamik bir makro ekonomik model geliştirmişlerdir. Minsky'nin hipotezi ile eş değer olduğunu belirttikleri modellerinde, konjonktürel dalgalanmaların nedeninin ekonomide borç birikimini engelleyecek bir mekanizmanın olmamasından

kaynaklandığını, sermaye ve borç birikiminin doğal bir sonucu olarak gelir ve istihdamda dalgalanmalar yaşanacağını savunmaktadırlar (Gallegati&Domenico, 1992: 133).

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre borçlu ve alacaklı riski kavramları asimetrik enformasyonun varlığı tarafından etkilenmektedir. Bir ekonomide borç verenler, borç alanların yapacakları yatırım hakkında olası tüm bilgileri bilmek isterler. Fakat borç alanlar kendilerini mümkün olduğunca olumlu yansıttıklarından bu olası bir durum değildir. Borç verenler bunu bildiği için, alacaklı riski artmakta ve bu risk sözleşmelere yansımaktadır. Dolayısıyla alacaklı riski asimetrik enformasyonun bir sonucudur ve dışsal fonların daha maliyetli olmasına neden olmaktadır (Fazzari, 1992: 126).

Finansal istikrarsızlıkla ilgili değişik görüşler şöyledir: Paracılara göre finansal krizler sadece para arzındaki bir ani daralma sonucu meydana gelirler. Bu daralma rezerv ihtiyaçlarını gidermek için bankaların varlıklarını elden çıkarmalarına yol açar. Paracılar açısından olay tamamen dışsaldır. Merkez bankasının yanlış politikası önce para arzının daralmasına sonra da bankaların nakit ihtiyaçlarının karşılanmasında başarısızlığa neden olur(Guttman, 1985:65).

Hipoteze yapılan katkılar bu yöndedir. Eleştirileri inceleyecek olursak;

Yeni Klasik iktisatçılar modelin tutarsızlığını iddia ederek, ekonomideki finansal yapının daha kırılgan hale gelmesini engellenebileceğini ifade etmektedirler. Yani modeldeki konjonktürel hareketlerin rasyonel bireyler tarafından öngörülebileceğini ve bunların engellenebileceğini söylemektedirler. Post Keynesyen iktisatçılara göre bu eleştiri geçerli değildir. Onlara göre, öncelikle bir firmanın kendi borçlanmasının arttığını ve buna bağlı olarak finansal yapısının riskli hale geldiğini görmesi mümkündür. Ancak, bilgi dolaşımı tam olmazsa, firma diğer firmaların finansal yapıları hakkında bilgi sahibi olamayacaktır. Dolayısıyla ekonomik birimlerin hangi noktadan sonra ekonomik kırılganlığı arttıracığını bilmeleri mümkün olmayacaktır (Nasica, 2000: 36).

Bir diğer eleştiri, ekonomik genişleme boyunca borçlanma artıyor olsa da, borç/özkaynak oranlarının bozulmayabileceği ve bu nedenle de, ekonomik genişlemeyle beraber finansal kırılganlığın artmayacağı üzerinedir. Minsky'nin açısından değerlendirildiğinde, ekonomik genişleme dönemlerinde kârların artacağı tartışmalı hale gelmektedir (Nasica, 2000: 35).

Minsky analizinde, kârların doğrudan yatırımlar ve sermayedarların tüketiminden oluştuğunu söylemektedir (Kalecki, 1971: 78). Beklenenin altında gerçekleşen kârlar,



yatırımlarda düşüşe neden olacaktır. Diğer yandan Minsky yatırımların düşmesine sebep olan faiz oranlarına çok önem vermiştir. Ekonominin genişleme aşamasında, faiz oranlarının artması beklenir. Bu durum yatırımların yavaşlamasına ve kârların azalmasına neden olacaktır. Ayrıca borç/özkaynak oranları muhtemelen bozulacaktır. Dolayısıyla ekonomi genişleme aşamasında iken, artan faizlerle birlikte yatırımların ve kârların azalması, finansal kırılganlığı artırıcı yönde etki yapacaktır (Dymski&Pollin, 1992: 41)

Hipoteze yöneltilen eleştirilerden biriside, Minsky'nin bakış açısının çok dar olduğuna yöneliktir. "Wall Street paradigması" olarak bilinen yaklaşım, kapitalist ekonominin işleyişi hakkında kısıtlı bir bakış açısı sunmakla eleştirilmektedir. Bu paradigma öncelikle finansal kuruluşlar ve para akışı ağı üzerinde dururken, ardından üretim ve bölüşüm mekanizmalarını ele almaktadır. Ancak Minsky'nin çalışmalarında üretim bölüşüm mekanizmalarının yeterince işlenmediği iddia edilmektedir (Polin, 1986: 205).

Bir başka eleştiri konusu verimliliktedir. Verimlilik artışındaki azalma gelir artışının azalması demektir. Gelir artışındaki azalma ise gelir dağılımı ya da bölüşüm mücadelesinin keskinleşmesi ve bu sorunların daha da önem kazanması anlamına gelmektedir. Diğer yandan bölüşüm sorununun en belirgin yaşandığı yerlerden başında devlet bütçesi gelmektedir. Dolayısıyla verimlilikteki değişmeler; kârları, ücretleri, yatırımları, vergileri ve bütçe açığını arttıracaktır (Dymski&Pollin, 1992: 52).

Bir diğer eleştiri Minsky'nin analizi ekonomik konjonktürün genişleme aşamasını açıklamaya yöneliktir. Modelin daralma aşaması üzerinde aynı ayrıntıyla durulmamıştır. Özellikle konjonktürel daralmanın en dip noktasının ne olacağı konusu kurumsal etkilere bırakılmıştır. Ayrıca konjonktürel dalgalanmalar tamamen kâr ve makro ekonomik istikrara yönelik beklentiler tarafından belirlenir. Bu unsurlar yatırımı ve finansal yapıyı belirler. Fakat hipotez olası makro-mikro etkileri görmezden gelmektedir. Diğer yandan analizin nominal değerlerden oluştuğunu belirtmek gerekmektedir. Nominal değerler arasındaki ilişkinin reel bir sonucu olmayabilir. Bunun önemli bir sonucu finansal istikrarsızlık hipotezinin reel etkilerinin amprik olarak araştırılmasının güçleşmesidir (Variato, 2000: 91).

Son olarak eleştirilen bir başka konu ise politik kökenlidir. Minsky, kapitalizmin sürekli olarak eleştiriye tutulması gerektiğini savunmasına rağmen, eleştirileri ılımlı ve apolitiktir. Dolayısıyla bazı yazarlar tarafından, Minsky eleştirdiği kapitalist sistemin tam

olarak karşısında olmaması ve eleştirilerinin bu sistemin daha iyi işlemesine yönelik olması açısından eleştirilmiştir (Dymski&Pollin, 1992: 52).

### 3. FİNANSAL KRİZ KURAMLARI VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN KAYNAĞI

#### 3.1. Parasalcı Yaklaşım

Friedman ve Schwartz'ın (1963) öncülüğünü yaptığı parasalcı yaklaşım, finansal krizlerin banka panikleri ile ortaya çıktığını ileri sürmektedir. Bu krizleri; parasal kısıtlamaların neden olduğu ya da kısıtlamaların ekonomik faaliyet üzerindeki öncü etkilerini kötüleştirdiği krizler olarak tanımlamaktadır. Nitekim Friedman ve Schwartz, 1867-1960 dönemlerinde Amerika'daki altı önemli parasal kısıtlamadan dördünü önemli banka panikleriyle ilişkilendirmekte ve banka panikleri, banka mevduatlarını nakde dönüştürme yetenekleri konusunda kamunun güveninde ortaya çıkan azalmalar olarak ele almaktadır. Buna göre güven kaybı, önemli bir kurumun başarısızlığı ile ortaya çıkabilmektedir.

Friedman'a göre; finansal kriz, bankaların gereksinimi olan rezervleri elde etmek için varlıklarını satmak zorunda kaldıkları durum olarak da tanımlanabilir. Varlıkların satışı zorunluluğu, bu varlıkların fiyatlarını düşürmekte ve faiz oranlarını arttırmaktadır. Sonuç olarak da, bankaların ödeme pozisyonlarını tehdit ederek güven pozisyonlarını azaltmaktadır. Finansal krizlerin nedeni, konjonktürel dalgalanmanın genişleme dönemlerinden sonra merkez bankasının para stokunun önemli ölçüde azaltmasıdır (Çeviş, 2005: 15).

Parasal bir şok, para stokunu diğer yerli ve yabancı varlık stoklarına göreli olarak değiştirir. Bu yüzden, paranın marjinal ürünü diğer varlıkların marjinal ürünü ve tüketimin marjinal faydası karşısında değişmiş olur. Marjinal faydaların fiyatlara oranlarının eşitlenmesi, dengenin sağlanması için gereklidir. Bu nedenle dengeye ulaşma sürecinde göreli fiyatlar değişime uğrar. (Meltzer, 1995, 52)

Cagan'a göre parasal büyümedeki değişiklikler, cari ve arzulanan balanslar arasında, ödünç verilebilir fon akımını etkileyecek düzeyde tutarsızlıklar yaratmaktadır. Parasal büyüme oranı sabit kalırsa, arzulanan balanslar nihayetinde aynı oranda büyümektedir. Aksi takdirde parasal büyümedeki tahmin edilmeyen değişmelere yönelik yavaş uyarılama faiz oranları ve sermaye formasyonunu etkiler. Bu noktada, sözgelimi parasal büyümedeki tahmin edilemeyen bir artış, elde tutulan para miktarını



arttıracığından, toplum bu duruma harcama ve borçlanma akımlarını arttırarak cevap verecektir. Ödünç verilebilir fon arzındaki artış faizleri aşağıya çekerken, harcamalardaki artış geliri arttıracak ve fiyatları dalgalandıracaktır. Gelirdeki ve faizdeki büyüme etkileri arzulan balansları arttırmasına rağmen, bir müddet yukarıda bahsedilen fark kapanamayacaktır. Bu sebeple, Cagan'a göre paranın yansız olmaması, arzulanan para balanslarının cari olana uyarlanmasında beliren gecikmeden kaynaklanmaktadır (Cagan, 1969: 226).

Taylor'a göre (1995: 4) parasal aktarım mekanizmasında faiz oranı kanalı temel rolü üstlenmektedir. Mishkin ise sermaye maliyeti yolu ile faiz oranlarının sayısal etkilerini tanımlamakta uygulamalı çalışmaların zorluklarla karşı karşıya kaldığını öne sürmektedir (Mishkin, 1995: 4). Bu yüzden diğer aktarım mekanizmaları gündeme gelmektedir.

Parasal şokların aktarımındaki diğer bir kanal ise Tobin'in  $q$  oranı teorisi ile açıklanmaktadır. Burada, firmanın piyasa değerini tanımlayan Tobin  $q$  oranı ve yatırım harcamaları arasındaki bağlantıya vurgu yapılmaktadır. Bunun için, daraltıcı para politikasının etkileri ele alınmaktadır. Para arzındaki azalmadan dolayı toplam harcamalardaki düşüş ve bunun hisse senedi piyasalarına olumsuz etkisi sonucunda hisse senedi fiyatları düşer. Tobin  $q$ 'su, firmanın piyasa değerinin sermayenin yerine koyma maliyetine oranı olarak tanımlanmış olduğundan, hisse senedi piyasasında gerçekleşen fiyat düşüşleri,  $q$  oranında azalmaya sebep olacak ve sonuçta yatırımlar düşerek milli gelir gerileyecektir. Ayrıca, hisse fiyatlarının düşmesi finansal refahı olumsuz yönde etkileyerek tüketimi azaltmış olacaktır (Mishkin, 1995: 6)

Parasal aktarım mekanizması ile ilgili diğer bir kavram bilanço kanalıdır. Mishkin'e göre, düşük net değer, borç verenler açısından daha az teminat manasına geldiğinden, ters seçime ilişkin olası kayıplar artar. Kısıtlayıcı politika değişikliği faiz oranlarını yükselttiği için, firma nakit akımları azalacak, faiz ödemeleri artacak ve firma bilançosu kötüleşecektir. Sıkı para politikasının firma bilançoları üzerindeki olumsuz etkisi, firmalara ilişkin net değer azalmasına yol açarak ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarında artışa neden olacaktır. Sonuç olarak, kredi piyasasında oluşan dengesizliklerle birlikte borçlanma azalacak, yatırımlar ve milli gelir düşecektir (Mishkin, 1995: 6).

### 3.2. Borç Yaklaşımı

Borç yaklaşımına göre, istikrarsızlık ve istikrarsızlığın son aşaması olan finansal kriz iş çevrimleri ile ilintilidir. İstikrarsızlık, finansal piyasalar yoluyla gerçekleşen aşırılıklara bir tepki olarak, çevrimlerin dönüşüm noktalarının temel niteliklerinden biri olarak görünür (Fisher, 1933:4). Fisher'e göre konjonktürün aşağıya doğru dönüşünü sağlayan iki önemli etkenden söz edilebilir; aşırı borçluluk ve deflasyon. Aşırı borçluluğu doğuran birçok sebep mevcuttur. En fazla üzerinde durulan neden, olası karlılık oranları çok yüksek yeni yatırım fırsatlarının ortaya çıkışıdır. Normal kar ve faiz oranları ile karşılaştırıldığında yüksek getiri vaat eden bu projeler yatırımları teşvik eder. Bu sürecin kaynakları yeni icatlar, yeni sanayiler, yeni kaynakların gelişimi, yeni alanlar ya da yeni piyasaların açılması gibi gelişmelerdir. Yatırım patlamasının yaşandığı, beklentilerin iyimser olduğu bu aşamada, ucuz kredi bulma kolaylığı borçlanmayı teşvik eder. Geleceğe yönelik beklentiler bu şekilde sabit kaldığı müddetçe, aşırı borçlanma olgusu belirmeye başlar.

Aşırı borçlanmanın varlığında diğer borçluları ve kredi verenleri ya da her ikisini de alarma geçirecek şiddette bir tasfiye süreci başlar. Böylece dokuz madde halinde özetlenebilecek zincirleme reaksiyondan bahsedilebilir: 1) Borç tasfiyesi zorunluluk altında satışlara (distress selling) neden olur. 2) Mevduat hacmi daralır ve mevduat dolaşım hızı düşer. 3) Fiyatlar genel düzeyi düşer. 4) İşletmelere ait net değerlerde büyük düşüşler yaşanır ki bu da iflasları arttırır. 5) Kar oranlarındaki azalma kayıp endişelerini arttırır. 6) Çıktıda, ticarete ve istihdamda azalma ortaya çıkar. 7) Kötümserlik ve güven kaybı kendisini gösterir. 8) İstifçilik ve ekonomik yavaşlama dolaşım hızını daha çok düşürür. 9) Faiz oranlarında karmaşık sorunlar ortaya çıkar; özellikle nominal oranlarda düşüş, reel oranlarda artış gibi (Fisher, 1933, 342).

### 3.3. Belirsizlik Yaklaşımı

Belirsizlik yaklaşımı ile ilgili öncü çalışmalar Knight (1921), Meltzer (1982), Shafer (1986), Benink (1991)'dir. Knight (1921), belirsizlik ve risk arasında farklılık olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre risk, bilinen ya da ölçülebilen bir olasılıkla, bir değişkenin cari dönem değerinin beklenen değerinden farklılaşması olarak tanımlanırken, belirsizlik ise, öngörülemeyen ya da beklenmeyen olasılıklarla bu farklılığın ortaya çıkması biçiminde tanımlanmaktadır. Karar birimleri belirsizliklere göre değil, riskli



olaylara göre kendilerini hazırlamaktadırlar. Knight iktisadi olayların (krizlerin) merkezinde risk kavramının değil, belirsizliklerin olduğunu ileri sürmüştür. Meltzer'de Knight'ın çizgisinden giderek, finansal krizlerin anlaşılmasında belirsizlik faktörünün önemini ortaya koymuş olup, buna yönelik belirsizlik modeli oluşturmuştur. Meltzer, kurduğu model çerçevesinde belirsizliğin, finansal krizler ve politika rejimlerindeki kaymaların, objektif olasılıklardaki azalmalara duyarlı olmadığını ve rekabetçi piyasalarda kar fırsatlarının sağlanmasıyla ilgili olduğunu savunmaktadır. Shafer, belirsizlik yaklaşımı çerçevesinde, finansal krizlerin önlenmesi için istikrarsız makro ekonomik ve mikro ekonomik politikalardan kaçınmak ve finansal kurumların risk durumlarını denetlemek amacıyla firmalara ihtiyatlı destekleme yapılması ve böylece belirsizliğin azaltılması gerektiğini ileri sürmektedir (Çeviş, 2005: 24).

Sonuç olarak, belirsizlik riskten farklı olarak belirsizlik finansal istikrarsızlığın temel niteliğidir. Belirsizlik, ender görülen ve beklenmeyen finansal kriz gibi olayların gerçekleşme olasılığının analiz edilmesini zorlaştırmaktadır. Finansal yenilikler de kötümser bekleyişler altında test edilmedikçe benzer sorunlara yol açmaktadır. Ayrıca belirsizlik, güven ile yakından ilgilidir ve stres durumunda finansal piyasaların tepkilerini açıklamaya yardımcı olmaktadır (Davis, 2003:3).

### **3.4. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı**

Asimetrik bilgi yaklaşımı, bilginin finansal yapıları oluşturan birimler arasında simetrik dağılmamasının yaratacağı sorunları incelemektedir. Ekonomide kaynakların üretken alanlara etkin bir biçimde yönlendirilebilmesini sağlayabilecek ideal bir finansal sistemde, ekonomik birimlerin piyasa bilgilerinin tam olması gerekmektedir. Söz konusu ideal durumdan uzaklaşıldıkça, finansal sistemin etkinliği azalmaktadır. Akerlof'un "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" adlı makalesi, asimetrik bilgi yaklaşımının öncü çalışmalarındandır. Akerlof (1970) çalışmasında, ürün kalitesine yönelik olarak, alıcı ve satıcıların bilgi farklılıklarının piyasanın işleyişi üzerindeki olumsuz etkisini incelemiştir. Satıcıların kendi ürünleri hakkında alıcılara göre daha fazla bilgiye sahip olmalarının yarattığı asimetrik bilgi, piyasada aksamalara ya da piyasanın varlığına karşı bir tehdide neden olacaktır. Bilginin asimetrik dağıldığı böyle bir ortamda, düşük kalitedeki malların satıcıları, yüksek kalitedeki mallara sahip satıcıların aleyhine olmak üzere prim elde edeceklerdir. Bu durumda yüksek kalitedeki malların

satıcıları piyasadan çekilmek zorunda kalacaklardır. Bu çekilme, piyasanın oluşmasını engelleyecek kadar sıkıntılı sonuçlar da yaratabilecektir.

Mishkin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin dinamiklerini, üç aşama ile açıklamaktadır. Birinci aşamada, finansal serbestleşmenin ardından, sermaye girişleri ile sağlanan banka ödünçlerindeki aşırı şişkinliklerin, büyük ölçüde geri dönmeyen kredilere dönüşmesi ve bankalar başta olmak üzere, finans ve finans dışı kurumların bilançolarında bozulma sürecini anlatmaktadır. İkinci aşamada, ulusal para biriminin değerini korumak amacıyla Merkez Bankasının faiz oranlarını yükseltmesi, zaten zayıf olan bankacılık sistemindeki bankaların bilançolarının daha da kötüleşmesi ve ulusal para biriminin daha fazla korunmayacağı düşüncesinin egemen olması sonucunda finansal krizin ortaya çıkışını anlatmaktadır. Son aşamada ise, spekülasyon saldırıları yoğunlaşmasıyla, ulusal para biriminin değer kaybetmesi ve yabancı para birimine bağlı olarak, kısa vadeli borçların, likidite sorunlarının ortaya çıkmasına anlatmaktadır. Sonuçta bilançolar, hem varlık hem de yükümlülük kalemleriyle, her iki yönden sıkışmış olmaktadır. Bozulan bilançolar ile zayıf sermaye tabanının varlığı, bankaların borç vermesini zorlaştırmakta, böylece son aşamada tam anlamıyla bir finansal kriz ortaya çıkmış olmaktadır (Mishkin, 2000: 9-10).

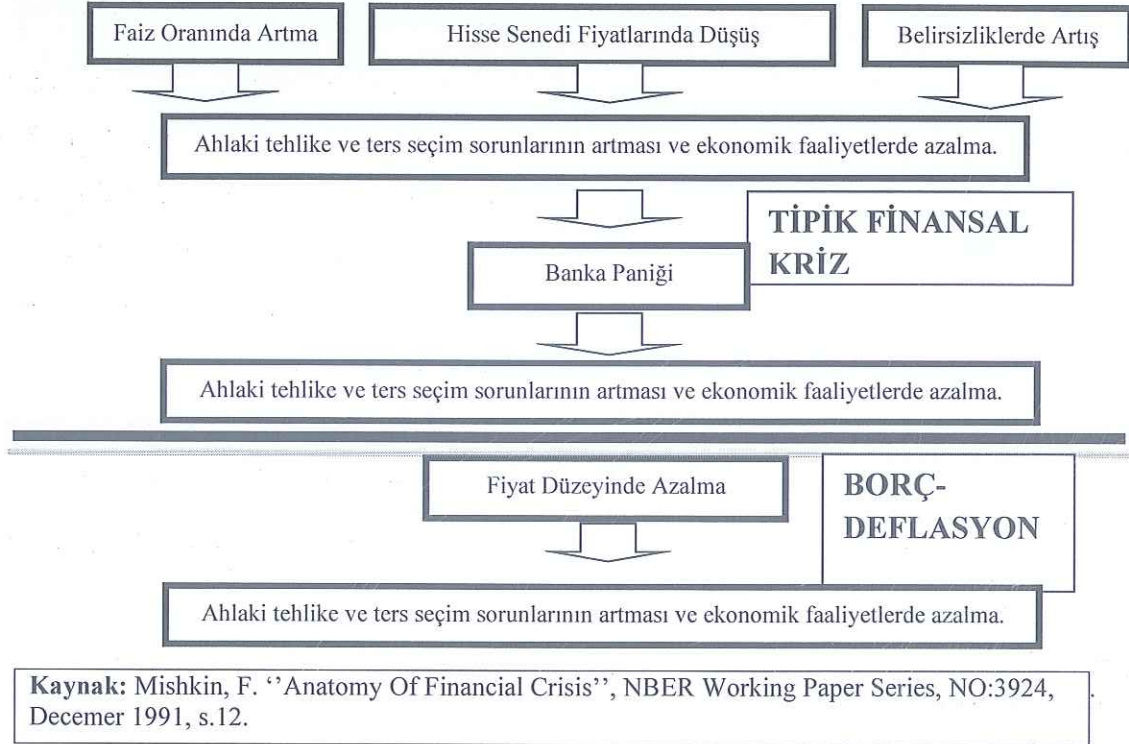
Piyasa faiz oranlarının yeterince yükselmesi durumunda, artan kredi istemi ve azalan para sunumu nedeniyle kredi verenlerin riskliliği yüksek olan borçluların kredilendirme olasılıkları artacaktır. Çünkü riskliliği yüksek olan borçluların yüksek faiz oranlarında borçlanmaya istekli olmaları, riskliliği düşük borçlulardan daha fazladır. Ters seçim nedeniyle kredi verenlerin daha az istekli davranmaları, kredilendirme de azalmaya yol açacaktır. Kredilendirmedeki azalma ise, yatırımlarda ve toplam ekonomik faaliyetlerde azalmaya neden olacaktır (Mishkin, 1996: 1-49). Öte yandan, yüksek faizler nihai olarak borç alan tarafa yansıtılsa da bu durum faiz ödemelerinde yük oluşturarak, borçlunun nakit akımını kötüleştirdiği için, banka bilançolarına geri dönmeyen kredilerde artış biçiminde ortaya çıkar (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 45).

Fiyat düzeyinde beklenmedik azalış, aynı zamanda firmanın net değerindeki azalıştır. Bunun nedeni, borç ödemesinin nominal dönemde sabit olmasıdır. Fiyat düzeyindeki beklenmedik düşüş, reel dönemde firmanın yükümlülüklerinde bir artışa yol açarken, firmanın varlıklarının reel değerinde bir artışa neden olmaz. Bu durum borç verenleri, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarıyla yüz yüze bırakırken, ek olarak yatırımlarda ve ekonomik faaliyetlerde bir azalışa neden olacaktır (Mishkin, 1991:10).



Finansal kriz sürecindeki beş aşama Tablo 1’de özetlenmiştir. Hangi biçimde olursa olsun, bu faktörlerin ortaya çıkması, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarının artmasına ve toplam ekonomik faaliyetlerin azalmasına yol açacak ve bir finansal krizle son bulacaktır. Şeklin üst kısmında, neredeyse bütün finansal krizlerde ortaya çıkan olaylar, şeklin alt kısmında ise bir finansal krizin borç ya da deflasyon durumunda ortaya çıkmasıyla oluşan olaylar sıralanmıştır (Mishkin, 1991: 10).

**Tablo 1. Finansal Krizlerde Olayların Sıralanması**



**Kaynak:** Mishkin, F. "Anatomy Of Financial Crisis", NBER Working Paper Series, NO:3924, Decemer 1991, s.12.

### 3.5.Kredi Tayınlaması Yaklaşımı

Akerlof'un değersiz şeyler sorununu finansal piyasalarla ilişkilendirilmesi ile birlikte, borç alan ekonomik birimler arasındaki gözlemlenemeyen niteliksel farkların etkisiyle ortaya çıkan kredi tayınlaması olgusu üzerinde durulmalıdır. Borç verenler bir taraftan faiz düzeylerini belirlerken, diğer taraftan bu faiz oranlarından talep edilen miktardan daha düşük miktarda borç verdiklerinde kredi tayınlaması ortaya çıkmaktadır (Jaffee&Russell, 1976:4). Faizlerin artması daha güvenli projelerin elenmesine yol açarak, ortalama borçlu kalitesini düşürür. İlerleyen aşamalarda borç verenin beklenen getirisini azaldığından, borç arz eğrisi geriye döner. Yükselen faiz koşulları altındaki bir piyasada, yüksek riskli projelere sahip yatırımcılar borç talebi açısından daha istekli olurken, kredi arz edenlerin yatırımcılar hakkındaki değerlendirmeleri eksik kalır. Bu bağlamda, kredi arz

edenler açtıkları kredilerin sayısını azaltmaktan başka çare bulamazlar. Böylece, faiz oranındaki artışa karşın açılan kredi miktarında bir düşüş ortaya çıkmış olmaktadır. Bu durumda aynı niteliklere sahip potansiyel borçlulardan bir kısmı istediğini elde edemez. Reddedilenlerin, daha yüksek faiz oranı ödemeye razı olmaları bunu değiştirmez. Kredi tayinlemesini tanımlayan bir diğer koşul ise, herhangi bir faiz oranından borç alamayanların bulunmasıdır. Sonuç olarak, borç arz ve talep eğrisinin kesişmediği böyle bir durumda, sunulan borç miktarı arz eğrisinin izin verdiği maksimum miktardır. Faiz oranlarındaki artış yalnızca borç arzını azaltır (Stiglitz&Weiss, 1981: 206).

### 3.6. Bankacılık Panikleri Yaklaşımı

Bankaların bilançoları duruma, bankaların vereceği kredi miktarını çok etkilemektedir. Bankaların bilançolarındaki bozulma, banka sermayesinin azalmasına yol açacaktır. Yani bankaların borç vermek için daha az kaynakları olacaktır. Bunun sonucunda kredi miktarı azalacaktır. Kredi miktarında azalma, yatırımda ve toplum ekonomik aktivitede azalmaya neden olacaktır. Banka bilançolarında bozulma çok kötüyse, bankalar iflas etmeye başlayacaktır. Bunun sonucunda oluşan panik, bir bankadan ötekine bulaşırken sağlam bankalarda iflas edecektir. Birden fazla bankanın iflası durumuna banka paniği denilmektedir. Bulaşmanın kaynağı asimetrik bilgidir. Panik sırasında mevduat sahipleri, paralarının güvende olmadığını düşündüklerinden ve bankaların portföylerinin kalitesini bilmediklerinden, paralarını banka iflas edinceye kadar çekeceklerdir. Kısa bir zaman içerisinde, birden fazla bankanın iflas etmesi, finans piyasalarında veri kaybına ve bankacılık sektörünün finansal aracılık özelliğinin yok olmasına yol açacaktır. Bir finans krizi sırasında bankaların kredilerindeki azalma, borç olarak verilecek fonların sunumunda düşüşe, yani faiz oranlarının artmasına yol açacaktır. Banka paniği kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açacaktır. Bu sorunlar yatırıma verilecek kredi miktarında ve toplam ekonomik aktivite de büyük düşüşe yol açacaktır (Mishkin, 2003: 191).

Bankacılık sektöründe yaşanan sıkıntılar, para piyasalarında dalgalanmalara neden olduğunda dolaylı olarak finansal istikrarsızlığı beslemektedirler. Friedman ve Schwartz (1963)'a göre parasal miktar değişimleri iş çevrimlerini gecikmeli olarak etkilemektedir. Bu etkiler değişken nitelikteki gecikmelerle ortaya çıkmakta ve uzun bir müddet devam etmektedir. Bir başka ifadeyle, para stoku değişkenliği ile gelir değişkenliği arasında oldukça yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bu çerçevede, para stokunu belirleyen temel öğeler



parasal taban, para-mevduat oranı, rezerv-mevduat oranı olarak tanımlanmaktadır. Bir diğer ifadeyle, bu unsurlardaki değişimlerin para miktarındaki değişimler üzerindeki etkisi oldukça fazladır. Para çoğaltanı para stokunun parasal taban stokuna oranı olarak ortaya çıkar. Para çoğaltanı yukarıdaki oranları içeren bir tanımlamadır. Para çoğaltanını arttıran bir değişim para stoku üzerinde pozitif yönde bir etki yapacaktır. Para-mevduat oranındaki bir artış veya rezerv-mevduat oranındaki bir azalma para çoğaltanını arttırarak para stokunu da artırır. Ayrıca, para çoğaltanı büyüdükçe, parasal tabandaki değişmelerin para stoku üzerinde daha fazla etkileri olacaktır. Bu koşullar altında bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmeler, para arzı üzerindeki etkili olmakta ve bu yolla ekonomik faaliyetin seyrini belirlemektedir. Sektörde belirecek panik hali, para stokunu değiştirici güce sahip unsurları etkileyerek finansal istikrarsızlığı besleyebilmektedir.

### **3.7.Felaket Miyopluğu**

Felaket miyopluğu, düşük olasılıklı yüksek kayıplara neden olabilecek olayların ihmal edilmesi eğilimi olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifadeyle riskin gerçekleşme olasılığının çok düşük olduğu süreçlerde, riskin gerçekleşmesi durumunda, ortaya çıkacak etkinin çok büyük olması anlamına gelir (ECB, 2000: 22).

Bu olgunun açıklanmasında en çok kullanılan örnek, kısa zaman önce bir otomobil kazasına tanık olmuş sürücüdür (Herring, 1999: 71). Bu sürücünün olay karşısında ilk tepkisi, sanki kaza olasılığı aniden yükselmiş gibi, çok dikkatli araba kullanmaya başlamasıdır. Fakat zaman geçtikçe, yavaş yavaş kaza görüntüleri hafızadan silindikçe dikkat dağılmaya başlayacaktır. Felaketin gerçekleşmesinden uzun zaman sonra, belirli bir noktada, felaketin olasılığı düşecek ve sifıra yaklaşacaktır.

### **3.8.Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller**

#### ***3.8.1.Birinci Kuşak Kriz Modelleri (Spekülatif Atak Modelleri)***

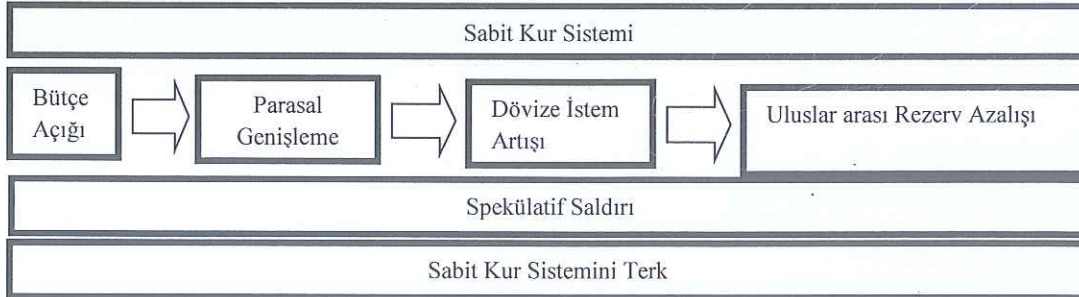
1980'li yıllarda, finansal krizlerin öngörülebilir olduğu görüşü oldukça yaygındı. Latin Amerika'da, bu on yılın başında yaşanan bir dizi krize dayanarak genelleştirilen geleneksel Ortodoks görüşe göre, bu tür krizlerin temel nedeni, döviz girdisi kısıtlı olan bir ekonomide, hızla artan devlet harcamalarının yarattığı kamu maliyesindeki açıklar ve bu açıkların para basarak finanse edilmesinin neden olduğu döviz rezervlerindeki erimelerdir.



Döviz rezervlerindeki düşüş belli bir düzeye ulaştığında, sabit kurun sürmeyeceği görüşünün piyasalara egemen olmasıyla birlikte, spekülörlerin dövizde yönelmesi, kurun çökmesine neden olmakta ve böylece ulusal para birimi, öteki paralara göre değerinin önemli bir kısmını aniden yitirmektedir. Kriz öncesinde, bu ülkelerin hemen hemen hepsinde fiyat artışıyla birlikte reel kur değerlenmiş ve cari açıklar önemli bir artış göstermiş olduğundan bu iki göstergedeki yükselmenin krizin belli başlı işaretçisi olduğu görüşü, birinci kuşak kriz modellerinde genel kabul görmektedir (Ertürk, 2006: 226).

Birinci kuşak finansal kriz modellerine göre, makro ekonomik politikaların (gevşek para ve maliye politikaları gibi), hükümetin döviz kuru hedefleriyle tutarsızlık göstermesi finansal krizlerin temel nedenidir. Bu yaklaşım ilk kez 1979'da Paul Krugman tarafından ortaya konmuştur. Krugman, sabit döviz kuru sisteminin olduğu bir ekonomide, bütçe açıklarının kapatılmasında parasal genişlemeye başvurulmasının yaratacağı sonuçlara dikkat çekmektedir. Bütçe açıklarının parasal genişleme ile kapatılması durumunda, ortaya çıkan ek para dövizde yönelmekte, böylece parasal otoritenin uluslar arası rezerv düzeyi erimektedir. Bütçe açığı ve bu nedenle parasal genişleme sürecinin süreklilik kazanması, dövizde olan istemin artması, uluslar arası rezerv düzeyinin de aşamalı olarak azalması ile sonuçlanacaktır. Rezerv düzeyindeki bu azalma, spekülörleri dövizde saldırı için güdeleyecektir. Dövizde saldırması durumunda kaybedecek bir şeyi olmayan spekülör, hareketsiz kalıp, sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi durumunda sermaye kaybına uğrayacaktır. Böyle güçlü bir güdü ile hareket eden spekülörler Krugman'a göre kesinlikle uluslar arası rezervler sıfırlanmadan önce harekete geçecek ve sabit döviz kuru sistemi sürdürülemez duruma gelecektir (Krugman,1979: 311-312). Birinci kuşak kriz modellerine göre yukarıda anlatılan krizin oluşum süreci Tablo 2'de gösterilmiştir.

**Tablo 2. Birinci Kuşak Kriz Modellerinde Krizin Oluşum Süreci**



**Kaynak:**Krugman P. (1979), "A model of Balance of Payment Crises" *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, s.311-325.

Aslında Krugman'a esin kaynağı olan çalışma, Stephen W.Salant ve Dale W.Handerson tarafından 1978 yılında, altın piyasasıyla ilgili olarak yapılan çalışmadır.

Salant ve Handerso çalışmalarında altın piyasasına yönelik fiyat istikrar programlarının yıkıcı spekülasyonlarla, altın para sisteminin çöküşüne nasıl neden olduklarını modellemişlerdir (Salant ve Handerson, 1978: 628).

Özetlenecek olursa; bu modelde krizler, genel olarak bütçe açılmalarının bir ürünün olarak değerlendirilir. Krizle ilgili olarak döviz kuru dengesizliği, bütçe açığı ve ödemeler dengesi gibi, temel ekonomik etkenler esas alınır ve döviz kuru rejiminin çöküş nedeni, hükümetin, bütçe açıklarını kapatmak için karşılıksız para basması olarak gösterilir. Bu modeller çerçevesinde ani para krizleri, yatırımcıların ya da piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığıyla açıklanmaz. Krizler, ulusal paranın fiyatını o düzeyde korumanın zorlaşmasıyla, artık o parayı elde tutmanın çekici olmayacağı mantığından kaynaklanmaktadır. Sabit kur rejiminin sona ermesi, sermayenin spekülatif kaçışı ile kendiliğinden gerçekleşmektedir (Tosuner,2005: 4).

Birinci kuşak modeller, günümüzde yaşanan krizleri açıklamakta yetersiz kaldığı için eleştirilmektedir. Eleştirilerin başında, sabit kur politikasını uygulayan hükümetin, parasal bir krize yol açacağını bile bile bütçe açığını parasal genişleme ile finanse etmesi ve Merkez Bankasının ekonomideki gelişmelere bakmadan, rezerv satarak döviz kurunu baskıladığı varsayımı yer almaktadır. Bu durum modelin aşırı mekanik ve tek boyutlu olmasına neden olmaktadır. Oysaki bütçe açıklarının sürekli olduğu zamanlarda bile, açıkları para basarak finanse etmenin ötesinde başka politika seçenekleri de vardır (Yay,2001: 23).

### ***3.8.2.İkinci Kuşak Kriz Modelleri***

İkinci kuşak kriz modellerinin beklentilerin kendi kendini beslemesi ve çoklu denge olmak üzere iki temel özelliği vardır. İkinci kuşak modeller sabit döviz kuru sisteminin çöküşünü ekonomik bir sürecin kaçınılmaz bir sonucu olarak değil, politik bir tercih olarak kabul eder. Diğer bir ifadeyle devalüasyon yapıp yapılmayacağı sabit kur rejimini sürdürmenin hükümete sağladığı faydanın maliyetinden yüksek olup olmadığına bağlıdır. Sabit kuru sürdürmenin maliyeti ne kadar yüksekse, özel kesimin, hükümetin sabit kuru sürdürme yüklenimine güvenleri o derecede azalır ve devalüasyon olasılığı o derece artar (Bastı,2006:12).

Hükümetin sabit kuru sürdürmek için faiz oranını yükseltmesi bir kısır döngü yaratmaktadır. Bu kısır döngünün oluşumu iki varsayımdan hareketle açıklanabilir. Birinci



varsayım hükümetin sabit kur sisteminin sürdürüp sürdürmeme kararını göz önüne alması ve faiz oranlarını yükseltmenin maliyetli olup olmayacağını karşılaştırmasıdır. İkinci varsayım hükümet ve piyasa oyuncuları arasında asimetric bilginin olmasıdır. Hükümetin sabit kuru sürdürme kararını vermesiyle birlikte, bu karardan ötürü katlanacağı maliyetin ne düzeyde olacağını piyasa oyuncuları bilmemektedir. Bu koşullar altında sabit kur sistemi kendi kendini besleyen para krizlerine açık duruma gelecektir. Birinci kuşak modellerde tam öngörü varsayımı geçerli olduğundan spekülörler sabit kur sisteminin ne zaman terk edileceğini bilmektedir. İkinci kuşak krizlerde ise spekülörler arasında ortak bir görüş yoktur. Spekülörler tam bilginin olmadığı durumdaki davranışları, spekülatif saldırının dinamiğini oluşturacak asıl konudur. Aralarında eşgüdüm olmayan spekülörlerin kendi bireysel bilgilerinden çok, öteki spekülörlerin davranışlarına göre hareket etmeleri kendi kendini besleyen bir süreç yaratmaktadır. Spekülörler bu davranışları ekonomik büyüklüklerin durumuna bağlı olmadan gerçekleştirmekte ve böylece çoklu denge oluşmaktadır (Kansu, 2006: 85-95).

Spekülörlerin beklentilerine bağlı olarak döviz kuru her biri dengede olan birden fazla farklı değer alabilir. Obstfeld (1996), Cole&Khoe (1996-1998), Chang&Valesco (1998) çoklu dengenin oluşumunun makro ekonomik büyüklüklere bağlı olduğunu savunmaktadır. Eğer makro ekonomik büyüklükler çok iyi ise (örneğin işsizlik sorunu, dış ticaret açığı ve bankacılık sisteminde likidite sorunu yoksa) sabit kur sistemini savunmanın maliyeti çok düşük olacaktır. Bu nedenle beklentilerle maliyetler arasında geri besleme süreci ortaya çıkmaz. Eğer makro ekonomik büyüklükler çok kötü ise birinci kuşak modellerde olduğu gibi devalüasyon kaçınılmazdır. Makro ekonomik büyüklükler orta düzey değerlere sahip olduğunda ise beklentilere bağlı olarak çoklu dengenin oluşması olasıdır. Diğer bir ifadeyle bir yandan olumsuz beklentilere göre yüksek bir döviz kuru düzeyinde denge gerçekleşirken öte yandan olumlu beklentilere göre düşük bir döviz kuru düzeyinde başka bir denge gerçekleşebilir (Bastı,2006: 13).

İkinci kuşak modeller hükümet ve spekülörler arasındaki etkileşimi ön plana çıkarmaktadır. Hükümetin spekülatif saldırılara karşı izleyeceği politikalar ve krizi önlemedeki rolü ele alınmaktadır. Özetle birinci kuşak modellerden farklı olarak hükümetin pasif rolü aktif role dönüşmektedir. Hükümetin uygulayacağı ekonomi politikaları piyasada oluşacak beklentilere göre biçimlenmektedir. Piyasa oyuncularının devalüasyon beklentilerini arttıran ve para krizine neden olan unsurların ekonomik



büyükliklerle hiçbir alakası olmayabilir. Beklentiler ekonomik büyüklüklerle ilgili kötü haberler ya da bir takım politik olaylardan kaynaklanabilir (Kansu,2006:85).

Bu modeller, uluslar arası rezervlerin tükeneyeceği beklentisinden ötürü para otoritesinin sabit kur sistemini terk edeceği düşüncesini desteklemektedir. Para otoritesinin sabit kur sistemini sürdürmeyi gerekli kılan politikalarının makro ekonomik değişkenler üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu konusundaki endişeleri kur sisteminin terk edilmesine neden olmaktadır. Bu modellerin en önemli karakteristik özelliği ekonomik temellerin para krizlerini açıklamada gerekli ancak yetersiz olmasıdır (Altıntaş&Öz,2007: 22).

1992 Avrupa Para Sistemi (ERM – European Exchange Rate Mechanism) krizi, ikinci kuşak krizlere verilen örneklerden biridir. Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinin getirdiği zorunluluktan ötürü Almanya'nın yüksek faiz politikası uygulaması, ticari ortaklarını zor duruma düşürmüştür. Çünkü yüksek faiz politikası işsizlik gibi önemli bir sorunu beraberinde getirmiştir. Bu durum 1992 başlarında devalüasyon olasılığının yükselmesine ve Almanya'nın ticari ortaklarının faiz oranlarını yükseltmesine hatta Almanya'daki faiz oranlarından daha yüksek boyutlara çıkarmalarına neden olmuştur. Ancak bu politika piyasada oluşan devalüasyon beklentisini engelleyememiş ve Eylül 1992'de ERM krizi yaşanmıştır. Sermaye hareketlerinin yüksek olduğu ve spekülörlerin yüksek boyuttaki sermayelerini İngiltere, İtalya ve İspanya'nın milli paralarına yönelik spekülatif amaçlı kullanmaları, bu ülkeleri ERM dışına itmiştir. İngiltere ve İtalya'nın yeterli döviz rezervleri olmasına karşın para krizi engellenememiştir (Kansu,2006: 117).

### **3.8.3.Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri (Yayıma/Bulaşma Etkisi Modeli)**

Krugman (2001) çalışmasında üçüncü kuşak modellerde üç temel kriz nedeni üzerinde durmaktadır. Bunlar:

- Ahlaki tehlike kaynaklı yatırımlar; dış borç ile finanse edilen yatırımların aşırı biçimde yapılması ve daha sonra bu sürecin tersine dönmesi,
- Açık ekonomilerde banka hücumlarının görülmesi (bank-run),
- Ödemeler bilançosu bozulmalarının döviz kuru üzerinde yarattığı baskı.

Birçok ülkenin dışa açık ticaret politikaları izlemesi, özelleştirmenin hızlanması, özel sektörün kredi bulma olanaklarının genişlemesi ve hükümetin denetimi altındaki, yurtiçi kredilerden başka olanak elde etme olanağının sağlanması, bir anlamda hükümet ve

özel sektör arasındaki ortaklığı genişleterek sağlıklı bir yapıya dönüştürmüştür. Finansal serbestlik ve ahlaki tehlike banka hücumlarına yol açarak mevduatın yurt dışına sermaye olarak çıkmasına ve döviz kuru üzerindeki baskının artarak sabit kur sisteminin terk edilmesine nede olabilmektedir (Kansu,2006: 123).

Doğu Asya Krizi'ndeki sorun, ahlaki tehlike idi. Çünkü sorun finansal kurumların yeterli denetim ve gözetimden yoksun olmalarına karşın, devlet garantisi altında olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu kurumların, aşırı riskli borç vermeleri varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve enflasyona neden olmaktadır. Riskli borç vermenin sürmesi, riskli varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve varlık balonunun daha da şişmesine neden olmaktadır. Daha sonra balon patlamaktadır. Kriz bu sürecin tersine doğru işlemini içermektedir. Varlık fiyatları düşmekte ve iflaslara neden olmaktadır. Doğu Asya ekonomilerinin yaşadığı kendi kendini besleyen kriz bu şekilde açıklanabilmektedir. Ayrıca Doğu Asya ekonomilerinde yaşanan kendi kendini besleyen krizler ile zayıf ticari ilişkilere sahip ekonomileri arasındaki yayılma olgusu da açıklanabilmektedir (Krugman,2001: 2-3).

Doğrudan ya da dolaylı ticari bağlantıya sahip iki ülkeden biri devalüasyon yaparsa, rekabet kaybından dolayı ikinci ülkede ücret artışları ve üretim yavaşlayabilir. Ekonomideki bu yavaşlama nedeniyle para istemi azalabilir ve bu nedenle para sunumu fazlası oluşabilir. Yatırımcılar da bu fazlayı döviz ile değiştirerek uluslar arası rezervlerin azalmasına neden olabilirler. Bu gelişmeler ikinci ülkenin de krize girmesine neden olabilir (Bastı,2006: 18)



## 2.BÖLÜM

### 4. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE İKTİSAT POLİTİKASI İLİŞKİSİ

#### 4.1. Finansal İstikrarsızlığın Ölçülmesi

Finansal sistem istikrarı analizi diye de tanımlanan bu yaklaşım çerçevesinde, erken uyarı sistemleri ve diğer analitik araçlar kullanılmaktadır. Böylelikle, finansal sistemdeki risk ve kırılganlık durumu saptanmakta ve takip edilmektedir. Sistemik riski oluşturan gelişmeler dikkatle incelenerek, gerekli tedbirler alınmaktadır. Sistemi oluşturan kurumların yapısal koşulları toplamda sistemi etkileyecek bir etkiye sahiptir. Bu yüzden, gecikmeli olarak elde edilse de finansal aracı kurumlardaki sorunlar, finansal sistemin analizi için oldukça önemli göstergelerdir. Makro ekonomik değişkenler ise finansal sistemleri etkileyen dengesizlikleri işaret eder. Bu dengesizlik sinyalleri ekonominin hangi yönde ilerlediği konusunda fikir verdiğinden, aynı zamanda öncü göstergeler olarak da tanımlanmaktadır. Finansal krizler genellikle her iki tipteki göstergenin olağan dışı değişimler gösterdiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. (Evans&Leone&Gill&Hilbers, 2000:3)

Finansal sistemin içinde bulunduğu durumu tespit eden gösterge yaklaşımındaki temel mantık, çeşitli göstergeler arasından krizleri tahmin edebilmede en faydalı olanlarını ayırtılabilmektir. Genel olarak üç farklı yaklaşım takip edilmiştir. Birinci yaklaşım nitel karşılaştırmadır. Bu yaklaşımda, ekonominin temel değişkenlerinin finansal krizin hemen öncesi ve olağan dönemlerdeki (ya da kriz yaşamamış ülkelerdeki) grafikleri karşılaştırılarak, farklılıklar analiz edilir. İkinci yaklaşım ekonometrik modellemedir. Döviz kuru baskısına ait bir ölçüm kestirebilmek için regresyon tahminleri yapılır. Ayrıca, logit veya probit modelleri kullanılarak hangi göstergelerin krizleri öngörmedeki başarılı oldukları kestirilir. Üçüncü yaklaşım, parametrik olmayan tahmindir. Farklı değişkenlerin potansiyel bir krizi işaret etmede ne kadar faydalı oldukları değerlendirilir. (Hawkings&Klau,2000:2)

Mikro bazda göstergelerden olan sermaye yeterliliği, finansal kurumların bilançolarına yönelik şoklar karşısında ayakta kalabilme yeteneklerinin derecesini tanımlamaktadır. Kurumların maruz kaldıkları finansal riskler veya bu risklerde artış eğilimi taşıyan gelişmeler, bilançolar üzerinde olumsuz etkilere sahiptir. Sermaye yeterlilik oranları döviz, kredi, faiz oranı riski gibi riskleri dikkate aldığı için faydalıdır. Ancak, sermaye oranlarının güvenilirliği varlık kalitesi göstergelerine bağlıdır. Finansal

kurumların ödeme gücüne yönelik riskler, genellikle varlıkların zarar görmesi olgusundan kaynaklandığından varlık kalitesi göstergelerinin izlenmesi oldukça önemlidir. Kurumlardaki performans etkinliğini ise yönetim kalitesi belirler. CAMELS yaklaşımına ilişkin bir başka unsur kazançlar ve karlılık durumudur. Karlı olmayan finansal kurumlar ödeme güçlüğü sorunları konusunda daha fazla risk barındırdığından, karlılık ile ilgili göstergelerin düşme eğilimi göstermesi bu sorunlara işaret eder. Ancak, yüksek karlılık olgusu da aşırı risk algısındaki değişimlere dikkat çeker. Başlangıçta finansal kurumlar borç ödeme sorunları yaşamasa da, kısa dönemde likidite yönetimindeki sorunlar kurumları çok ciddi sıkıntılara sokacağından, likidite göstergelerinin takibi gerekir. Piyasa riskine karşı duyarlılık da finansal kurumların içinde buldukları koşulları tanımlamaktadır. Ayrıca, ekonominin içinde bulunduğu koşulların finansal sistemin işleyişini etkilemesi ve finansal kurumların makroekonomik bazı gelişmelerden etkilenmesi nedeniyle, makro ekonomik gelişmelere yönelik göstergelerin istikrarsızlık analizinde kullanılması önemli olmaktadır. Sözelimi, reel milli gelirin azalması, cari işlemler açığının artması, dış borçlanmanın artışı, enflasyon, faiz oranları ve döviz kurlarındaki artan oynaklıklar, reel faizlerin artması, kur istikrarsızlıkları, kredi ve aktif fiyatlarındaki aşırı yükseliş gibi gelişmeler finansal istikrarsızlık sorununu beslemektedir (Evans&Leone&Gill&Hilbers, 2000: 3)<sup>2</sup>

#### 4.2. Finansal Liberalizasyon ile Finansal İstikrarsızlık İlişkisi

Finansal liberalleşme içsel ve dışsal liberalleşme olarak ikiye ayrılır. İçsel liberalleşmede yurtiçi finansal sistem üzerindeki kısıtlar kaldırılır. İçsel ve dışsal kamu düzenlemelerinin kaldırılması yoluyla, finansal liberalleşmenin finansal piyasaları daha etkin hale getirdiği, böylece ticari yatırımlar için gerekli ödünç verilebilir fon miktarını arttırdığı düşünülmektedir. Dışsal liberalleşme ise, yurtiçi finansal piyasaların uluslararası piyasalarla entegrasyonunu içeren bir sürece işaret eder. Dışsal liberalleşme uygulaması, kısa vadeli sermaye hareketliliğini ve doğrudan yabancı yatırım akımlarına neden olan tam ya da kısmi sermaye hesabı serbestisini içermektedir. Sonuç olarak, finansal araçlar daha fazla etkin olacağından, finansal istikrar finansal liberalleşme ile birlikte artmaktadır (Weller,1999:2).

<sup>2</sup>Makro bazda denetleme için gerekli finansal veri tipleri ve öncü gösterge etki Ek 2'dedir. Seçilmiş finansal istikrarsızlık olaylarının özellikleri Ek 3'dedir.



Liberalleşme sürecinin zamanlaması ile ilgili olarak, iki farklı tipte liberalleşme yöntemi tanımlanabilir. Birinci yöntem, yurtiçi finansal piyasalarla başlayıp dikkatlice dışsal entegrasyona yönelen aşamalı liberalleşme süreci şeklinde tanımlanabilir. Bu tanım, küresel ağa entegre olabilme yeteneğine sahip finansal piyasaların oluşumunun ancak yıllarca sürececek bir zaman döneminde gerçekleşeceği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım, sermaye hesabı liberalleşmesinin 1980lerin sonuna kadar tamamlanmadığı savaş sonrası Avrupa'da benimsenmiş bir yöntemdir. İkincisi ise, hızlı ve ani finansal liberalleşme süreci olarak betimlenmektedir. Bu yaklaşımın öncülü ise, finansal kısıtlamaların kimi özel ve politik çıkarlara hizmet etmesi dolayısıyla önemli reformların engellendiği ve ancak sert bir çıkışın liberalleşmeyi başlatabileceği gerçeğidir (Wyplosz,2001: 3).

Finansal liberalizasyon ve küreselleşme eğilimi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine yeni boyutlar eklemektedir. Özellikle küreselleşmeyle birlikte gelen değişken döviz kurunun yarattığı belirsizlik ortamının ve uluslararası sermayenin kısa dönemli hareketlerinin de finansal istikrarsızlık hipotezine dahil edilmesi gerekmektedir. Bununla beraber, finansal kırılganlığı yaratan süreç hem Minsky'nin analizinde hem de günümüzün küresel dünyasında aynıdır. Bu süreç, yatırımcıların geleceğe ilişkin iyimser beklentileri nedeniyle borçlanarak yatırım yapma eğiliminden kaynaklanmaktadır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin başlangıç noktası, güvenli finansmanın ağırlıkta olduğu bir ekonomide, sermaye malları maliyetinin düşük olması nedeniyle yüksek olan kârlılığın getirdiği ekonomik genişleme baskısıdır. Böyle bir ekonomideki iyimser beklentiler arttıkça yatırım yapma eğilimi de artacaktır. Küreselleşmiş bir dünyada ise, bir ekonomideki iyimser beklentiler kısa sürede artacak ve diğer ülkelere yayılacaktır. Böyle bir ortamda, özellikle belli başlı merkezlerde faiz oranları düşükse uluslararası kısa dönemli yatırımcılar, fonlarını sermaye hareketlerinin kontrol edilemediği ekonomilere yönlendirecekler, bu fonlar ülke parasına çevrilirken, ülkedeki bankaların mevduatları artacak, uluslararası borçların oranı yükselecektir. Bu arada uluslararası sermaye girişinin söz konusu olduğu bu ülkelerdeki sermaye piyasalarındaki varlıkların değeri de artma eğilimine girecektir. Eğer ekonomi yönetimi döviz kurunun durağan seyrini değiştirmek için bir şey yapmazsa, yurtdışından spekülâtif amaçlı fon girişi devam edecektir. Böyle bir durumda döviz kurundaki dalgalanmalar nedeniyle, güvenli finansmanı tercih eden firmaların bile finansal yapıları bozulabilmekte ve birden spekülâtif finansman yöntemini uygulayan birimlere dönüşebilmektedirler (Arestis&Glickman,2002: 242). Özellikle bu

firmalar eğer yabancı fon girişi nedeniyle döviz cinsinden kısa vadeli borç alma yoluna gitmişlerse, aldıkları risk de önemli ölçüde artacaktır. Bu koşullarda, ekonomideki iyimser havanın bir süre daha kendini beslemesi beklenebilir. Çünkü artan varlık fiyatları, yatırımların ve kârlılığın artması döviz kuru ile borçlanmayı daha da teşvik edebilmekte, ekonomideki olumlu sinyaller finansal yönetimin daha az tutucu olmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle özellikle döviz kuru cinsinden kısa dönemli pozisyon alma eğilimi güçlü olacaktır. Görülmektedir ki bir ekonominin dışa açık olması firmalar için finansal kaynakların daha da artması anlamına gelmektedir (Arestis&Glickman,2002: 243).

İçsel finansal liberalleşme genel olarak şu uygulamaları içermektedir:

- Faiz oranları üzerindeki kontrollerin azaltılması ya da tamamen kaldırılması, devletin finansal aracılık faaliyetlerinden çekilmesi ve kamu bankalarının özelleştirilmesi,
- Firmalar ve yatırımcıların menkul değer piyasalarına katılım koşullarının kolaylaştırılması,
- Finansal birimlerin üstlendiği yatırımlar üzerindeki kontrollerin azaltılması,
- Firma ve finansal birimlerin ulaşabileceği fonların genişletilmesi,
- Sistem içerisinde düzenlenen finansal araç çeşitleri üzerindeki kuralların liberalleştirilmesi.

Dış finansal liberalleşme döviz kuru kontrol rejimlerinin değiştirilmesi ile ilgilidir. Cari hesap ve sermaye hesabı liberalizasyonu uygulanır. Sermaye hesabı liberalizasyonu en geniş anlamı ile şu uygulamaları kapsar;

- Yabancıların yerli finansal varlıklara sahip olmasına izin vermek,
- Kendi vatandaşlarının yabancı finansal varlık bulundurabilmesini sağlamak,
- Yabancı para cinsinden varlıkların yurt içi ekonomide serbestçe dolaşımını ve ticaretini sağlamak (Ghosh,2005: 4).

Finansal liberalleşme ile ilgili kritik sorunlar Arestis (2005) tarafından dokuz başlık altında tanımlanmaktadır.

- Sıralama.
- Nedensellik.
- Serbest bankacılığın finansal sistem istikrarını beslemesi.



- Finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi hızlandırması.
- Tasarrufların yatırımlara neden olması.
- Faiz oranlarının değişmesi karşısında önemli dağılım etkilerinin olmaması.
- Finansal liberalleşmenin fakirleri desteklemesi.
- Spekülasyona yer verilmemesi.
- Arzu edilir finansal politikalar.

Bu başlıklar kısaca ele alınacak olursa;

1) Finansal liberalleşmede hangi sektörlerin önce liberalleştirileceği önemli bir sorun olmaktadır. Uygulamada doğru sıralamaların takip edilmesinde bile büyük sorunlar çıkmaktadır.

2) Finansal gelişme ve büyüme arasında ilişkinin varlığı ve niteliği konusunda farklı sonuçlara ulaşan çalışmalar bulunmaktadır.

3) Bilgi asimetrisi ve belirsizlik sorunları göz önünde bulundurulduğunda serbest bankacılık istikrarı besleyen bir olgu olarak karşımıza çıkmayabilir.

4) Finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi hızlandığı argümanında faizlerin artması ile arz edilen fonların artacağını söylemektedir. Ancak altın ve gayrimenkul gibi varlıkların banka mevduatları karşısında ikame edilmesi bunu engelleyebilir. Ayrıca, bankacılık sektöründeki oligopolistik yapılar da liberalleşme sonrası beklenen fon arzı artışını sağlamayabilir.

5) Tasarruf yatırım ilişkisine gelindiğinde, gerçekte sermaye birikimini finanse eden tasarruflar değil bankacılık sektörüdür. Kredi yaratan finansal sistemde yatırımları finanse eden tasarruf sahipleri değil bankalardır. Ayrıca modern bankacılık sisteminde mevduatlar borçları değil, borçlar mevduatı yaratır.

6) Faiz oranlarındaki değişimler gelir dağılımını olumsuz yönde etkilemektedir. Fiyatlamada talebin önemli olduğu ve maliyetin önemli olduğu sektörler arasındaki farklılık buna neden olmaktadır.

7) Finansal liberalleşmenin yoksulluğu azalttığı konusunda kesin bir uzlaşma bulunmamaktadır.

8) Liberalleşme beklentilerin kışkırttığı ve rekabetin zorladığı spekülatif baskılara yol açarak finansal krizlere duyarlılığı arttırmaktadır.

9) Finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkinin niteliğinin belirlenmesinde kurumsal faktörler ya da politikalar kritik bir role sahiptir. Kurumsal kalite ile finansal kırılganlık arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur (Arestis,2005: 05).

Liberalleşme politikalarının sıralaması Tablo 3'te verilmektedir. Buna göre, önce reel sektöre bağlamında içsel liberalleşme, sonra finansal sektör bağlamında içsel liberalleşme tanımlanmaktadır. Üçüncü adımda reel sektörde dışsal liberalleşme ve en son olarak finansal sektörde dışsal liberalleşme gösterilmektedir.

**Tablo 3. Liberalizasyon Sıralaması**

	İçsel Liberalleşme	Dışsal Liberalleşme
Reel Sektör	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ istikrar odaklı politika</li><li>➤ fiyatların liberalizasyonu</li><li>➤ gizli ve açık vergi ve sübvansiyonların azaltılması</li><li>➤ özelleştirme</li></ul> <p style="text-align: center;">1</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ cari işlemlerin liberalizasyonu</li><li>➤ döviz piyasasının oluşturulması ve konvertibilitenin sağlanması</li></ul> <p style="text-align: center;">3</p>
Finansal Sektör	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ yurtiçi bankacılık sisteminde yeniden yapılanma ve özelleştirme</li><li>➤ para piyasalarının oluşturulması</li></ul> <p style="text-align: center;">2</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması</li><li>➤ tam konvertibilite</li></ul> <p style="text-align: center;">4</p>

**Kaynak:** Mokhtar, M. ve E. Fatemah (2007), "Financial Liberalization in the Developing Countries: Failures of the Experiment and Theoretical Answers" *European Journal of Social Sciences*, V:4, N:2

Finansal liberalleşme sonrası ortaya çıkan risk sorunu, 10'lar raporunda (Group of Ten, 1997) dile getirilmektedir. Henüz liberalleştirilmiş finansal sistemlerdeki finansal kurumlar daha güçlü bir rekabet karşısında döviz kuru ve kredi risklerini idare edebilecek tecrübeden yoksundur; bu kurumlar daha riskli yatırımlara yönelirler. Liberalleşme ile birlikte bankalar yerli varlıklarını finanse etmek için döviz cinsinden kredi alarak, döviz kuru açık pozisyonlarını arttırırlar. Ayrıca, yerli kaynaklara sahip yurtiçindeki yerleşiklere döviz cinsinden borç verme yönünde hareket ederler. Riskler finansal aracılığa özgün bir durumdur ve finansal kurumlar bu risklere karşı tamamen koruma altına alınmamalıdır. Ancak, sermaye ve finansal liberalleşmeye paralel olarak düzenleyici ve denetleyici



çerçevenin güçlendirilmesi bu risklerin uygun bir şekilde idaresi için gerekli dürtülerin gelişimini sağlamaktadır.

Wyplosz (1998) finansal istikrarsızlık sorunlarının liberalleşme ile ilişkisinde makroekonomik literatürdeki imkansız üçlü ve çoklu denge olgularına vurgu yapmaktadır. Açık makro ekonominin temel prensibi şu üç unsurdan yalnızca ikisine sahip olabileceğimiz gerçeğidir; sabit döviz kuru, tam sermaye hareketliliği ve para politikası bağımsızlığı. Bunların herhangi bir çiftini uygulamak mümkünken, üçünü birden gerçekleştirmeye çalışmak kaçınılmaz olarak para krizine neden olur. Tam sermaye hareketliliği, faiz oranının para otoritelerinin kontrolü dışında finansal koşullar tarafından belirlendiğini gösterir. Bu koşullarda faiz oranları, döviz kurunun gelecekte alacağı değerlere ilişkin piyasa beklentilerini ve risk primini yansıtacaktır. Sabit döviz kuru ise, para arzının tamamen talep tarafından belirlendiği, parasal bağımsızlığın kaybedildiği bir durumu tanımlar. Sabit döviz kuru hedefinden vazgeçilerek parasal bağımsızlık yeniden elde edilebilir. Sermaye hareketlerinin kısıtlanması ile de faiz oranı ve para arzının yeniden kontrolü sağlanabilir. Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi makro ekonominin bu önemli kanununu ihlal etmiş görünmektedir.

### **4.3. Finansal İstikrarsızlık ve İktisat Politikası**

#### ***4.3.1. Para Politikası ve Para Arzının İçselliği***

Para politikasının operasyonel olarak uygulanabilmesi ve faiz oranlarındaki değişikliklerin reel ekonomiye arzulanan şekilde aktarımı, iyi işleyen finansal piyasaların ve kurumların varlığına bağlıdır. Dolayısıyla finansal piyasalardaki sorunlar, parasal aktarım mekanizması yoluyla para politikasının etkinliğini etkilemektedir. Finansal piyasalardaki aksaklıklar aynı zamanda toplam talep ve enflasyon üzerindeki itibarı ile de para politikası uygulamalarını yönlendirebilmektedir (Cueresma-Gnan,2008: 80).

Herrero ve del Rio (2003:5) para politikasının finansal istikrarsızlık bağlamındaki yansımalarına dikkat çekmektedir. Öncelikle, gevşek para politikası uygulamaları bir yandan enflasyon üzerinde olası artışlara neden olurken, diğer yandan enflasyon oranlarının aşırı değişken olmasını sağlar. Ayrıca, beklenmedik enflasyon artışları reel refahın borç verenler aleyhine yeniden dağılımını sağladığından, piyasalardaki borçlanma araçlarında azalma görülür. Enflasyon oranlarındaki beklenmeyen azalışlar ise borç alanlar aleyhine sonuçlar üretir. Bu durum, banka borçlarının kalitesi ve performansını olumsuz

yönde etkiler ve hatta iflaslara neden olabilir. Sıkı para politikası uygulamaları ise, enflasyon oranlarını düşürür ve böylece piyasalarda düşük faiz oranları ortaya çıkar. Bunun ise, mevduatları azaltma ve likiditeyi özendirme etkisi nedeniyle istikrasızlık koşullarını beslediği görülür. Sıkı para politikasının enflasyonu dizginlemeyi başaramadığı ve reel faiz oranlarının yüksek olmaya devam ettiği durumlarda, finansal istikrarsızlık tehlikesi net bir şekilde ortaya çıkar. Reel faiz oranlarındaki keskin artışların banka bilançoları üzerindeki olumsuz tesirlerinden dolayı bu dalgalanmalar kredi çöküşü yaratabilir. Bu bağlamda, çok gevşek veya çok sıkı para politikaları arasında net bir tercih yapılmasını gerektiren koşullar mevcut değildir. Bu yüzden, para politikası uygulaması koşullarının finansal istikrar bağlamında dikkatlice analiz edilmesi gerekmektedir. Politika uygulamalarında gözetilen amaçlar ve kullanılan araçlar bu noktada önemli bir yere sahiptir.

Fiyat istikrarı parasal sistemin etkinliğini arttırarak ve belirsizlik sorununu ortadan kaldırarak, ekonomik refah düzeyi üzerinde olumlu yansımaları neden olmaktadır. Ayrıca, fiyat istikrarının yüksek düzeyde uzun dönemli büyüme oranları gibi makroekonomik faydaları da vardır. Enflasyon oranlarının düşük ve oynaklıktan uzak olması, ekonominin çevrimsel performansını olumlu yönde geliştirmekte, çevrimsel istikrarı arttırmaktadır. Böylece fiyat istikrarı, hem yüksek ekonomik büyüme hem yüksek düzeyde çıktı hem de istihdamın istikrarı açısından önemli yararlar sağlamaktadır (Taylor, 1996: 181).

Literatürde fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalara bakıldığında iki temel görüşün bulunduğu belirtilebilir. Bu görüşlerden ilkinde göre, fiyat istikrarı finansal istikrarı desteklemekte ve hatta fiyat istikrarının sağlanması, tek başına finansal istikrarın sağlanması için yeterli olabilmektedir. Merkez bankaları tarafından piyasalara aşırı likidite enjekte edilmesiyle ortaya çıkan yüksek enflasyon, yatırımlardan elde edilecek reel getirilerin doğru bir biçimde tahmin edilmesini engellemekte ve böyle bir ortamda varlık fiyatlarında balonlarla karşılaşılabilir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiye yönelik bu görüşe göre; düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyinin sağlanması halinde, finansal piyasalarda söz konusu sorunlar ortaya çıkmayacak ve dolayısıyla finansal istikrar da sağlanmış olacaktır (Issing,2003: 17).

Fiyat istikrarı ile finansal istikrar olguları arasında pozitif etkileşim ya da değiş-tokuş ilişkisinden bahsedilebilir. Değiş-tokuş ilişkisine vurgu yapan Mishkin (1997)'e göre, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla uygulanan yüksek faiz politikasının finansal istikrar konusunda olumsuz sonuçları bulunmaktadır. Yüksek faiz oranları,



özellikle ülkeye sermaye girişini çektiği durumlarda, bankaların bilanço yapılarının ve firmaların net finansal değerlerinin negatif yönde etkilenmesine yol açar. Burada öne çıkan sıkıntılar aşırı borçlanma ve artan kredi riskidir. Ancak, ülkeye çekilen yabancı sermaye yerli para cinsinden borçlanmalara yöneldiğinde, para uyumsuzluğu sorunu da ortaya çıkar. Finansal piyasa koşulları oldukça istikrarsız bir yapıya doğru hareketlenir.

Finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında karşılıklı bir faydanın, sinerjinin mevcut olduğunu öne süren iktisatçılardan Schwartz (1995: 21-25) ile Bordo ve Wheelock (1998: 41-62), güvenli bir düzeyde tutulan fiyat hareketlerinin faiz oranlarının öngörülebildiği bir ortamı sağlayacağını ifade ederler. Böylelikle bir yandan finansal kurumlar ve özellikle bankalar açısından sorun teşkil eden faiz oranı uyumsuzluğu riskleri azaldığı gibi, diğer yandan uzun dönemli faiz oranlarındaki enflasyon risk primi de asgariye çekilecektir. Bu koşullar altında daha sağlam bir finansal sistemden bahsedilebilir.

Fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamasının nedeni, finansal kurumların kredi analizi sürecindeki davranış yöntemleri ile ilgilidir. Borç veren birimler borç verme süreçlerinde teminat talep ederken, borçluların cari varlıklarının cari yükümlülüklerine oranını değerlendirirler. Borç verenler bu bilanço oranlarının tahminini ve teminat analizini, borcun süresi içinde cari fiyat düzeyi üzerinden yapmaktadır. Dolayısıyla, fiyat düzeyindeki ya da enflasyon oranındaki beklenmedik değişimler, borçlanmanın dayandığı varsayımları geçersiz kılar. Ayrıca, borçluların projelerinin hayata geçirilmesinden sonra kısıtlayıcı yönde para politikası değişikliğine gidilmesi temerrüt sorunları doğurur. Orijinal fiyat düzeyi ve enflasyon oranları varsayımları artık geçerli değildir. Para politikasındaki değişiklik borç veren ve borç alanların başlangıç fiyat varsayımlarına dayalı proje getirilerinin getiri oranı hesaplamalarını da geçersiz kılmaktadır. Bu çerçevede, finansal sistem istikrarsızlık eğilimleri güçlenmiş olacaktır (Schwartz, 1995: 21-25)

Bordo ve Wheelock (1998: 41-62), Schwartz'ın bu yaklaşımının uygulamada önemli olabilmesi için iki koşulun karşılanması gerektiğini öne sürmektedir. İlk olarak, enflasyon oranındaki dalgalanmalar bir dereceye kadar beklenmedik olmalıdır. İkinci koşula göre, borçlular ile borç verenler tüm olası enflasyon sonuçları karşısında kendilerini tamamen koruyamazlar. Eğer tüm enflasyon hareketleri tamamen tahmin edilirse ya da bireyler tüm bu hareketlere karşın kendilerini tamamen güvene alabilirlerse, enflasyon bu durumda finansal istikrarsızlığı arttırmayacaktır. Tabi ki bu koşullar hiçbir zaman tam olarak gerçekleşmez. Ancak enflasyon beklentisi doğrulandıkça, ya da bireyler istenmeyen

sonuçlara karşı kendilerini daha iyi bir şekilde koruyabildikçe, fiyat düzeyindeki değişkenliğin finansal sistem istikrarı üzerindeki etkisi daha az olacaktır.

Merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde rol oynamalarının üç temel sebebi bulunmaktadır (Schinasi,2003: 7-8; Padoa-Schioppa,2003: 273-274):

➤ Merkez bankaları ekonomiye yasal ödeme aracı sunan ve doğrudan likidite sağlayan tek kurum durumundadırlar. Merkez bankalarının, bankaların bankası olması, yani bankalara ihtiyaç duyduklarında borç vermesi ve bankaların likit rezervlerini mevduat olarak tutması; bankacılık sisteminin sağlamlığını ve işleyişini sürekli olarak değerlendirmelerine yol açmaktadır. Dolayısıyla, bankacılık sisteminin istikrarı, merkez bankalarının temel fonksiyonlarını yerine getirebilmesinde kritik bir önem taşımaktadır.

➤ Ulusal ödeme sistemlerinin sorunsuz bir şekilde işlemesi, merkez bankalarının ulaşmak istedikleri hedeflerden biridir. Finansal kurumlar ve piyasaların ödeme sistemlerinde merkezi bir rol oynaması, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesiyle yakından ilgilenmelerine yol açmaktadır.

➤ Para politikasının reel ekonomiye aktarılmasında bankacılık sistemi köprü görevi görmektedir. Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar, para politikasının etkinliğini kaybetmesine yol açabilmektedir. Bu doğrultuda finansal istikrar, merkez bankalarının etkin bir para politikası uygulayabilmesi için sağlanması gereken temel koşullardan biri haline gelmektedir.

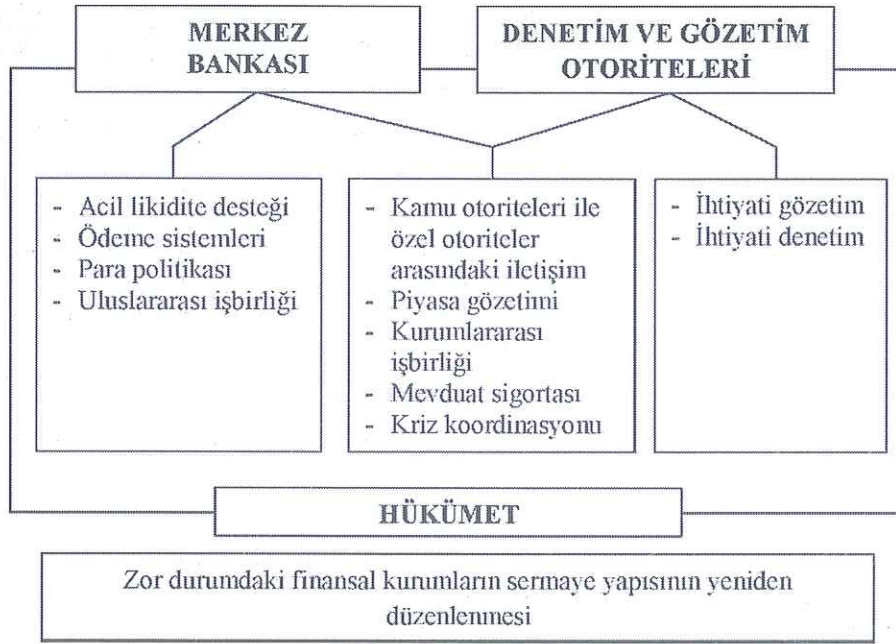
Tüm bu açıklamalar doğrultusunda, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinin, merkez bankalarının genetik kodlarının bir parçası olduğu belirtilebilir (Padoa-Schioppa, 2003: 274). Yani merkez bankaları fiyat istikrar hedefinin yanı sıra, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi konusunda da çeşitli araçlarla finansal sisteme müdahale edebilmektedir.

Merkez bankaları tarafından finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde kullanılacak araçlar Tablo 4'de gösterilmektedir. Aynı zamanda diğer kamu otoriteleriyle birlikte kullanabilecekleri araçları da gösteren Tablo 4'te görüldüğü gibi, merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama ve sürdürmede kullanabileceği birden çok araç bulunmaktadır. Bu araçlar; finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını önleyici araçlar (preventive instruments) ve finansal istikrarsızlıklar ortaya çıktığında bu istikrarsızlıkları çözümlenmeye yönelik tepkisel araçlar (reactive instruments) şeklinde iki gruba ayrılabilir.



Finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını önleyici araçlar, temel olarak denetim ve gözetim otoriteleri tarafından gerçekleştirilen *ihtiyati gözetim ve denetimlerdir*. Ancak bu gözetim ve denetimler, genel olarak mikro düzeyde gerçekleştirilmektedirler. Bununla birlikte, özellikle son yıllarda finansal krizlere yönelik erken uyarı sistemlerinin oluşturulmasını içeren makro ihtiyati tedbirlerin de finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde giderek daha fazla önem kazandığı görülmektedir (Oosterloo-De Haan,2004: 263).

**Tablo 4. Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesinde Kullanılan Araçlar**



**Kaynak:** (Estrella, 2001: pp.35-38; Padoa-Schioppa, 2003: p.288; Oosterloo-De Haan, 2004: pp.263- 265'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.)

Para arzının içselliğine değinecek olursak, 1959 yılına ait Radcliffe Komitesi Raporu bize öncülük edecektir. Rapor, özellikle geleneksel para politikalarının etkin olmadığını vurgulamaktadır. Komite raporunda para politikasının etkinsiz olduğu ifade edilirken, temel olarak paranın tartışmalı bir kavram olduğu, finansal sistemdeki yenilikleri ve çeşitliliği artan ödeme araçlarının para yerine kullanılabildiği, bu yüzden de merkez bankası parasından çok ekonomideki likiditeden bahsedilmesi gerektiği savunulmaktadır. Etkin bir para politikasının uygulanması için bu likiditenin kontrol edilebilmesi gerekmektedir. Eğer geleneksel para politikası uygulanması sonucunda, örneğin, faiz oranları yukarıya çekilebilmiş olsa bile, işadamları kâr beledikleri sürece ekonomide yatırım eğilimi olacak, özellikle finansal yeniliklerin katkısı sayesinde, yatırımcılar ihtiyaç duydukları likiditeyi kolaylıkla temin edebileceklerdir. Çünkü Komiteye göre, finansal

yeniliklerle birlikte paranın dolaşım hızı da değişkenlik gösterecektir. Oysa geleneksel Keynesyen görüşte ekonomide bütün atıl fonlar kullanıldığında paranın dolaşım hızı maksimum olmaktadır. Ancak Komiteye göre, finansal yenilikler sayesinde, böyle bir üst limitten bahsetmek mümkün değildir (Rouesseas,1986: 36).

Finansal piyasalarda yapılan yeniliklerin temel motivasyonu kâr arayışları olmaktadır. Örneğin, merkez bankasının enflasyonun artması kaygısıyla sıkı para politikası izlemesi durumunda, eğer finansal piyasalarda yenilikler yapılmıyorsa diğer bir ifadeyle finansal piyasalarda kurumsal yapı istikrarlıysa, beklenileceği gibi faiz oranları artacaktır. Ancak kâr arayışında olan bankalar için fırsat maliyetini arttıracaktır. Bu durumda bankalar sıkı para politikasını aşmak için yeni finansman teknikleri bulmak, varlık ve yükümlülük yapılarını değiştirmek yoluna gideceklerdir. Örneğin, Minsky'ye göre Amerikan ekonomisinde, artan faiz oranları nedeniyle, ellerinde atıl rezervler bulunduran bankalar, bu rezervleri federal fonlar piyasasına sunmaktadırlar (Minsky,1986: 164).

#### ***4.3.2.Enflasyon***

Enflasyonun parasal bir olgu olduğunu savunan görüşlerin aksine, Post Keynesyen iktisatçılara göre enflasyonun nedeni milli gelirin paylaşımına ilişkin çatışmalardır. Bu çatışma, milli gelir paylaşımında işgücünün ve girişimcilerin kendi paylarını artırma çabalarından kaynaklanmaktadır. Böyle bir çatışmanın enflasyona yol açması ise modern bir ekonominin kurumsal yapısının sonucu olmaktadır. Bu kurumsal yapı içinde özellikle ücretlerin belirlenmesi ve girişimcilerin fiyatlama davranışları, enflasyon olgusunu açıklama açısından önemlidir. Günümüzde girişimciler eksik rekabet koşullarında üretim yapmakta, bu sayede mark-up fiyatlama yöntemini uygulayarak, ücret artışlarını fiyatlarına yansıtmaktadırlar. Dolayısıyla bir yandan işgücü toplu sözleşmeler yoluyla parasal ücretlerini arttırarak milli gelirden daha fazla pay alma çabası içinde olurken, diğer yandan girişimciler bu ücret artışlarını fiyatlara yansıtarak kârlarının azalmamasını amaçlamaktadırlar. Ancak fiyatlardaki artış da yine ücret artışı taleplerini gündeme getirmekte böylelikle işgücü ve girişimcilerin kendi gelirlerini artırma çabası enflasyonla sonuçlanmaktadır. Bu süreçte para arzının ve banka borçlarının pasif bir rolü vardır. Çünkü Post Keynesyen iktisatçılara göre para arzı içseldir. Dolayısıyla para talebi arttıkça para arzı da artmakta, bu sayede ise ücret ve fiyatlar yükselebilmektedir (Arestis,1997: 75).



### 4.3.3. Bankacılık Sistemi

Bankacılık sisteminin fonksiyonları konusunda üç farklı görüş vardır. Bunlar; geleneksel yaklaşım, portföy yönetimi yaklaşımı ve Post Keynesyen yaklaşımdır (Heise,1992: 285). Birinci yaklaşım olan ve bankacılık sistemini kaydi para yaratan bir mekanizma olarak gören geleneksel yaklaşım, öncelikle bankaların verdikleri borçların yine bankacılık sistemine mevduat olarak dönmesini ve bu sayede borç-mevduat ilişkisinin sürekliliğini vurgulamaktadır. Bu sistemde kaydi para yaratmanın sınırı yoktur ancak merkez bankasının varlığı ve fonksiyonları kaydi para arzı üzerinde etkili olacaktır.

Bir diğer yaklaşım, portföy yönetimi yaklaşımıdır. Bu yaklaşımın öncüsü James Tobin'dir. Tobin'e göre bankalar, yükümlülük yapıları şekillenmeden önce varlık yapılarının nasıl olacağına karar vermek zorundadırlar. Bankalar bu kararlarında temel olarak, varlıklarının borç ve finansal yatırım ya da likit varlıklar arasında bölüştürülmesi sorunuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumda bankalar varlıklarını likidite düzeyi düşük borç ve finansal yatırım ile yüksek likiditeye sahip varlıklar arasında optimal bir şekilde bölüştürmek yoluna gideceklerdir. Yani portföy yönetimini gerçekleştireceklerdir. Bankaların portföy yatırımları temelde varlık yönetimine dayanmakta ve acil gereksinimler için, ellerinde belli bir oranda likit varlık bulundurmaya gerektirmektedir. Hatta bu oran, genellikle merkez bankasının belirlediği zorunlu karşılık oranından daha büyük olmalıdır. Bankaların portföy yönetimi, merkez bankasının farklı politikaları karşısında ya da farklı kurumsal yapılarda farklı sonuçlar verebilecektir (Tobin,1982: 495).

Son yaklaşım ise Post Keynesyen yaklaşımdır. Post Keynesyen iktisatçılar bankaların fonksiyonları üzerinde dururken, Tobin'in yukarıda değinilen portföy yönetimi yaklaşımının yetersizliğini vurgulamışlardır. Örneğin, Moore, Tobin'in yaklaşımının yalnızca varlık yönetimini dikkate aldığını, bunun da bankanın kârlılığı için likidite dengesinin sağlanması sanatı olarak tanımlandığını belirtir. Yukarıda değinildiği gibi, portföy yaklaşımında önemli olan bankaların varlık yönetimidir. Moore ise bankaların ellerinde tuttıkları likit varlıkların oranının zaman içinde azaldığını savunmaktadır. Moore'a göre bunun nedeni, merkez bankasının nihai ödünç verme fonksiyonunun gelişmesi, hükümetlerin artan oranda mevduatlara güvence vermesi ve borç yönetimi (yükümlülük) konusunda sağlanan gelişmelerdir. Özellikle borç yönetiminin gelişmesi ticari bankaların yapılarını radikal bir şekilde değiştirmiştir. Bu gelişmelerden önce, bankalar kredi talepleri arttığında ya da beklenmedik mevduat çekilmeleri söz konusu olduğunda, ihtiyaç duydukları fonları ya ellerindeki likit varlıkları satarak ya da merkez

bankasından borçlanarak karşılama yoluna gitmekte ve geleneksel olarak kredi borç ve rezerv portföylerini oluşturmaktaydılar. Ancak borç yönetimi sonucu ortaya çıkan repo, mevduat sertifikası gibi finansal yenilikler sayesinde bankalar giderek broker fonksiyonu görmeye başlamış, varlık ve borç alım satımından önemli kârlar elde etmişlerdir. Bu sayede bankalar gerekli durumlarda ihtiyaç duydukları fonları kredi kaynaklarından karşılayabilmişlerdir. Böylece bankaların borç verme potansiyeli elde tutmak zorunda oldukları rezerv ya da likit varlıklar tarafından sınırlandırılmamış olmaktadır. Bunun sonucu olarak, banka sisteminin açtığı krediler zaman içinde artmış ve banka sistemi ekonomik faaliyet düzeyini daha fazla belirler olmuştur (Moore,1989: 12).

Post Keynesyenler arasında bankacılık sistemini hem kuramsal hem de uygulama boyutuyla inceleyen ilk yazar Minsky olmuştur. Minsky bankacılık sistemini bir ekonomideki kurumsal yapının en önemli unsurlarından biri olarak görür. Ayrıca bir ekonominin kurumsal yapısı içinde yasal düzenlemelerden en çok etkilenen sektör de bankacılık sektörü olmakta, bu nedenle bankacılık sektörünün işleyişinin anlaşılması ve istikrar için gerekli görülen kurumsal düzenlemelerde bu sektörün dikkate alınması gerekmektedir (Minsky,1994: 223).

Minsky'ye göre bankaların temelde üç tür yükümlülükleri bulunmaktadır: mevduatlar, alınan borçlar ve banka hissedarlarının payı. Bankaların yükümlülük yapıları, özellikle mevduatların dağılımı bankaların giderlerini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Örneğin, mevduatların vadelerinin yapısı, bankanın faiz ödemelerinin miktarını belirleyebilmektedir. Bunun da ötesinde, bazı mevduat türleri banka için elde daha fazla likit bulundurulmasını gerektirebilmektedir. Bu açıdan vadesiz mevduatların daha fazla likidite bulundurulmasını gerektiren yükümlülükler olduğu açıktır. Bankalar mevduat yapılarını maliyet koşullarına göre ayarlama eğilimde olacaklardır. Örneğin, faizlerin önemli ölçüde arttığı bir durumda, likidite gereksinimi daha yüksek olmasına karşın, bankalar, vadesiz mevduatları daha çok tercih edip maliyetleri azaltma yoluna gidebileceklerdir. Ayrıca bankacılık sistemindeki yenilikler, likidite gereksinimini ve zorunlu karşılık oranının düzeyini azaltıcı etkiye sahiptir. Örneğin, repo, Eurodollar gibi finansal araçların bu tür gereksinimleri ya yoktur ya da çok düşüktür (Minsky,1994: 230).



#### 4.3.4.Maliye Politikası

Friedman (1986)'a göre, kamu politikası bağlamında finansal istikrarsızlığın potansiyel önemi, finansal bir olgu olarak borçluların ödeme sıkıntısı ile finansal olmayan ekonomik faaliyetteki daralmalar arasındaki iki yönlü karşılıklı ilişkidir. Kaynaklanmaktadır. Aşırı borçlanma yapıları piyasalardaki ödeme yükümlülüklerinin karşılanmasını sektöre uğratarak, kredi arz eden kurumların nakit akımlarında sorunlara yol açar. Böylece, bir taraftan çıktı talebinin daraldığı, diğer taraftan üretim faktörlerine yönelik talebin düştüğü önemli bir olumsuz sonuçla karşılaşılacaktır. Aynı zamanda, yetersiz nakit akımları ile boğuşan ekonomik birimler varlıklarını satmaya zorlanırlar. Varlık fiyatları önemli ölçüde düşer. Bu koşullarda, cari dönemde varlık satmayı düşünmeyen ekonomik birimler açısından, varlıkların beklenen getirilerinde ciddi sapmalar meydana gelir. Bundan dolayı, varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar tüm ekonomik birimlerin ödeme güçlerini tehdit etme potansiyeline sahiptir.

Bunun dışında Summers (1986) bankacılık sektöründe aşırı borçlanmanın özel maliyetleri, artan finansal çöküş riskinin belirlediği tüm sosyal maliyetleri yansıtmadığını öne sürer. Bu durum, özellikle dışsallıkların muhtemelen çok fazla olabileceği bankacılık gibi sektörlerde, aşırı borç birikimini önlemeye yönelik düzenleyici ve diğer mikro ekonomik politikalar lehinde bazı öngörüler oluşturmaktadır. Summers özellikle net değer kavramına vurgu yapan bir yaklaşım geliştirmiştir. Buna göre, arkasında varlık desteği bulunan borçlanma yapıları istikrarlı net değer oranları sağlayacak ve borçluların ödeme sorunları ile karşılaşma olasılığını azaltacaktır. Ancak, bu koşullarda ortaya çıkabilecek nakit akımı ile ilgili sorunlar ve likidite problemi kredi piyasalarında sıkıntılı süreçler gelişmesine yol açabilir.

Finansal istikrarın temin edilmesinde maliye politikasının uygulanmasına ilişkin uygun kuralların geliştirilmesinin belirleyici bir faktör olduğu öne sürülmektedir (Gavin ve Hausmann, 1999). Bu kurallara ilişkin mantıksal temel, merkez bankası bağımsızlığını tanımlayan koşullarla benzerlik göstermektedir. Bir başka ifade ile bu mantık, toplam harcama ve borçlanma kararlarına ilişkin kolektif seçim sürecinin barındırdığı çarpıklıklardan hareket etmektedir. Yalnızca ekonomik ilişkilerin değil aynı zamanda politik tavırların da bu süreçte belirleyici olması mantıklı tercihleri engelleyebilecek özellikler gösterebilmektedir. Dolayısıyla, karar alma sürecindeki katılımcıların birtakım kurallara bağlı kalacakları konusunda önceden uzlaşmaları durumunda, elde edilecek sonuçlar sistematik olarak olumlu yönde gelişebilmektedir.

#### 4.4. İktisat Politikaları

Minsky'ye göre, öncelikle kapitalist bir ekonominin doğası itibariyle istikrarsız bir sistem olduğunu kabul eden yeni bir ekonomi kuramının oluşturulması gerekmektedir. Bu yüzden Keynes'in de görüşlerini içerecek yeni bir ekonomi anlayışı oluşturulmalıdır ve bu anlayış aşağıdaki unsurları içermelidir: (Minsky,1994: 291-292)

- Piyasa mekanizması etkinlik, istikrar gibi konularda yetersiz kalmaktadır.
- Karmaşık ve dinamik finansal sistemler, müdahale edilmediğinde ciddi sorunlar yaratma eğilimine sahiptirler. Bu nedenle finansman konusu serbest piyasaya bırakılamaz.
- Yatırımın payının milli gelirden yüksek olduğu ekonomilerde piyasa mekanizması çok daha istikrarsız ve etkinsizdir.
- Kapitalist sistemde, finansal kaynaklar piyasa güçlerine karşı koruma olmadan uzun vadeli sermaye varlıkları olarak risklidirler. Eğer özel sektör monopol ya da oligopol niteliğinde olursa, gereken yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmış olmalıdır.
- Büyük devlet kapitalizmi, küçük devlet kapitalizmine oranla daha istikrarlıdır. Bunun sebebi büyük devletin verdiği bütçe açıklarının özel sektörün karlarını devam ettirebilmesi için gerekli olmasındandır. Fakat bu durum enflasyona neden olabilmektedir ve bütçe fazlası karları sınırlandırabilmelidir. Bütçenin enflasyon karşısında karları sınırlandırabilmesi, vergi gelirlerinin GSMH içindeki payına bağlıdır. Yüksek vergi oranlarının kaynak tahsisinde etkinsizlik yaratması ve vergiden kaçınmayı teşvik etmesi nedeniyle, vergi yapısının doğru bir şekilde tasarlanması da önemlidir.
- Günümüz ekonomisinin temel kurumsal yapısı Keynes öncesi döneme dayanmaktadır. Oysa büyük devlet kapitalizmi derin ve uzun süreli depresyonları önlediği için, bu düzenlemeler enflasyonist sapma yaratmaktadır.
- Günümüz ekonomisinin temel karakteristiği, özel sektör kararlarının kamu kesimi tarafından geniş ölçüde kabullenilmesidir. Bu durum temelde belirsizliğe ilişkin bir korkudan kaynaklanmaktadır. Keynesyen iktisat genel ve konjonktürel belirsizliklerin uygun müdahalelerle önlenebileceğini ortaya koymuştur.
- İstihdam, gelir, büyüme ve fiyat istikrarının yatırımlara bağlı olduğunu savunan yaygın bir görüş vardır. Oysa gerçekte, uygun olmayan yatırımların ve finansman



yöntemlerinin tam istihdam, tüketim, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı üzerinde olumsuz sonuçları olmaktadır.

➤ Politika amacı olarak istihdam ve ekonomik büyümenin vurgulanması yanlıştır. Tam istihdam ekonomisi genişlemeye eğilimlidir. Oysa sermaye yoğun özel yatırımlar yoluyla ekonomik büyümenin amaçlanması, yalnızca büyümenin başarılabilmesi sonucunu değil, ekonomik istikrarsızlık sorununu da beraberinde getirecektir. Ayrıca gelir dağılımı artan bir oranda bozulurken üretimde etkin olmayan tekniklerin seçilmesi söz konusu olabilecektir.

➤ Çok kapsamlı ve maliyetli bir transfer ödeme sistemi sosyal olarak istikrar bozucu, reel milli geliri azaltıcı olmakta ve ekonomide enflasyonist baskılar yaratmaktadır.

#### **4.4.1. Büyük Devlet**

Büyük devletin varlığı bir reform programı çerçevesinde, ekonomik istikrar için çok önemli bir unsur olmaktadır. Çünkü büyük devlet, ekonomik istikrarsızlık sorununun ortadan kalkması için yeterli olmamakla birlikte, bu sorunun ekonomik bunalıma dönüşmesini engellemektedir. Minsky 1929 Büyük Bunalımını devletin ekonomi içindeki payının küçüklüğüne bağlamıştır. Çünkü o dönemde bütçe açıklarının özel kesimin karlılığını sürdürmesine yeterli olmamış ve kendini besleyen bir deflasyonist süreç yaşanmıştır. Minsky'ye göre kamu kesiminin büyüklüğünün, özel kesimin yatırımlarındaki dalgalanmaları telafi edecek büyüklükte olması gerekmektedir. Bir ekonomideki konjonktürel dalgalanmaların en önemli nedeni özel kesimin yatırım kararlarından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bir ekonomide yatırımların azalmasından dolayı bir durgunluk tehlikesi varsa, devletin bütçe açıkları özel kesimin kârlarının sürmesine yardımcı olacak kadar büyük olabilmelidir (Minsky.1994: 297).

#### **4.4.2. Tam İstihdam Stratejisi**

Minsky'ye göre tam istihdam stratejisi emek piyasasına ilişkin dört unsuru içermelidir: (Minsky,1994: 309)

➤ Enflasyonist olmayan ücret tabanında istihdam sağlayacak, kamu, özel ve karma kurumların tesis edilmesi.

➤ Transfer ödemelerinin yapısının değiştirilmesi.

- İşgücüne katılmaya yönelik engellerin kaldırılması.
- Parasal ücretleri ve işgücü maliyetlerini sınırlayan ölçülerin geliştirilmesi.

Bu yaklaşım devletin işsizlere doğrudan iş sağlamasını ve böylece tam istihdamı garanti etmesini gerektirir. Bu da devletin işsizlere bir çeşit asgari ücret üzerinden iş sağlaması ile olacaktır. Bu yaklaşımı savunan iktisatçılardan Wray'a (1998: 540) göre böyle bir istihdam, devletin normal çalışanlarına sunduğu istihdamdan farklı olarak, insani ve sosyal amaçların ön planda tutulduğu bir yaklaşımın sonucu olacaktır. Böylelikle devletin sağlayacağı istihdam sayesinde çalışanlar genel bir sağlık sigortasına dahil olurlarken, uzun vadede suçun önlenmesi, boşanmaların azaltılması ya da insan sermayesindeki kayıpların önüne geçilmesi gibi ekonomik olarak değerinin hesaplanması çok güç olan kazançlar elde edilebilecektir. Wray'e göre böyle bir tam istihdam programının hem bütçe üzerindeki yükü beklenileceği kadar büyük olmayacak hem de tam istihdamın enflasyonist etkisi ortaya çıkmayabilecektir. Çünkü artan istihdamın toplam üretimi arttıracak olması, toplam arz yetersizliğinden kaynaklanan bir enflasyonun önüne geçilmesine neden olacaktır. Ayrıca, devletin vereceği ücretin, özel sektörün vereceğinden daha az olması, ekonomide bir ücret artışı eğiliminin ortaya çıkmamasına dolayısıyla ücret-fiyat döngüsünün yaşanmamasını sağlayacaktır. Oysa transfer harcamalarına bakıldığında, bu harcamaların arzı arttırmadan talebi artırması nedeniyle daha enflasyonist olduğu savunulabilir (Papadimitriou&Wray,1997: 498)

#### ***4.4.3.Finansal Reform***

Bir bankanın büyüklüğü ile bu bankanın hizmet sunacağı işletmenin büyüklüğü arasında bir ilişki olması gerekmektedir. Küçük bir banka büyük bir işletmenin finansal ihtiyaçlarını karşılayamayacağı için, büyük işletmeler büyük bankalarla çalışma eğiliminde olacaklar, hatta birden fazla bankayla iş yapmayı tercih edebileceklerdir. Dolayısıyla bankalar büyüdükçe ağırlıklı olarak büyük işletmelere hizmet edecek ve endüstriyel yoğunlaşmaya neden olacaklardır. Bu nedenle küçük bankalardan oluşan bir bankacılık sisteminin oluşturulması endüstriyel yoğunlaşmayı engellemek için yararlı olabilecektir. Ayrıca Minsky bankacılık sisteminin rekabetçi olabilmesi için bu bankaların büyük bankalar gibi sigortacılık, finansal danışmanlık ve benzeri hizmetleri vermelerini savunmaktadır. Böylece küçük bankalar küçük ve orta boy işletmelere daha iyi hizmet verebilecekler ve bu sayede ekonomik büyümeye olumlu katkı yapabileceklerdir. Küçük



bankaların teşvik edilmesinin bir diğer faydası da olası bir kriz durumunda bankalara müdahale edilmesinin daha kolay olmasıdır. Bankaların büyüklüğü arttıkça, zor durumda kalmaları halinde kurtarılmaları da zorlaşacaktır (Minsky,1984: 113).

Minsky küçük bankalara verdiği öneme bağlı olarak, bankacılık sistemine girişlerin kolaylaştırılmasını, böylece banka sayısının artmasını savunmuştur. Benzer bir şekilde, yerel bankaların yaygınlaşmasının küçük işletmelere finansman sağlanması ve yerel kalkınmanın gerçekleştirilmesi açısından çok önemli olduğunu vurgulamıştır. Ona göre bankacılık sisteminin verdiği borçlarla finansal kırılganlık yaratma eğiliminin azaltılması için bankaların varlıklarının miktarının ve artış hızının sınırlandırılması gerekmektedir. Böylece özellikle büyük bankaların ekonomik dengesizlik yaratan yüksek varlık/özsermaye oranına sahip olma eğilimi engellenebilecektir. Varlık/özsermaye oranının belirlenmesi ise merkez bankasının görevi olacaktır. Dolayısıyla finansal yapının sağlıklı olması için merkez bankasının nihai ödünç verme ve bankacılık sistemini izleme ve düzenleme fonksiyonları son derece önemli olmaktadır. Hatta merkez bankasının var olmasının sebebi ekonomide ponzi ve spekülatif finansmanın tercih edilmesidir. Merkez bankasının finansal sistemi düzenleyici fonksiyonunun başarılı olması için ise, bankanın finansal sistemin nasıl işlediğini iyi bilmesi ve sistemdeki yenilikleri takip etmesi gerekmektedir (Minsky,1992: 27).

#### ***4.4.4.Sanayi Politikası***

Günümüz ekonomilerinde büyük şirketlerin varlığı kendini gittikçe daha fazla hissettirmektedir. Sebebi bu şirketlerin uzun vadeli borç tahvili ve hisse senedi çıkartabilme olanaklarıdır. Büyük şirketler bu sayede pahalı sermaye mallarını finanse edebilmektedirler. Dolayısıyla ekonomide sermaye yoğun üretim teknikleri daha fazla kullanılır olmakta ve işsizlik devamlılık kazanmaktadır. Bu sorunun önüne geçilmesi için atıl işgücünü istihdam edecek işletmelerin teşvik edilmesi gerekmekte ve emek yoğun ve sermaye yoğun üretim tekniklerini bir arada kullanmak önem taşımaktadır. Minsky'ye göre sanayi politikasının temel amaçlarından biri piyasaların rekabet edilebilirliğini sağlamaktır. Bu nedenle eğer bir piyasa gücü ortaya çıkıyor ya da rekabeti engelleyen başka gelişmeler oluyorsa, devlet müdahalesi ve düzenlemeleri gerekli olabilir. Anti-tröst uygulamalarının başarısızlığının temel nedeni, piyasa gücünün dikkate alınmamasıdır. Yani işletmeler aşırı büyümekte ve rekabetçi yapı azalmaktadır. Bu durumu engellemek için Minsky'nin önerisi, her bir sektör için değişmek üzere, firmaların sahip

olduğu varlıklara ve çalıştırabileceği işçi sayısına sınırlama getirilmesidir. Böylece dev işletmeler daha etkin yönetilen küçük birimlere bölüneceklerdir. Küçük bankaların sayısının artması da küçük işletmelerin sayısını artırarak ve büyük işletmelere giden fonları azaltarak daha rekabetçi piyasaların oluşumuna yardımcı olacaktır (Minsky,1986: 328).

## 5. REKABET VE İSTİKRAR İLİŞKİSİ

Finansal istikrar, güçlü ve sağlam kurumlar, istikrarlı piyasalar ve sağlıklı işleyen ödeme sistemleri gelir. Bu anlamda finansal sistemin ana unsurlarını oluşturan ekonomik altyapı, kurumlar ve piyasalar ile özel sektörün ve kamu sektörünün bir arada uyum içinde çalışması son derece önemlidir (Özince,2005).

Finansal istikrar iki temel koşula bağlıdır: (Aras, Müslümov,2003)

➤ Finansal sistemde temel kurumların istikrarlı oluşu, yani dış yardım veya müdahale olmadan sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini yerine getirmelerine imkan verecek tam güvenin söz konusu olması,

➤ Temel piyasaların istikrarlı oluşu, yani piyasa katılımcılarının piyasadaki arz-talep dengesini yansıtan fiyatlar üzerinden güvenle işlem yapması ve temel göstergelerde köklü bir değişiklik olmadığı durumlarda kısa dönemde fiyatlarda önemli dalgalanmaların yaşanması.

Finansal istikrarın önemli karakteristiklerinden biri, insan unsurunu ve geleceğe ilişkin bir zaman boyutunu içermesidir. Bu özellik insanların taahhütlerini yerine getireceği ve borçların zamanında geri ödeneceği varsayımı ile ilgilidir. Bu nedenle finansal sektör ileriye dönük temel belirsizlikler içerir (Özince,2005).

Bankaların istikrar üzerindeki etkilerini belirleyen temel özellikler şunlardır: (Güngör,2000)

➤ Bankalar özellikle fon akımlarının takası ve ödemelerin sağlanması açısından finansal sistemde merkezi bir konuma sahiptirler. Bu açıdan bankacılık sisteminde ortaya çıkacak sistemik kriz ödemeler sisteminin hasar görmesine neden olur ve ekonomik sistem bundan zarar görür. Bir bankadaki iflas, sektördeki diğer bankaları da olumsuz etkiler (bulaşma etkisi) ve bu sektöre ve makro ekonomiye yansır.



➤ Bankaların sözleşmelerinin, kısa vadeli yükümlülükler ve uzun vadeli varlıklar şeklindeki özelliği, bankalar için risk yaratırken, finansal istikrar için de bir tehdit teşkil eder.

➤ Mevduat sahiplerinin yaygın bir biçimde paralarını çekmek için bankalara yönelmesi, yani banka hücumları, sistemik bir tehlike yaratır.

➤ Mevduat sigortası ve son kredi mercii gibi güveni sağlayan sistemler bankacılıkta ters seçim ve ahlaki tehlikeye neden olur.

Reel ekonomi ile finansal sistem arasındaki yakın ilişki, finansal istikrarsızlığın reel ekonomiye ve giderek sosyal ekonomiye yansımaya yol açar (Erçel,1998). Finansal istikrar açısından kurumların da istikrar içinde olması gerekir ve bu açıdan da bankalar özel bir konuma sahiptirler (Güngör,2000).

### **5.1. Rekabet-Kırılganlık Hipotezleri**

Yüksek rekabet, bankaların risk alma eğilimini arttırmaktadır. Bazı modeller daha yoğunlaşmış ve rekabetin az olduğu bankacılık sistemlerinin, kârlar kırılganlığa karşı bir tampon görevi göreceği ve aşırı risk almanın aksine bir eğilim sağlayacağı için daha istikrarlı olduğunu öne sürmektedirler. Bankacılıkta “Marka Değeri” olarak bilinen bu yaklaşımda bankalar, kendi portföy risklerini belirleme konusunda özgür kabul edilirler. Karlar üzerindeki baskıların yoğun olduğu rekabetçi çevrelerde bankalar aşırı risk üstlenmek konusunda istekli olacaktırlar ve bu da bankaların kırılganlığının artmasıyla sonuçlanacaktır. Buna ek olarak, daha rekabetçi çevrelerde bankalar, borçlularla olan ilişkilerinde daha az bilgiye dayalı kazanç elde edeceklerdir ve bu da onları, borçluları düzenli bir şekilde gözleme eğiliminden uzaklaştıracak ve kırılganlık riskini arttıracaktır (Beck,2008: 7). Teorik olarak rekabetin, bankaların charter değerini düşürdüğü takdirde istikrar üzerinde olumsuz bir etki yaratacağı, böylece bankaların risk alma davranışlarında sağduyulu olma eğilimlerini azaltacağı düşünülür (Yeyati&Micco,2007).

Rekabetin artması ile ilişki bankacılığının kısıtlanılacağına inanılır. Güncel finansal aracılık teorilerine göre, bankaların temel rollerinden biri ilişki kredi kaynağı olarak hizmet etmeleridir. Bir banka müşterilerine daha fazla hizmet sağladıkça, müşterileri ile daha güçlü ilişkiler kurar ve müşterileri hakkında daha özel bilgiler kazanır. Bu tür bir ilişki potansiyel olarak hem bankanın hem de müşterilerinin yararına

olacaktır. Örneğin, ilişki bankacılığı bankalara borçluların ödeyememe riskinin denetlenmesi konusunda yardım ederek borç vermede nispi avantaj kazandırır. Aynı zamanda bankalar için farklı ürünlerin gerektirdiği bilginin maliyetini düşürür. Bankacılık sektörün rekabetçiliğine bağlı olarak bu tarz faydalar gerek kredilerin miktarını arttırması gerekse fiyatını düşürmesi suretiyle bankaların kredi arzını arttırır (Agarwal vd., 2009: 1).

Borç alan ve veren arasında bilgi akışının sürekliliğini sağlayan bu ilişkiler, aynı zamanda asimetrik bilgi ve ters seçim olasılığını azaltarak bankacılık sektörünün sağlamlığını destekler (Boot,2000: 13). Genel görüş, rekabet ve ilişki bankacılığı arasında negatif bir ilişki olduğu yönündedir. Ne var ki bazı yazarlar rekabetteki artışın bu ilişkiyi zayıflattığını öne sürerken (Besanko&Thakor,2004), diğerleri aksini savunmaktadır (Boot&Thakor, 2000).

Buna göre, bankacılıkta daha az rekabet, bankaların müşterileri ile daha uzun süreli ilişkiler kurmalarına imkân tanıyorsa, yoğunlaşmanın yükümlülük riski üzerinde olumlu yansımaları olabilir ve istikrarın artmasına öncülük edebilir (Beck,2008).

Rekabetin istikrar üzerinde etki yarattığı bir başka kanal ise bankalar arası piyasa ve ödeme sistemleridir. Tam rekabet, bankaların geçici likidite sıkıntısı içinde olan başka bir bankaya likidite sağlamasını önleyebilir. Eğer tüm bankalar fiyat alıcıları ise, hiçbir banka problemlili bir bankaya likidite sağlama eğiliminde olmayacaktır ve bu da problemlili bankanın nihayetinde tüm sektör üzerinde olumsuz yansımaları olacak şekilde batması ile sonuçlanacaktır (Beck, 2008: 7). Allen ve Gale bu görüşü desteklemektedirler. Tüm kurumların fiyat alıcıları olduğu tam rekabetçi bir interbank piyasasında küçük bir likidite şoku, tüm bankaları varlıklarını paraya çevirmeye zorlayabilir. İnterbank piyasalarında tam rekabet bulaşmada önemli bir rol oynar. Her bir banka küçük olduğu, fiyat alıcıları olduğu ve faaliyetlerinin denge üzerinde etkisinin bulunmadığı varsayıldığı için hiçbir banka sorun yaşayan bankaya likidite desteği sağlamaya meyilli olamaz (Allen&Gale, 2004: 477).

Heggstad ve Rhoades (1976), ticari bankacılıkta piyasa yapısı ve istikrar ilişkisini test etmişlerdir. Buna göre, piyasada yoğunlaşma düzeyi arttıkça firmaların istikrarı da artmaktadır. Bankacılıkta fiyat düzenlemeleri piyasa yapısının performans üzerindeki etkisini gizlerken, temel piyasa güçleri firmalar arasındaki rekabeti veya davranışı etkilemektedir. Sonuç olarak piyasa yapısı bankacılıktaki rekabetçi çevrenin koşullarına dayanmaktadır.



Banka başarısızlıkları elbette etkin rekabetin amacı değildir, fakat başarısızlık riski ve sıklıkla da bankaların devredilmesi rekabetle birlikte ortaya çıkmaktadır (Phillips,1964). Diğer sektörlerden farklı olarak bankacılık sektöründe rekabet politikaları, rekabet ve finansal istikrar arasındaki etkileşimi hesaba katmak zorundadır. Daha fazla rekabet etkinlik için yararlı, fakat finansal istikrar için zararlı olabilir (Allen&Gale, 2004: 453).

## 5.2. Rekabet-İstikrar Hipotezleri

Rekabetin, mevduat faizlerini yükseltmesinden ve böylece bankaların marka değerini aşındırmasından dolayı istikrara zarar verdiği şeklindeki genel inanişe rağmen rekabet ve istikrar arasında pozitif bir ilişki olduğu yönünde kanaatler de vardır. Örneğin McNulty (1968)'ye göre, rekabet bir şekilde fizik bilimindeki yerçekimi kuvveti ile benzeşmektedir; rekabet yoluyla kaynaklar en üretken kullanımlara doğru çekilir ve fiyat da uzun vadede sürdürülebilir en düşük seviyeye gelmeye zorlanır. Bu bakımdan, fizik dünyasında yerçekiminin yaptığı gibi ekonomi dünyasında da rekabet düzeni ve istikrarı temin eder. Rekabetin istikrarı bozacağı görüşü güncel literatürde de, piyasa gücünün firmaların davranışları üzerindeki potansiyel etkisini ihmal ettiği gerekçesiyle (Beck,2008: 9) tartışılmaktadır ve kredi piyasası yoluyla işleyen bir karşı hareket kanalı olduğu vurgulanmaktadır (Wagner; 2007).

Boyd ve De Nicolo'ya (2002; 2005) göre, bankalar daha çok mevduat piyasasında rekabet ettiklerinde, kredi piyasalarındaki rekabeti de arttırmaları muhtemeldir. Girişimciler riskli girişimlere yatırım yapmak için bankalardan kredi sağlarlar. Girişimciler karlar daha düşük olduğunda daha fazla risk alma eğilimindedir. Fakat bankalar arasında daha fazla rekabetin olması, ödünç alanların ödediği faiz oranlarını düşürür, girişimlerinin karlılığını yükseltir ve böylece risk alma eğilimini azaltır. Kredi faizlerinin düşmesi, 42 Türk Bankacılık Sektörünün Rekabet Yapısının Analizi bankaların bilançonun aktif tarafında faaliyet gösteren yeni kanalların doğmasına yol açar. Daha düşük kredi faizleri borç alanların karını yükseltir ve böylece bankanın batma olasılığını azaltır. Böylece bankalar arasındaki rekabetin artması, finansal istikrarın artmasına öncülük eder (Boyd, De Nicolo: 2005).

Yoğunlaşmış bankacılık sistemlerinde daha az sayıda banka bulunmasından dolayı bu piyasalarda denetim yapmanın daha kolay olacağına inanılmaktadır. Banka büyüklüğü,

karmaşık yapı ile pozitif ilişkilidir ve bu büyük bankaları denetlemek, küçükleri denetlemekten daha zordur. Diğer tüm ekonomik koşullar sabit kalmak şartıyla, yoğunlaşmış bankacılık sistemlerinde banka büyüklüğü daha fazladır. Ayrıca, son zamanlarda artan konsolidasyon eğilimi, finansın tüm alanlarında hizmetler sunan finansal iş ortaklıklarının doğmasına öncülük etmektedir ve bu da banka denetimini daha karmaşık bir hale getirmektedir. Dolayısıyla batırılmayacak kadar büyük olma problemine göre de bankacılık sisteminde yoğunlaşma ve kırılganlık arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Beck; 2008:10).

Schaek, Cihak ve Wolfe'un (2006) elde ettiği bulgularda, finansal kurumların rekabetçi davranışlarının, sistemik bankacılık problemlerinin olasılığını azaltmakla kalmadığını, aynı zamanda bankacılık sisteminin yaşamını sürdürme süresini de uzattığını ortaya koymaktadır. Bankacılık sistemlerindeki rekabetçi davranışın pozitif etkisine ilişkin sonucun, bir dizi kurumsal ve düzenleyici değişken için kontrol edildiğinde de sağlam olduğu görülmektedir. Daha rekabetçi sistemlerin daha kırılgan olacağına dair bir sonuç ise elde edilmemiştir.

Finansal istikrarsızlığın görünen geniş maliyetlerine bağlı olarak, politika yapıcıların finansal krizlerden kaçınmaya öncelik vermeleri doğaldır. Ancak, yoğunlaşmanın yol açtığı etkinlik maliyetlerinin ölçülmesindeki zorluklar bu önceliğin geri plana atılmasına neden olmaktadır. Gerçekte, rekabet ve finansal istikrar arasında hissedilen denge kurma zorluğu ile birlikte yoğunlaşmanın maliyetinin belirsizliği, politika yapıcıları yoğunlaşmaya, rekabet politikası giderleri açısından bakmaya teşvik etmektedir. Rekabet politikasının finansal istikrara bu şekilde boyun eğmesi pek çok nedenle sakıncalıdır. Finansal krizlerin maliyeti şüphesiz yüksektir, fakat bu maliyetlerden kaçınmak için rekabeti azaltmanın gerekli olduğu söylenemez. İkincisi, yoğunlaşmadan kaynaklanan etkinlik maliyetleri ile ilgili geniş hesaplamalar dizisi, yüksek rekabettten sağlanan yüksek etkinlikle tutarlıdır. Üçüncüsü, finansal krizlerin maliyetleri nadiren ortaya çıkmaktadır; fakat yoğunlaşmanın etkisizlik maliyeti devamlı olarak karşımıza çıkmaktadır (Allen&Gale,2004: 455).

Finansal sektörde etkinliğin farklı yönleri ise şu şekildedir: (Bröker,1992)

- Ulaşılabilirlik yönü: Bir ülkenin finansal sisteminin olanaklarının ve düzenlenişinin nasıl olacağı ile ilgilidir.
- Maliyet yönü: Finansal sistemin temel fonksiyonlarını ne kadar maliyetle gerçekleştireceği ile ilgilidir.



➤ Nitelik ve uygunluk yönü: Finansal sistemin temel fonksiyonlarını yerine getirirken ve ekonominin finansal hizmet ihtiyacını doyururken nasıl “kullanıcı dostu” olacağı ile ilgilidir.

➤ Rekabetçilik yönü: Bu yön, hem bireysel finansal kurumlarla hem de ülkenin finansal sisteminin bütünüyle ilgilidir.

➤ Esneklik ve intibak yönü: Var olan finansal kurumların, ekonomide finansal sistemi etkileyen yapısal değişimlere hızla cevap verebilme yeteneği ile ilgilidir.

Rekabet ve etkinlik arasındaki ilişki incelendiğinde, çift yönlü bir etkileşim olduğu görülmektedir. Hicks’in “quiet life” kavramı, rekabetin etkinliği pozitif etkilediğini ortaya koymaktadır. Diğer bir değişle, tekel gücü etkinlik çabalarının gevşetilmesine yol açmaktadır. Buna göre, rekabetin yoğun olduğu bir ortamda bankaların kendilerine rekabet avantajı sağlamaya yönelik çabaları, etkinliklerinin de artmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla rekabet bankaları etkin olmaya zorlayacaktır. Diğer taraftan, Demsetz (1973) tarafından önerilen etkin yapı hipotezi, en etkin bankaların daha düşük maliyetlerden ve bu nedenle de daha yüksek pazar payından yararlanacağını ortaya koymakta, etkinliğin rekabeti bozarak piyasa gücüne doğru bir yapı oluşturmaya katkı sağlayacağını öne sürmektedir. Rekabet ve etkinlik arasındaki bu çift yönlü zıt ilişki, bankacılık sektöründe oligopol yapıya doğru doğal bir eğilim olduğu görüşünü destekler gibi görünmektedir. Bu görüş geçerli ise, rekabeti ya da piyasa gücü oluşumunu desteklemeye yönelik her türlü düzenleyici müdahale, piyasanın genel işleyişi içerisinde eritilerek, piyasanın yeniden oligopol bir yapıya dönmesi ile sonuçlanacaktır.

Bröker’e (1992) göre finansal sektörde etkinliğe ulaşmakta rekabetin ve piyasa güçlerinin işlerliğinin rolünün değerlendirilmesinde bir dizi nitelik uygun görülmektedir. Öncelikle, rekabet amaç değil, etkinliğe ulaşmada bir araçtır. Ayrıca, rekabete dayalılık ve piyasa güçlerinin çalışması etkinliğe ulaşmada tek araç değildir. Bazı alanlarda işbirliği etkinliğe ulaşmanın daha etkili ve doğrudan yolu olmaktadır. Belirli koşullar altında rekabet adaletsiz, sağlıksız ve yıkıcı olabilmektedir ve rekabetin yol açacağı bu durumların düzeltilmesi hem zaman almakta hem de ekonomi için yüksek maliyetler içermektedir. Bu nedenle rekabete dayalılık ve piyasa güçlerinin çalışması kavramlarının “laissez faire, laissez aller, laissez passer” politikası şeklinde yorumlanması doğru değildir. Piyasa güçlerinin nihai etkinlik amacı doğrultusunda uygun işlemesi için örgütsel ve düzenleyici koşulların da oluşturulması gerekir.

*İhtiyatlı ve Etkin Yönetim Hipotezi:* Rekabet-Etkinlik hipotezi için bir mantıksal temel sağlar. Buna göre, rekabetçi ortamlarda bankaların gözetim ve kontrol prosedürleri daha incelikliken, tekelci piyasalarda gözetim ve denetim harcamaları daha azdır. Daha az riskli borçlular da, iyi ve kötü borçluyu birbirinden ayırabilen bankalardan kredi almayı tercih ederler. Çünkü iyi borçlular krediye daha iyi erişim ve daha yüksek kredi limitleri anlamında fayda elde edebilirler. Etkin gözetim ve kontrol süreçlerini sürdürebilen kurumlar, etkin olmayan firmaların karşı karşıya kaldığı, temerrüde düşmüş borçluların kontrolü, borçların yeniden yapılandırılması gibi ilave maliyetlerden kaçınabilirler (Schaek&Chiak,2008).

*Rekabet-Etkinsizlik Hipotezi:* Rekabet-Etkinlik hipotezine alternatif olarak geliştirilmiştir. Rekabetin etkinliği azaltacağını öne sürer. Bunu da birkaç nedene dayandırır. İlk olarak, yüksek rekabet muhtemelen banka ve müşterileri arasında daha az istikrarlı ve daha kısa süreli ilişkilerden kaynaklanır. Çünkü rekabet arttıkça müşterilerin firma değiştirme eğilimleri de artar. Bu fenomen, borçluların gözetimi ve kontrolü için ilave kaynaklar gerektiren bilgi asimetrilerini artırır. İkincisi, bankalar rekabetçi ortamlarda müşterileri ile daha kısa süreli ilişkiler beklediğinden, ilişki kurma çabalarını azaltırlar ki bu da bilginin değerini azaltır ve yeniden kullanılabilirliğini engeller. Birlikte ele alındığında bu argümanlar, bankaların elde ettiği özel bilgilerin değerinin azaldığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla bankalar, ATM yatırımları, yeni bilgi sistemleri ve atak pazarlama çabaları yoluyla eski müşterilerini muhafaza etmek ve yeni müşteriler çekmek için daha fazla harcama yapmak zorunda kalırlar. Böylece rekabetin artması etkinliğin azalmasına neden olur (Schaek&Chiak,2008).

*Zayıf ve Etkin Olmayan Yönetim Hipotezi:* İhtiyatlı ve Etkin Yönetim Hipotezine alternatif olarak geliştirilmiştir. Rekabetin etkinliği olumsuz etkileyeceğini, bununda bankanın sağlamlığını azaltacağını ileri sürmektedir. Etkinliğin azaldığı bir durumda kurumlar, eski müşterileri muhafaza etmek ve yeni müşterileri kazanmak için harcama yapmakla meşgul olacaklardır. Sonuç olarak, yetersiz kaynaklar menkul kıymet aracılık standartlarına ve borçluların gözetim ve denetimine harcanacaktır. Böyle bankaların incelikli kredi değerlendirme modellerine yatırım yapması olası değildir ve teminatları uygun şekilde değerlendirme kabiliyetleri kaybolacaktır. Bu da kredilerin büyük bir bölümünün düşük ve negatif net bugünkü değere sahip olması ile sonuçlanacaktır ve bankanın sağlamlığı bundan olumsuz etkilenecektir. Böylece, yetersiz menkul kıymet aracılık standartları ve



karları yükseltmeye harcanan yetersiz kaynaklar bankanın etkinliğini azaltarak faaliyetlerin sağlıklı şekilde yürütülmesine yol açacaktır (Schaek & Chiak, 2008).

### **5.3. Rekabetin Yarattığı Olumsuz Etkiler**

#### **5.3.1. Asimetrik bilgi**

Bankacılık sektöründe istikrarsızlığın bir kaynağı, varlık tarafında risk alımı ile ilişkilidir. Agency (temsil) teorisinden de bilindiği gibi, vekalet veren ve temsilci arasındaki ilişkide, tarafların çıkarları tam olarak bağlantılı olmadığından, temsilci, vekalet verenin çıkarlarına göre davranmada her zaman en iyi davranışı sergileyemez (Carletti, 2005: 12). Yüksek rekabet seviyeleri, asimetrik bilginin neden olduğu ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini şiddetlendirebilir. Örneğin, müşteri elde etmek için yaşanan rekabet çoksa, bankalar izleme çabalarını azaltabilirler; böylece ters seçim artar ve bankanın portföy kalitesi azalır. Proje seçimlerinde, borç alanlar elbette kredi alma şanslarını arttırabilmek için kendilerini mümkün olan en iyi şekilde sunarlar. Daha kötüsü, iyi borçlular niteliklerini abartmazlar, çünkü onlar gerçekten de geri ödeme yapma niyetindedirler ve böylece ödeyebileceklerinden fazla kredi almak onlara bir şey kazandırmaz. Kötü borçlular ise kredi alıp geri ödeyemediklerinde çok da üzülmeceklerdir ve bu yüzden de abartma eğilimleri daha fazladır. Bankaların temel problemi, iyi borçluları kötü borçlulardan ayırt etmektir, çünkü borçlular kendi durumları hakkında bankanın bildiğinden daha fazla bilgiye sahiptirler (Kraft; 2006).

Boyd ve De Nicolo (2005), borçluların, firmalarının riski üzerinde sahip oldukları etki yoluyla, bankaların riski üzerinde tam bir kontrole sahip olduğunu varsaymıştır. Wagner (2007) ise analizin borç verme kanalını genişletmiştir. Wagner, borçlular kendi firmalarının riskliliğini belirlerken, nihayetinde ne kadar risk almak istediğine karar verenin bankanın kendisi olduğunu tartışmaktadır. Bankalar bunu, örneğin toplamda ne kadar borç verileceğine veya riskli sektörlere borç verip vermemeye karar vererek yaparlar. Bankalar aynı zamanda kredi standartları, ayırt etme ve kontrol etme çabaları ve kredi kısıtlamaları yoluyla kendi kredi portföylerinin riskini belirlerler. Wagner'in modelinde, hem borçlular kendi firmalarının hem de banka kendi riskini seçme şansına sahiptir.

Aracılar, finansal piyasaların belirsizliğine ve eksikliğine cevap olarak ortaya çıkarlar. Asimetrik bilgi ve belirsizlik ile nitelendirilmiş bir piyasada aracılar, bilgi üretmede sahip oldukları ölçek ekonomilerinden ve tüketimlerinin zamanlaması konusunda

kararsız olan mudilere sigorta sağlamalarından dolayı değerlidirler. Bilgi üretimi ve sigorta tedariki, bankaların özgünlüğünü niteleyen iki temel faktördür. Fakat aynı zamanda da kırılabilirliğin kaynağıdır. Bankalar, borçlular ve mevduat sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi ve bankaların kısa vadeli mevduatları uzun vadeli varlıklara yatırarak gerçekleştirdiği vade dönüştürme işlemi bankaları muhtemel hücumlara maruz bırakır. Erken çekilen mevduatların tutarı bankanın kısa vadeli yatırımlarından elde edilebilecek tutarı aşarsa, bir hücum başlar ve banka likit olmayan varlıklarını satmak zorunda kalır. Bu problem de bankayı borçlarını ödeyememe noktasına getirebilir (Carletti,2005: 5).

### 5.3.2. Marka Değeri

Daha riskli politikaların çalışmayan kredilerin oranını ve bankaların iflas olasılığını yükseltmesi gerekir. Tersine, rekabetin kısıtlanması, bankalara rekabet gücü kazandırarak yüksek marka değerlerini<sup>3</sup> korumaya ve yükseltmeye iter. Daha yüksek piyasa değeri/defter değeri rasyosu ile belirlenen piyasa gücü yüksek olan bankalar, varlıklarına oranla daha fazla sermaye bulundurlar ve temerrüt riskleri düşük olur. Bu da bankaları tüm bankacılık sisteminin istikrarına katkıda bulunacak daha güvenli stratejiler izlemeye teşvik eder (Jimenez ve diğerleri:2007, Keeley:1990). Bu marka değeri paradigması teorik ve ampirik olarak pek çok çalışmada desteklenmiştir (Keeley,1990; Boyd&De Nicolo,2005; Marquez,2002).

Piyasaların yoğunlaşma düzeylerini gösteren endeksler ampirik çalışmalarda bir kurumun monopol kazançları elde etme kabiliyetinin doğrudan ölçüleri olan piyasa gücü ölçülerinin göstergesi olarak kullanılmıştır. Jimenez ve diğerleri (2007), İspanyol bankacılık sistemi için, çeşitli kredi ve mevduat ürünlerine uygulanan bankalara özgü marjinal faiz oranını kullanarak, Lerner endeksine dayalı piyasa gücü ölçüsü oluşturmuşlardır. Ampirik sonuçlar, kredi piyasasında piyasa gücünü ifade eden Lerner ölçülerinin bankaların riski ile negatif bir ilişkisi olduğunu göstermektedir. Bunun anlamı, piyasa gücü arttıkça, bankaların geri dönmeyen krediler rasyosunun azalacağıdır. Bu sonuç, marka değeri paradigmasını destekleyen doğrudan bir kanıttır. Mevduat piyasalarındaki Lerner ölçülerine bakıldığında, çoğunun bankaların risk alma davranışı ile

---

<sup>3</sup>Marka Değeri: Faaliyette bulunan bir girişim olarak bir firmanın kazanmayı beklediği kar akımlarının bugünkü değeri. "Charter Value" olarak da ifade edilir. Bankacılık literatüründe marka değeri çoğunlukla firmanın net aktif değerini ya da gerçek değerini ifade etmekte kullanılmaktadır. Bir bankanın marka değeri, gelecekte elde edilmesi beklenen iktisadi karların bugünkü değeridir. Etkinlik, piyasa gücü, müşteri ilişkileri gibi gelecekte kar getirecek potansiyelini ifade eder (Bkz. Palia ve Porter: 2004).



bir ilişkisinin olmadığı görülmektedir. Kredi ve mevduatlar bir arada ele alınarak oluşturulan Lerner endeksi ise, bankaların NPL rasyosu üzerinde negatif ve oldukça anlamlı bir etkiye sahiptir (Jimenez ve diğerleri,2007).

Asimetrik bilgi ve marka değeri argümanlarının ikisinin de gösterdiği durum, artan rekabetin portföy riskindeki artışla ve potansiyel istikrarsızlıkla bağlantılı olduğudur. Bankacılık sektöründe rekabet fenomeni diğer sektörlerdeki kadar hoş karşılanmamaktadır ve düzenlemeler rekabeti kısıtlayıcı yönde olmaktadır. Ne var ki, bu düzenlemelere ilişkin bu tutum basit bir nedenle değişmiştir: bankacılık sektöründeki rekabetin kazandırdığı geniş faydalar. Çünkü mevduat ve krediler tüm ekonomide büyük bir öneme sahiptir. Ayrıca rekabet yalnızca teklif edilen fiyatları düzenlemekle kalmaz, bankacılık hizmetlerinin erişilebilirliğini de artırır. Bu durumların hepsi ekonomik büyüme ve refah üzerinde anlamlı ve pozitif bir etki yaratır (Kraft,2006).

## **6. TOBİN VERGİSİ VE ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEM**

### **6.1. Tobin Vergisi**

Tobin Vergisi, belli bir miktardaki para biriminin farklı para birimine dönüştürülmesi işlemi üzerinde odaklaşan bir mekanizmayı temsil etmektedir. Buna göre verginin kapsadığı alan olan sermaye hareketleri üzerine düşük oranlı bir vergi tatbik edilmesi düşünülmektedir. İşlemler üzerine konacak vergi sayesinde ticarete az dahi olsa bir engel koymak istemediğini beyan eden Tobin, “Ancak ticaret adı altında yapılan para transferlerini engellemek için başka bir yol görmüyorum.” demiştir (Tobin,1978: 15).

Tobin, döviz alış-verişlerini içeren uluslararası kambiyo işlemlerini etkileyecek bir verginin uygulanmasını önermiştir. Söz konusu vergi alımda ve satımda işlemlerin amacı ne olursa olsun devreye girecektir. Başlangıçta bu verginin sadece cari piyasada uygulanması düşünülmüş fakat cari piyasada var olan kaçamak yolların çokluğu verginin diğer tüm piyasaları kapsamı gerektiğini ortaya koymuştur (Ciritçi,2004: 57).Tobin Vergisi, ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre bir etki oluşturacaktır. Vergi nispeten zayıf paraların tarafsız alanını güçlü paralardan daha az genişleteceğinden dolayı, özellikle gelişmekte olan ülkelerde düşük bir etkisi olabilir (Balseven,2003: 213).

Tobin ve Keynes'in ileri sürdüğü vergi uygulamasının birbirinden ayrıldığı nokta; Keynes'in bu vergiyi menkul kıymetlerin transferi sırasında (mal ve hizmetler hariç), Tobin'in ise döviz transferi işlemlerine uygulanması yaklaşımından kaynaklanmaktadır.

Bununla birlikte ikisinde ulaşmak istediği hedef spekülasyonların engellenmesidir (Dimand&Dore,2000: 3-4).

Döviz transferlerine uygulanan vergiler incelendiğinde karşımıza birbirine çok yakın bakış açıları çıkmaktadır. İlk yaklaşım James Tobin'in teklifidir. İkincisi Alman ekonomist Paul Bernd Spahn tarafından yapılmıştır. Spahn (1996), iki basamaklı (two-tier) vergi teklifiyle Tobin'in fikirlerine yeni bir bakış açısı getirmiştir. Spahn, vergi geliri elde etmekten ziyade spekülasyon ataklarında ve para krizlerinde kısa devre vazifesi görece bir sistemi arzu etmektedir. Bu yaklaşımın en verimli olacağı ekonomiler arasında, finansal krizlerin ve döviz kurundaki hareketlerin yıkıcı etkilerinden korunmak istenen, gelişmekte olan ve orta gelir düzeyindeki ülkeler yer almaktadır (Spratt,2006: 19).

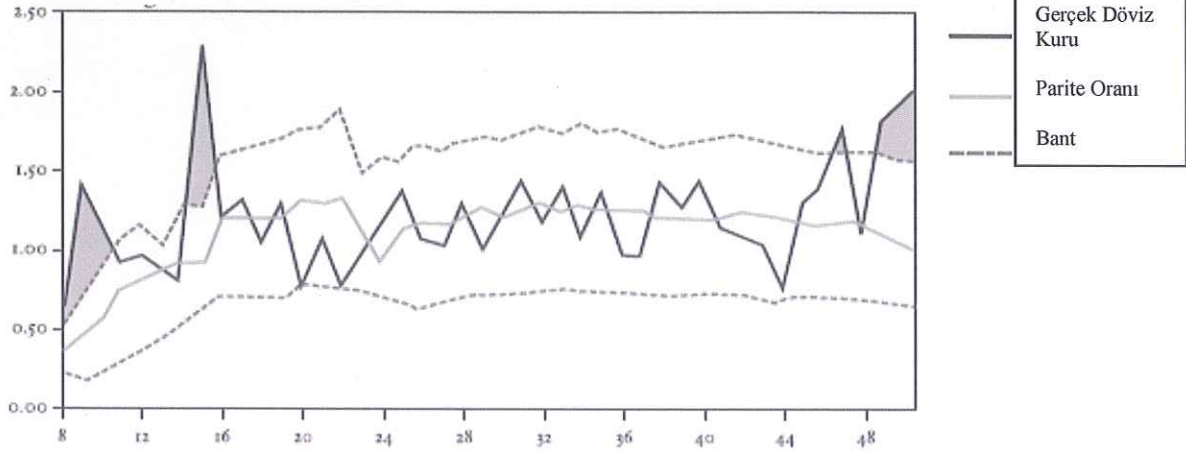
Spahn'ın modelinde düşük bir vergi oranının (0,01 veya 0,02) olması düşünülmektedir. Böyle bir vergi uygulaması ciddi tahriflere yol açmayacak ve vergi kaçakçılığını teşvik etmeyecektir. Ayrıca, bu vergi bir nevi kontrol mekanizması görevini üstlenecek ve piyasadaki gelişmelerin takibine yardımcı olacaktır. Yüksek vergi oranı ise aşırı döviz kuru volatilitesi durumunda uygulanacaktır. Spahn'ın iki basamaklı vergi yaklaşımı döviz kuru istikrarına ulaşmak için kullanılan eski European Monetary System (EMS)-Avrupa Para Sistemi'ne benzemektedir. Avrupa Para Sistemi'nde, döviz kurunun önceden belirlenen eşik sınırı aşması halinde ek ücretler getirilmekteydi. Spahn'ın sisteminde döviz kuru bant içerisinde hareket ettiğinde hiçbir ilave ücret uygulanmamaktaydı. Sadece büyük miktarlardaki spekülasyon hareketleri sayesinde döviz kuru bandın dışına çıktığında vergi mekanizması aktif hale geçecektir. Vergi mekanizması sayesinde spekülasyon hareketleri engellenecektir. EMS'den farklı olarak, döviz kuru merkez bankasının müdahalesi yerine vergi uygulanarak arzu edilen bant arasında tutulabilecektir (Cassimon,2001: 165).

Döviz kuru paritesi zaman içerisinde gerçek döviz kuru oranı değiştiği için değişecektir. Paritenin etrafında, hedeflenen orana uygun olarak düşük ve yüksek sınırlar tayin edilir. Gerçek döviz kuru oranı bu sınırlar içerisinde olduğu sürece sadece küçük bir vergi oranı uygulanır. Gerçek döviz kuru oranının döviz kurundaki aşırı değişiklik veya olası bir spekülasyon atak neticesinde, sınırların dışına çıkılması halinde (şekilde gösterilen koyu alanlar) yüksek bir vergi oranı uygulanır (Cassimon,2001: 165).



## Şekil 2. Spahn'ın Ek Vergi Mekanizması

Döviz



Kaynak: Danny CASSIMON

Bank for International Settlements (BIS) tarafından her üç yılda bir hazırlanan veriler, trendlerdeki değişiklikleri ve piyasadaki gelişmeler takip etme imkanı vermektedir. Piyasalardaki değişim ve gelişimin rahat bir şekilde takibine imkan sağlanmasıyla birlikte, uygulanacak muhtemel bir Tobin Vergisi'ne piyasanın göstereceği tepkiler ve yaşanan gelişmeler eş zamanlı olarak raporlanabilecektir. Spahn mekanizmasının küresel planda uygulama zorunluluğu olmayıp, birkaç ülke tarafından başarılı bir şekilde uygulanabilir. Başlangıçta global bir anlaşmaya ihtiyaç duyulmaz. Spahn yaklaşımının bir diğer özelliği de, merkez bankalarından maliyetli parasal hareketler gerektirmemektir. Hedeflenen döviz kuru aralığına, merkez bankasının rezervleri artırması veya azaltması gibi müdahaleleri yerine vergilendirme yoluyla ulaşılabilir. Vergi mekanizması, rezervleri boşaltmak yerine onları artıracaktır (Cassimon,2001: 166-167).

Spekülatif hareketlerin tetiklediği krizlerin sonucunda açıklamalarda bulunan bilim adamları, küreselleşmenin aşırı boyutlara gittiğini ifade etmişlerdir. Ekonomistler, sermaye hareketlerinin serbestliğine limit getirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerine kontrol getirilmesinde iki farklı yöntem söz konusudur. Bunlardan ilki kısa vadeli sermaye girişlerine (1991-98 yılları arasında Şili'de uygulanan model); ikincisi sermaye çıkışlarına uygulanan kontrol modelidir (1998'in ortalarında Malezya'da uygulanmıştır) (Edwards,1999: 1). Yaşanan ekonomik krizlerin ardından çözüm arayışına giren bilim adamları, mevcut uluslararası kuralların eksikliğinden dolayı ilave düzenlemelere ihtiyaç duyulduğunu ifade etmektedir. Bu yaklaşıma göre kısa süreli para

hareketlerinin sonlandırılabilmesi için bu işlemlere ek bir maliyet getirilmelidir (Cassimon,2001: 160).

### ***6.1.1.Tobin Vergisinin Olumlu Etkileri***

Prof. Peter Kennen, Tobin Vergisi'nin küresel olması zorunluluğunu eleştirmiştir ve verginin öncelikle tüm dünyada uygulanmasına gerek olmadığını, belli başlı ülkelerin bunu uygulamasının yeterli olacağını vurgulamıştır. Kennen'e göre verginin uygulanabilmesi için G7 ülkeleri, G7'ye üye olmayan diğer Avrupa Birliği ülkeleri, Singapur, İsviçre, Hong Kong ve Avustralya'nın Tobin Vergisi'ni uygulaması gerekmektedir (Brunhoff&Bruno,2006: 11). Tobin'e göre ise bu verginin küresel olması gerekir çünkü aksi takdirde vergiden kaçma imkanı söz konusu olacaktır (Tobin,1994: 70).

Para transferlerinin mali yükümlülüklerden muaf tutulan vergi cennetlerine kayması mümkündür. Bu mekanlara yapılacak para transferlerini engellemek için caydırıcı ve cezalandırıcı bir takım vergiler uygulanabilir. Önemli piyasalardan birinin Tobin Vergisi'ni uygulamadığını varsayarsak, birçok yatırımcı bu piyasaya kayacak ve cezalandırılması mümkün olmayacaktır. Ayrıca, piyasa enstrümanları arasında yapılacak tercihlerle Tobin Vergisi'nden kaçılacağı düşüncesinden hareketle, böyle bir verginin tüm türevlere uygulanmasının gerekliliği akla gelmektedir (Reisen,2004: 13). Ayrıca Prof. Kenen, sermaye göçü ile ilgili olarak Tobin Vergisi'ni uygulamayan bir ülkeye cezalandırıcı vergiler getirilebileceği teklifinde bulunmuştur. İşlemlerin sadece iki vergi cenneti arasında yapılması halinde bu tekliften kaçılacaktır (Brunhoff&Bruno,2006: 12).

### ***6.1.2.Tobin Vergisinin Olumsuz Etkileri***

Sermaye hareketlerine konacak bir vergi uygulaması üzerinde ampirik araştırmaların sonucunda Tobin Vergisi'nin olumsuz yanlarını ortaya koymuştur. Bu kapsamda 1977–1999 yılları arasındaki döviz transferi rakamlarını dikkate alan Robert, Bhagwan ve Shu isimli akademisyenler, Tobin ve Frankel'in savunduklarının tam tersine böyle bir verginin döviz kurundaki volatilitiyi artıracaklarını ileri sürmüştür. Robert, Bhagwan ve Shu, marjinal yatırımcı olarak ifade ettikleri büyük ticari bankaların yüzleştiği transfer maliyetlerini dikkate almıştır. Yaptıkları hesaplamalarda son 20 sene için transfer maliyetlerinin yüzde 1'in 1/20'sinden daha büyük olmadığını; son 10 sene içinde ise bu oranın yüzde 1'in 1/15'ine kadar gerilediğini tahmin etmişlerdir. Ekonomistler,



oluşturdukları zaman serileri sayesinde İngiliz Sterlini, Alman Markı, Japon Yeni ve İsveç Frankı olmak üzere 4 farklı para birimini incelemiştir. Elde ettikleri bilgiler ışığında volatilitenin transfer maliyetleriyle aynı yönlü bir ilişkide olduğunu; işlem hacminin ise ters yönlü bir ilişkide olduğunu ispatlamaya çalışmışlardır. Basit bir hesaplama ile çıkan ekonomistler, transfer maliyetlerinde yüzde 1'in 1/15'i kadar bir artışın bile yıllık döviz kuru oranlarındaki volatilitiyi artıracaklarını savunmuştur (Aliber,2003: 2-29).

Vergi neticesinde kısa vadeli sermaye transferlerinin azalması piyasadaki işlem hacmini daraltacak ve volatilitiyi artıracaktır. Volatilitedeki artış ise yüksek döviz kuru riski ve yayılan etkilerinden ötürü ticaretten edinilen kazanımların gerçekleşmesine imkân vermeyecektir(Mende&Lukas,2003: 2).

Tobin Vergisi'nin uygulanması halinde elde diledik gelirde azalma olacağını savunan Werner düşüncelerini şöyle açıklamaktadır:

“Hedeflenen vergi gelirlerinin toplanmasının ulaşılmaması zor bir iş olduğunu düşünüyorum. İlk olarak genel manada işlem hacminin azaldığını söyleyebiliriz. 1998’de günlük 1,5 trilyon dolar olan işlem hacmi, 2001’de günlük 1,2 trilyon dolara gerilemiştir. Bunun en temel nedeni euroya geçilmiş olmasıdır. Bu trend yeni ülkeler euroya geçtiği sürece devam edeceğe benzemektedir. İkincisi, İsveç örneğine (Umlauf, 1998) bakarak para transferi üzerine konacak bir verginin işlem hacmini azaltacağı yaklaşımıdır. Katılımcılar rahatlıkla verginin olmadığı mekânlara kayabileceklerdir. Büyük çaplı para birimlerinde böyle bir vergi uygulanmadığı sürece, gerçek vergi geliri hedeflenenden çok daha küçük olacaktır. Tacirler arasındaki işlemlerin büyük çoğunluğu kısa dönemli bir yapıya sahiptir.”

Katılımcıların vergiden kaçmak için yeterince hünerli olduğuna değinen Werner, kanun koyucuları sürekli olarak yeni gelişmeleri takip etmeleri ve gerekli düzenlemeleri hayata geçirmeleri konusunda uyarılmaktadır (Werner,2003: 3-4).

Tobin Vergisi'ne eleştirel olarak yaklaşan ekonomistler, temel olarak verginin uygulanmasının mümkün olmayışı ve özel yatırımlar üzerindeki bozucu etkileri üzerinde odaklanmaktadır (Ertürk, a.g.m., 6)

## 6.2. Krizlerin Önlenebilmesi Açısından Tobin Vergisi Önerisi

Her ne kadar bazı çevreler Tobin Vergisi'nin küresel düzeyde uygulanmadığı takdirde başarılı olamayacağı konusunda ısrarcı tavırlar sergilese de, menkul kıymet hareketlerinden vergi alınması, bu eleştirilerin yersiz olduğunu gözler önüne sermektedir. Örnek olarak İngiltere'nin hisse senetleri üzerinden aldığı SDRT vergisi gösterilebilir. SDRT vergisi, Londra borsasında İngiltere çıkışlı menkul kıymetlerin satın alınması işlemi üzerine konan yüzde 0,5 oranında bir ilave yüküdür. İlk başlarda yüzde bir olan SDRT vergisi, ilerleyen yıllarda yüzde 0,5 olarak yeniden düzenlenmiştir. Buna rağmen Londra piyasası dünya piyasaları içerisinde ön sıralarda gelmektedir. Menkul ve gayrimenkul kıymetlerin transferleri üzerinden alınan Stamp Duty isimli vergi, Avustralya'da bölgesel düzeyde uygulanmaktadır. Singapur'da ise 1998'den beri emlak ve menkul kıymetler üzerinden SDR vergisi alınmaktadır. SDR'nin uygulandığı bir diğer piyasa da Hong Kong'dur ([http://en.wikipedia.org/wiki/Stamp\\_duty](http://en.wikipedia.org/wiki/Stamp_duty), 10.04.2016).

Genel görüşe göre uygulanacak vergi oranının vergiden kaçmayı minimize edecek şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Vergi oranının küçük olmasının nedeni, sermaye piyasasındaki türev araçların (spot, forward, future ve swap) işlem hacmini etkileyebileceği düşüncesidir (<http://www.oecd.org/dataoecd/57/11/31430478.pdf>, 10.04.2016). Küçük bir oranda tutulan Tobin Vergisi uluslararası ticarete zarar vermeyecek, ancak kısa vadeli ve yüksek oranda gerçekleştirilen ticareti ciddi düzeyde etkileyecektir (Westerhoff,2003: 2).

Uluslararası düzeyde uygulanabilecek ortak bir vergi teklifinde bulunan Tobin, vergi yönetiminin her bir ülkenin kendi hukuki yargı yapısına göre oluşacağını iddia etmektedir. Örneğin Tobin, İngiltere Hükümetinin Londra'daki brokerler ve Avrupa para birimlerinin geçerli olduğu bankalarda gerçekleşen pound dâhil tüm para transferlerinden sorumlu olacağını belirtmiştir. Tobin, vergi gelirinin Dünya Bankası veya IMF'ye aktarılacağını ifade etmiştir (Tobin, a.g.m.: 14).

Bir diğer bakış açısı iki farklı yaklaşıma yer vermektedir. Birincisi bir ülkenin sınırları içinde gerçekleşen döviz transferlerine vergi getirilmesi, ikincisi ise belli bir para birimiyle (örneğin dolarla) ilgili yapılacak döviz alışverişlerine getirilecek vergiler şeklinde olabilir. Buna göre, doların başka bir para birimine çevrildiği, alınıp satıldığı herhangi bir ülkede vergi aktif hale geçecektir. Örneğin İngiliz poundu üzerinden gerçekleşecek herhangi bir döviz alım veya satım işleminin kesinlikle Bank of England tarafından takip edilmesi gerekir. Bank of England'ın tüm bankalardan gerekli kesintinin yapılmasını öngören CTT ile uyumlu hale gelmelerini isteyecektir. Pound ile ilgili tüm



transferlerin İngiliz bankaları üzerinden yapılması gerektiğine göre, bu paraların nereye transfer edileceklerine bakılmaksızın, İngiltere'den gerçekleştirildikleri sürece CTT tatbik edilecektir. CTT'nin uygulanabilmesi için tüm dünyanın aynı anda bunu kabul etmesi düşüncesinin yanlış olduğunu savunan Kapoor, Şili'nin 1980'lerde, Malezya'nın da 1990'larda kendi dahili para birimlerinde CTT'yi uyguladıklarına işaret etmektedir (Kapoor,2004: 39).

### **6.3. Tobin Vergisinin Ekonomik Belirsizlikleri Azaltması**

Tobin Vergisi'nin 2 temel gerekçesi vardır. Birincisi kısa vadeli fırsatçı spekülasyon yatırımlardan ziyade uzun dönemli yatırımları teşvik etmek olduğunu belirten Tobin, ikinci amacının ise farklı para birimlerindeki kısa dönem faiz oranları arasındaki yakınlığı artırmak suretiyle ulusal makro ekonomik ve parasal politikalarda hükümetlere daha büyük otorite vermek olduğunu söylemektedir (Tobin,1994: 70). Tobin Vergisi'nin sağladığı faydalardan bir diğeri hükümetlerin, bankaların iflas etmelerini önlemek için hazırlanmış olduğu düzenlemelerden kaynaklanan moral hazardproblemini de ortadan kaldırmasıdır. Bankalar, mevduatların devlet tarafından garanti altına alınması durumunda müşterilerin güvenilirliği noktasında daha az dikkatli davranarak risk limitlerini zorlamaktadırlar. İşlemler üzerine vergi getirilmesi sayesinde spekülasyonlar daha maliyetli hale getirilip, bankaların aşırı riskleri üstlenmeleri engellenecektir. Uygulamanın bir diğeri getirisi de, Tobin Vergisi sayesinde, sabit döviz kuru sistemini uygulayan ülkelerin politika yapıcılarının, sermaye çıkışları ile yüzleştikleri durumlarda, devalüasyon veya faiz oranlarının yükseltilmesi gibi ekonomiye zarar verici nitelikteki daraltıcı ekonomik programlara müracaat etmek mecburiyetinde kalmayacak olmalarıdır (Altinkemer,2003: 4).

### 3. BÖLÜM

#### 7. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Bu bölümde amaç, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde öne sürdüğü iddiaların Türkiye ekonomisinde geçerli olup olmadığını ekonometrik yöntemler aracılığıyla araştırmaktır. Minsky'ye göre gelişmiş finansal piyasaların işleyişi finansal kırılganlığa sebep olur. Bunun sonucunda da ekonomik istikrarsızlık oluşur.

Finansal istikrarsızlık hipotezini açıklayan yaklaşımlar faiz oranı şokları, fiyat şokları ya da kredi genişlemeleri olabilmektedir. Uygulamalı çalışmalarda bu durum desteklenmiştir. Bell&Pain (2000) ekonomik krizlerin göstergelerinin tespiti için yaptıkları araştırmalarının sonucunda bankacılık sektöründeki sorunlara düşük büyüme oranı, yüksek faiz oranı, hızlı kredi genişlemesi, ticaret haddindeki düşüşler ve yüksek enflasyonun neden olduğunu bulmuşlardır.

Türkiye ekonomisinde 1980'lerden itibaren önemli değişiklikler yaşanmıştır. Bu nedenle 1980'li yılların sonundan itibaren yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların bir kısmı finansal sistemde yapılan değişikliklerden kaynaklanıyor olabileceği göz önüne alınmalıdır.

#### 7.1. Türkiye'de Finansal Sistemin Tarihsel Gelişimi

##### 7.1.1. 1980 Öncesi Türkiye

1970'li yıllarda gelişmekte olan birçok ülkenin yanı sıra Türkiye'de de, ithal ikameci ve devletin öncülüğüne dayanan bir kalkınma politikası uygulanmaktaydı. Bu uygulamanın temelinde devletin yaptığı yatırımlarla kalkınmanın itici gücü olması, diğer yandan finansal sistemi kontrol etme yoluyla düşük faiz politikaları izlemesi dolayısıyla özel yatırımı teşvik etmesi anlayışı bulunmaktadır. Buna göre 1980 öncesi Türkiye'de finansal sistemin temel özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür: (Özer,2003:4).

- Finansal sektörde devlet baskındır. Mevduat ve kredi faizleri üzerinde doğrudan kontroller vardır. Bu da yüksek enflasyon oranıyla birleştiğinde negatif reel faizi oluşturmaktadır.
- Yüksek karşılık oranları olduğundan bankacılık sistemi maliyetlerle çalışan bir yapı göstermektedir.
- Kredi tayinlaması yaygındır.



- Finansal kazançlara yüksek vergi oranı uygulanmaktadır.
- Şirketler banka kredilerine aşırı bağımlı durumdadırlar.
- Kurumsallaşmış finansal piyasalar yoktur.
- Bankalar için piyasaya giriş engelleri vardır.
- Kamu sektörü açıkları parasallaştırma yoluyla finanse edilmektedir.
- Bankalar ve mali olmayan kuruluşlar arasında sahiplik ilişkisi yaygın bir özelliktir.
- Döviz işlemleri önemli ölçüde sınırlandırılmıştır.

1211 sayılı yasa ile T.C. Merkez Bankası'na verilen önemli yetkiler arasında açık piyasa işlemlerinin gerçekleştirilmesi ve orta vadeli senetlerin reeskontuna imkan sağlaması bulunmaktadır. Bu yasa ile oluşturulan Merkez bankası yasası daha çok para ve kredi politikalarının belirlenmesinde hükümet ile ortak karar alınmasına yöneliktir. 1970'li yıllarda enflasyonun hızlı bir şekilde artması ile birlikte kamunun borçlanma gereğindeki artış para politikasının etkinliğini zorlaştırmıştır. Kamu kesimi açıklarının finansmanına yönelik olarak izlenen para politikası uygulaması enflasyon sürecini beslemiş, düşük faiz ve kur politikasından dolayı uygulanan genişleyici para politikası ise enflasyonu daha da hızlandırmıştır. Kamuda gelir-gider dengesi oluşmadığından Merkez Bankası'nın hazineye aktardığı kısa vadeli avansların aşırı kullanılmasına sebep olmuştur. Bu uygulamalar enflasyonun en önemli nedenlerini oluşturmaktadır (Şahin,1998: 154). 1970'lerde kamunun açıklarını kapatma ve yaşanan enflasyonu finanse etmeye yönelik olarak uygulanmıştır (Parasız,1998: 363).

Türkiye açısından aslında 1980 yılı bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır. Bu bağlamda alınan kararlara bakıldığında dış ticaret liberalleşmiştir. Dolayısıyla dış ticarete genişleme yaşanmış ve dış ticaret hacmi artmıştır. Ayrıca kambiyo mevzuatı serbestleştirilmiştir (Seyidoğlu,2003: 145).

Bankacılık kesimine bakıldığında ise, izlenen ithal ikameci sanayileşme stratejisi altında bankacılık kesimi kontrol altında tutulmuştur. Bankalar bu dönemde daha çok kalkınma planları kapsamına alınan yatırımları finanse etmek, mevduat toplamaya yönelik şube açmak şeklinde faaliyet göstermektedir (Çolak,2007: 36). Fiyat ve finansal istikrar açısından önem arz eden iki konu olan daha önce de değinildiği gibi yüksek enflasyon ve düşük faiz politikasıdır. Enflasyonu ve kamusal açık finansman yükünü hafifletmeye

çalışan bir Merkez Bankası'nın varlığında izlenen düşük faiz politikası tasarruf oranlarının aşırı düşmesine ve faiz farklılığına dayalı kredilerin sektörel dağılımını yani kredi politikasını imkansız kılmıştır. Faizlerin düşük düzeyde tutulması ve reel faizlerin neredeyse eksi değerlere gerilemesinin altında yatan kamusal açık tehdidi devlet tahvili ile genel faizler arasında bir denge kurulmaya çalışmasına sebep olmuştur. Özel sektörün çıkardığı tahvillerin faizlerine sınır getirilmesi ve kamusal fonlama maliyetinin düşük tutulmaya çalışılması buna en önemli örnektir (Parasız,1998: 367).

1980'li yıllara gelindiğinde finansal sistem zayıflamıştı. Durum, mali sistemin etkinliğini azaltırken, makro ekonomik dengesizliklerin bulunduğu Türkiye ekonomisi için bir risk ve istikrarsızlık unsuru olmaktaydı. Zayıflıklar dahilinde şu durumları saymak mümkündür (Binay&Kunter,1998): Mevduat ve kredilere uygulanan faiz oranları Merkez Bankası tarafından kontrol altında tutulmaktaydı. Bu durum etkin finansal sistemi olumsuz etkilemenin yanında, yüksek enflasyon sebebiyle getiri anlamında reel faizlerin negatif düzeylerde seyretmesine neden olmaktaydı. Bu açıdan faizin Merkez Bankası politika aracı olarak kullanılamaması ve faiz düzleştirme kuralı oluşturulması ve yürütülmesi için gerekli ortam bulunmamaktaydı. Kamu açıklarının finansmanı açısından faizler üzerinde baskı kurulması ile birlikte bu dönemde, döviz işlemleri üzerinde kısıtlamalar da bulunmakta kişilerin döviz bulundurmaları mümkün olmamaktaydı. Bu duruma neden olarak, kamu açık finansmanında dövize olan ihtiyacın önemli olduğunu söylemek mümkündür.

Faiz finansal piyasalar için belki de en önemli değişkendir. Çünkü faiz oranı finansal piyasada uygulanan her türlü işlemde kullanılmaktadır. Bu bağlamda öncelikle reel faiz oranı aşağıdaki denklemler yardımıyla gösterilmektedir. Bu denklemler farklı reel faiz oranı hesaplamalarını göstermektedir. Ekonomide bu derece etkin olan reel faizlerin birçok ekonomik değişken üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bunlar borç stoku ve bütçe yapısıdır (Ünsal,2007: 110-111).

$$\text{Reel Faiz Oranı} = \text{Nominal Faiz Oranı} - \text{Enflasyon Oranı} \quad (7.1)$$

$$\text{Reel faiz oranı} + 1 = \frac{1 + \text{Nominal faiz oranı}}{1 + \text{enflasyon oranı}} \quad (7.2)$$

Görüldüğü gibi, 1980 öncesinde yaşanan ekonomik krizler ve istikrarsızlıklar, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ile bir değildir. Çünkü finansal istikrarsızlık hipotezinde ekonomik istikrarsızlıkların kaynağı, iyimser beklentilerin teşvikiyle yatırımcıların borçlanarak yeni yatırımlara girişmeleri ve bu nedenle ekonomideki finansal



kırılganlığın artmasına bağlı olmaktadır. Bu durumun geçerli olması için, öncelikle borç sağlayacak etkin bir finansal sistemi, özellikle bankacılık kesimini gerektirmektedir. Bu açıdan 1980 öncesi Türkiye ekonomisine bakıldığında, finansal derinliğin böyle bir mekanizmayı harekete geçirecek kadar büyük olmadığı ve özel kesim için yatırımlara esas olacak uzun vadeli kredilerin sınırlı olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra, söz konusu dönemde kamu kesimi yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı da önemli derecede yüksektir. Örneğin, 1970 yılında toplam sabit yatırımların içinde kamu yatırımlarının payı %31.9 iken, 1975 yılında bu oran %35, 1980 yılında ise %40 olmuştur (<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/> (07.05.2016)).

### **7.1.2. 1980 Sonrası Türkiye**

Türkiye açısından 1980 yılı kırılma noktası niteliği taşımaktadır. Alınan kararlara bakıldığında dış ticaret liberalleşmiştir ve bu sayede Türkiye ekonomisi dış dünya ile bütünleşik bir ekonomi durumuna geçmiş bulunmaktadır. Bununla birlikte kambiyo mevzuatı serbestleştirilmeye başlanmıştır. 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kararla Türkiye ekonomisinde çeşitli serbestlikler sağlanmıştır. Bu serbestlikler aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Seyidoğlu,2003: 145):

- Türkiye’de yaşayan kişilerin araçlarının dış dünyaya ihraç edilmesi serbestleşmiştir.
- Türkiye’de yaşayan kişiler bankalar veya özel finans kuruluşları aracılığıyla almak koşulu ile yurt dışından aynı ve nakdi kredi alabilmeleri serbestleşmiştir.
- Menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda giriş çıkışı serbestleştirilmiştir.
- Türkiye’de yaşayan kişiler yurt dışında veya serbest bölge sınırları içerisinde yatırım yapmaları, ticari faaliyette bulunmaları, özel şirket kurmaları, aynı ve nakdi sermayeyi yurt dışına ihraç edebilmeleri serbestleşmiştir.

Türkiye ekonomisi bu kararla ciddi bir dönüşüm yaşamıştır. Bu liberalleşme hamlesinden sonra 22.03.1990 tarihinde IMF’ye başvurulmuştur. Bu başvuruda fon sözleşmesindeki VIII. madde statüsüne geçtiğini dolayısıyla Türk lirasının konvertibil bir para olmasını talep etmiştir (Seyidoğlu,2003: 146).

Liberalizasyon süreci ve finansal sistemin yapılanmasına yönelik bir diğer önemli gelişme 1986 yılında bankalar arası para piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulmasıdır (Günel,2006: 126).

1980 öncesi kamunun güdümünde ve kamusal ağırlığın yüksek olduğu bankacılık kesiminde yaşanan gelişmelerden sonra özel sektörün ağırlığı artmaya başlamış, yabancı bankaların ve ticari bankaların sayısında hızlı artışlar yaşanmıştır. 1980-1990 döneminde 8'i yabancı olmak üzere 19 ticari banka kurulmuştur. Ayrıca 4'ü yabancı sermayeli olarak 8 kalkınma ve yatırım bankası kurulmuş ve Türk bankaları yurtdışında şube açmış, banka kurmuş veya iştiraklerde bulunmuştur (Günel,2006: 161).

Bankacılık kesiminde yaşanan likidite sıkışıklığını ortadan kaldırmaya ve sistemi işler hale getirmeye yönelik T.C. Merkez Bankası'nın uyguladığı politika da enflasyonist etki meydana getirmiştir ve liberal yapılanmaya bağlı olarak dış ekonomik işlemler hacmindeki artış parasal tabanda artışa sebep olmuştur. 1983 yılında bankaların faiz yarışı içinde enflasyonun %30 olduğu bir ortamda %80'ler civarında faiz vermesi ise Merkez Bankası tarafından sisteme yönelik risklerin arttığına dair bir sinyal olarak algılanmış ve çeşitli önlemler alınmıştır. Bankalar, ortak faiz uygulama konusunda Merkez Bankası tarafından zorlanmış ve uyum sağlamayan bankalar için yaptırımlar öngörülmüştür. T.C. Merkez Bankasının ilk defa bu şekilde net bir duruş sergilediği ve oluşan risklere karşı harekete geçtiği görülmektedir (Binay&Kunter,1999: 34).

1986-1990 döneminin en önemli özelliği, uzunca bir süredir T.C. Merkez Bankasının parapolitikasında etkinliği sağlayamamasına neden olan kamu açık finansmanının doğrudan Merkez Bankası kaynakları ile karşılanmasını önlemeye yönelik uygulamadır. Bu dönemde Hazine'nin doğrudan piyasaya yönelik olarak bono ve tahvil satışı uygulamasına başlanmıştır. Para politikası uygulamasının, kamusal açık finansmanı dışına çıkartılmaya başlanması, etkinlik adına önemli bir adımdır. Bankalar arası para piyasasının oluşması ve işler hale gelmesi ile Merkez Bankası bankaların rezervlerini kontrol etmeye başlamıştır. Ayrıca bankalar arası para piyasası, para arzının kontrolüne yönelik politikalara ve banka likit rezervlerini kontrol etmede yeni araçlar oluşturulmasına yardımcı olmuştur (Kesriyeli,1997: 11).

1986-1990 dönemi değerlendirildiğinde finansal piyasalar ve para politikasında yaşanan önemli gelişmelerle birlikte özellikle parasal istikrarın sağlandığını söylemek mümkündür (Kesriyeli,1997: 15). Bu dönemde fiyatlar, kurlar ve faizler aşırı dalgalanmalar göstermemiştir. T.C. Merkez Bankasının finansal piyasalarda yaşanan



gelişmeleri göz önünde bulundurduğunu ve bu gelişmelere uygun politikalar geliştirdiğini görmek mümkündür. Merkez Bankası para politikası finansal sistemi gözetmeye ve bu piyasalarda meydana gelen dalgalanmalara karşı duyarlı hale gelmeye başlamıştır. Bu yıllar Merkez Bankası'nın ileri ki dönemlerde finansal istikrara yönelik uygulamaları ve gerçek merkez bankacılığı için önemli sinyaller vermektedir. Yapısal sorunların çözülememesi, kamusal açıkların devam etmesi ve finansman sorunu ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan hızlı ve yüksek düzeydeki liberalleşme, Merkez Bankası ve para politikası için önemli kısıtlardır. Tablo 5'te KKBG'deki artış gösterilmiştir.

**Tablo 5. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (1980-1989)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
KKBG (Bin TL)	465	319	374	689	1.194	1.267	1.869	4.563	6.235	12.283

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

Bu dönemde makro ekonomik politika araçlarının kullanımı ve bu araçlarla ekonomi yönetimi zorlaşmaya başlamıştır. Finansal piyasaların liberalizasyonu ile birlikte kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak meydana gelen değişiklikler Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarını TL ve döviz piyasalarında yaşanan değişiklikleri ortadan kaldırmaya ve parasal büyümeyi kontrol altında tutmaya yönelik olarak kullanılmasına neden olmuştur. Risklerdeki artışa bağlı olarak mevduatlarda yaşanan hızlı düşüşlerde Merkez Bankası'nın bankalara ve kamuya büyük oranda likidite aktarmasına neden olmuştur (Kesriyeli,1997: 23)

1994 yılına geldiğimizde yaşanan krize bakacak olursak temelde iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi 1989 senesinde bankaların yurtdışından sağladıkları ucuz kaynaklarla Hazine'yi fonlaması ve sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi ile Merkez Bankası'nın TL'yi değerli tutma politikasının yarattığı bankaların açık pozisyonları, ikincisi ise aynı sene içinde şok olarak verilen yüksek ücret zamlarının iç talebi körüklemesidir (Binay ve Kunter, 1998). Ekonomi bu durumdayken Merkez Bankası aşağıdaki çalışma prensiplerini izlemiştir: (Törüner, 2000: 264).

- Tüm ekonomik işlemlerin Merkez Bankası para politikası tedbirleri çerçevesinde uygulanması,
- Tasarrufun özendirilmesi,
- Piyasa ekonomisinden taviz verilmemesi,
- Piyasalaşmanın genişletilmesi,

➤ Kalıcı tedbirlerin alınması.

Tüm bu yaşananların sonucunda 1994 senesinde Türkiye ekonomi ciddi bir darboğazla karşı karşıya gelmiştir. Döviz kurlarındaki ani yükseliş ile bankaların borç yükleri artmıştır. Dolayısıyla bankalar kaynaklarının önemli bir kısmını borç ödemek için kullanmıştır. Bankacılık sisteminde ortaya çıkan likidite krizi sonucunda döviz borcu yüksek olan TYT Bank, Marmarabank ve İmpeksbank'ın faaliyeti sona ermiştir (Öz, 2005: 13). İç piyasa talebinin düşmesi ve faiz oranlarının yükselmesinden dolayı kredi hacmi daralırken, artan kaynak maliyeti bankacılık sisteminin zarar görmesine sebep olmuştur. Sistemden fon çıkışı önlemek için mevduata sınırsız garanti getirilmiştir. Bu garanti 05/07/2004'te yapılan 50 Milyar TL'ye kadar sınırlı olan garanti ile ortadan kaldırılabilmektedir (CNN Türk, 2004).

Türkiye ekonomisinde 1999 yılının Aralık ayında IMF destekli yeni bir enflasyonu düşürme programı uygulanmaya başlanmıştır. 2000'li yıllara kadar pek çok kez kamusal açık finansmanından gerçek bir merkez bankacılığı için T.C. Merkez Bankası kurtarılmak istenmiş ancak başarılı olunamamıştır. Daha önceki programlar gibi 1999 enflasyonu düşürme programında temel amacı yüksek ve kronik enflasyon sorununu ve sürdürülemez hale gelen, Merkez Bankası ve finansal sistem için önemli bir problem olan, kamusal finansman açığına bağlı olarak ortaya çıkan iç borçlanma sorununu çözmektir. Kamu kesimi borçlanma gereğinde yaşanacak düşüş, mali sistemin ve para arzının nominal olarak büyümesinin önüne geçecektir. Bu kapsamda 2000 yılında GSYİH'nin %58'i olan kamu sektörünün toplam borcu her yıl %1,5-2 arasında azaltılması öngörülmüştür (Kumcu,2000: 383).

Finansal sistemin önemli bir parçası olan bankacılık sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi konusunda bu döneme kadar yetki dağınık şekilde kullanılmıştır. 2000 yılına kadar bankacılık ile ilgili kanunların hazırlanması, yerinde denetimlerin yapılması ve idari, cezai yaptırımların uygulanmasından Hazine Müsteşarlığı sorumlu olmuştur. Merkez Bankası ise bankacılık sisteminin denetim ve gözetim sürecinde sadece uzaktan gözetimini sürdürmüş ve TMSF'nin idaresini üstlenmiştir. Ancak denetim ve gözetim faaliyetinin etkin bir şekilde gerçekleştirilmesi, bağımsız bir karar alma mekanizması için yetkilerin tek bir kurumda toplanması gerekmektedir. Bu nedenle, yeni bankacılık kanunu ve banka operasyonu ile siyasi iradenin de finansal sistemdeki risklerden rahatsızlıklarından dolayı, 4389 Bankacılık Kanunu ile 1999 yılının Haziran ayında BDDK'nın (Bankacılık



Denetleme ve Düzenleme Kurumu) kurulmasına karar verilmiş ve 2000 yılının Ağustos ayında BDDK faaliyetlerine başlamıştır (BDDK,2008: 4).

Ancak Yeni Bankacılık Kanunu ve BDDK'nın kurulmasının finansal sistem ve istikrar üzerine etkisi bu dönem ile sınırlı kalmıştır (Günel,2006:165). Tablo 6'da gösterilen bankacılık sektörünün yoğunlaşma oranlarında bir azalma yaşanmaması, bu dönemde sistemin işleyişine ve oluşabilecek risklere karşı ne kadar zayıf kaldığını göstermektedir. 1999 yılı enflasyonu düşürme programı, para ve kur politikalarında değişim, bankacılık operasyonu ve yeni bankalar kanunu, BDDK'nın kurulması, kamusal açık finansmanı konusunda alınan önlemler ve uygulamalarla birlikte risk algılaması ve iç borçlanma faizleri 2000 yılında düşüş eğilimine girmiş, faizler %40 seviyesine gerilemiştir. Faizlerdeki düşüş eğilimi ve Merkez Bankası para ve kur politikası uygulamaları ile birlikte enflasyon beklentileri aşağı çekilmiş ve enflasyon oranları da %40'lara gerilemiştir. Bu durum ile birlikte kamusal açıkları düşürücü önlemler, yeni vergi düzenlemeleri ve kamusal açık finansmanı maliyetindeki düşüş, faiz dışı bütçe fazlasını da arttırmıştır. İlgili rakam (altı sıfır atılmış şekilde) enflasyonu düşürme programından sonra 1.6 trilyondan 7.6 trilyona yükselmiştir.

**Tablo 6. Bankacılık Sektörü Yoğunlaşma Oranları**

	Toplam Aktifler	Toplam Mevduat	Toplam Krediler
1999 Haziran			
İlk 5 Banka	46	50	39
İlk 10 Banka	67	72	66
2000 Haziran			
İlk 5 Banka	47	49	40
İlk 10 Banka	65	67	63
2001 Haziran			
İlk 5 Banka	42	47	41
İlk 10 Banka	64	72	68

**Kaynak:** Çolak,2007: 206.

Ekonomiye ve finansal sisteme olan güvenin yeniden oluşmaya başlaması ve belirsizliklerin azalmasıyla birlikte 2002 yılında ters para ikamesi olgusu da yaşanmaya başlanmıştır. Bunun yanında döviz kurlarında istikrarın yakalanması ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin güçlü olması oluşan güven ortamını güçlendirmiştir. Döviz piyasalarında oluşandöviz fazlası, kurların uzun dönem değerini ve trendi etkilemeyecek şekilde sınırlı müdahalelerle piyasadan çekilmiş, dalgalı kur sistemi daha etkin hale

getirilmiştir. Bu olumlu gelişme ile birlikte Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin artmaya başlaması da finansal sistemde ileriye dönük oluşabilecek risklerin önlenmesi açısından önemlidir (TCMB,2002: 78). 2003 yılı içinde finansal istikrarı sağlamaya yönelik kalıcı ve geçici uygulamalar da Merkez Bankası tarafından devam ettirilmiştir. 2002 yılının Eylül ayında başlanan piyasa yapıcılığı uygulaması Devlet İç Borçlanma Senetleri ödünç işlemleri piyasasının faaliyete geçmesi ile birlikte daha etkin hale getirilmiş, böylece ödünç DİBS vermek isteyen bankalara düşük riskli getiri imkanı sağlanmıştır. Ayrıca finansal piyasaların etkinliğini ve derinliğini arttırabilmek adına zorunlu karşılık oranları, mevduat faizleri ağırlıklı ortalamasının %75 - %80 aralığına çekilmiştir (TCMB,2003: 77).

2005 yılı, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının tamamlanmış olması açısından önemlidir. Bu program 2002-2004 yılını kapsayacak şekilde revize edilmişti ve açık enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için gerekli alt yapının oluşturulmasına yönelik olarak örtük enflasyon hedeflemesi ile yürütülmekteydi. Program dahilinde dalgalı kur rejimi altında faiz oranları para politikasının temel aracı olarak kullanılmaktaydı. Ayrıca bu süreçte belirlenen parasal performans kriterleri gösterge niteliğindedi. Yapısal reformlar bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmaya yönelik atılan adımlar Merkez Bankası'nın araç ve amaç bağımsızlığının sağlanması ve sonrasında program dahilinde yürüttüğü başarılı para politikaları, kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması, kamu borçlanma gereğinin finansal sistemde yarattığı risklerin azalması, kamu borç sürdürülebilirliğinin ve faiz dışı fazlanın sağlanmaya başlanması, finansal sistemin kırılma eğiliminin azalması ve derinliğinin artması ile birlikte hem finansal hem de fiyat istikrarı konularında önemli aşamalar kaydedilmiştir (TCMB,2005: 73-74).

2006 yılında fiyat istikrarına yönelik orta vadeli Açık Enflasyon Hedeflemesine geçilmiştir (TCMB,2006: 37). Türkiye'de kamu ve özel sektör kredilerinin arttığı görülmüştür. Özel krediler içerisinde özellikle tüketici kredilerinin (mortgage kredilerinin) miktarı ve oranı artmıştır. Mortgage kredilerindeki artıştan dolayı konut piyasasında önemli bir değişiklik yaşanmıştır. Konut arzı ve konut talebi artmıştır. Bu süreç içerisinde iç borç ve dış borcun önemli ölçüde arttığı dolayısıyla ekonominin yavaşladığı görülmüştür. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu olumsuz süreçte, büyük devlet ve büyük bankanın ekonomi için ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası'nın veya devletin ekonomiye zamanında müdahale etmesi durumunda, kriz sürecinin daha az hasarla atlatıldığı görülmüştür.



2008 yılına gelindiğinde yaşanan ve bankaların iflasıyla sonuçlanan durum bir finansal krizdir. Türkiye için 2008 yılından sonra ki dönemi incelediğimizde herhangi bir finansal kriz yaşanmamıştır. Fakat krizin nedeni yani bir önceki aşaması olan, finansal kırılganlık sonucu meydana gelen finansal istikrarsızlık olduğunu söyleyebiliriz. Sermaye girişinin devam etmesi, belirsizliklerin azaltılması, düşük faiz oranları ve kredi genişlemesi sonucunda Türkiye ekonomisi 2012 yılından itibaren yüksek bir büyüme performansı yakalamıştır. Kriz sonrasında uygulamaya konan program sayesinde iç pazarın olanakları daha geniş bir şekilde kullanılmıştır. Faizin düşürülmesi sayesinde gerçekleşen kredi genişlemesi, kriz sonrası ekonomik büyümenin motoru olmuştur. Fakat bu program iki ana sorunla karşılaşmıştır. Birincisi düşük faiz oranlarından dolayı artan kredi genişlemesi finansal istikrarı tehdit etmekteydi. Bu riske karşı uygulamaya konan önlemler, artan cari açığı dizginlemek için para akımlarını yavaşlatıcı önlemler almayı amaçlamıştır. Fakat ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur. İkincisi ana sorun FED'in miktarsal genişleme politikasına bağlı olmasıdır. FED politikasının değişmeye başladığı 2013 senesinden (Mayıs) itibaren, T.C. Merkez Bankası için faizleri düşük seviyede tutmak zorlaşmıştır. Sonuç olarak Ocak 2014'te T.C. Merkez Bankası'nın yaptığı müdahale, sermaye çıkışları yaşanırken faiz oranını düşük seviyede tutmanın, dövizin hızla değerlenmesine neden olabileceğini göstermiştir. Eylül 2014'te T.C. Merkez Bankası'nın Ocak kararlarının etkisi ortadan kalkmıştır. Ayrıca daha düşük bir büyüme ve daha yüksek bir işsizlik oranıyla karşılaşmıştır (TCMB, 2015).

Türkiye ekonomisi son altmış yıllık süreçte ciddi finansal düzenlemeler yapmış ve busayede ekonomisini büyük ekonomilerin düzeyine çıkarmak için çaba harcamıştır. Bu bağlamda yapılan amprik çalışmada Türkiye'nin 1970-2015 yılları arasındaki finansal gelişimi ve ekonomik büyümesi ekonometrik yöntemle analiz edilmiştir. Bu çalışmaya göre Türkiye ekonomisinde kırk beş yıllık periyotta, finansal gelişme ekonomik büyümenin sebebi olmakta veya finansal gelişme ekonomik büyüme için başlangıç basamağı durumunda bulunmaktadır.

## **7.2. Finansal İstikrarsızlık Raporları**

Cihak (2007:6), merkez bankalarının finansal istikrar raporlarını yayınlamasının en önemli nedenini finansal istikrara katkı sağlamak olduğunu söylemektedir. Finansal istikrar raporları öncelikle risklere karşı bir uyanıklık ve duyarlılık geliştirmektedirler. Finansal piyasalardaki kişi ve kurumlara ortaya çıkabilecek riskler hakkında bilgi vererek, hazırlıklı

olmaları ve ortak tavır almaları konusunda yardımcı olmaktadır. Merkez bankalarının risk değerlendirmeleri aynı zamanda onların belirleyecekleri çözümlerdir.

Finansal istikrar raporunu “Finansal sistemin içerdiği risk ve açıklara odaklanmış; merkez bankası tarafından düzenli yayınlanan, özel yayınlar” olarak tanımlayan Cihak bu tanıma dayanarak finansal istikrar raporlarının temel özelliklerini şöyle sıralamaktadır: (2007: 4)

Risk ve Açıklar Üzerine Odaklanmış olmalı. Risk ve açıklara değinmeden sadece bankacılık sisteminin performansının değerlendirildiği genel yayınlar finansal istikrar raporu olarak görülemez.

Sistemin bütününe kapsamlı. Belirli finansal kuruluşların sağlamlığına ilişkin raporlar bazı derecelendirme kurumları tarafından zaten yapılmaktadır. Ama bunlar tek tek kurumlar içindir. İstikrar raporları ise merkez bankalarının makro öngörülü gözetim görevinin bir parçası olarak yayınlanırlar ve bu nedenle tek tek kuruluşlarla ilgilense bile bu sistemin bütünselliği açısından taşıdığı anlam nedeniyledir ve makro amaçlıdır.

Yayınclı. Finansal istikrar raporları çoğunlukla merkez bankaları tarafından düzenli ve sistemli yayınlanmaktadır. Küresel Ölçekte IMF'nin de Küresel Finansal İstikrar Raporu vardır.

Bütünlüklü bir yapısı olmalı. Bu raporlar genellikle ayrı birer doküman olarak yayınlanırlar. Başka belgelerin içinde yer alsalar bile bütünlüklü ve analitik olarak derinlikli olmaları gerekir.

Düzenli olarak yayınlanmalı. Finansal İstikrar Raporları 6 aylık veya 1 yıllık aralarla düzenli olarak yayınlanır.

Merkez bankaları arasında finansal istikrar raporu yayınlama eğilimi 1990'lı yılların ortalarından itibaren yaygınlaşmaya başlamıştır. 2000'li yıllarda güçlenen bu eğilim sonucunda günümüzde finansal istikrar raporu yayınlayan merkez bankalarının sayısı elliye geçmiştir. (Bkz. EK: 4)

Finansal istikrar raporlarının doğrudan faydaları üzerinde duran Bowen (2007: 84), merkez bankalarının sahip olduğu bilgi ve uzmanlığın ekonomik analizin düzeyini yükselteceğine işaret eder. Merkez bankasının özel çıkarla hareket etmeyen tek kurum olmasının önemine dikkat çeken Bowen, sürü davranışını önleyebilmede bankanın bu duruşunun ve sahip olduğu bilginin önemli bir rolü olduğunu söylemektedir. Finansal istikrar raporları bunun dışında, kamu otoritelerine alınması gereken tedbirleri ve yapılması gereken yasal değişiklikleri gösterir. Merkez bankalarına finansal istikrar faaliyetlerini



yürütebilmek için gerekli halk desteğini sağlar ve izleyecekleri yol hakkında fikir vermesi yoluyla da beklentiler üzerinde etkili olur.

Bowen finansal istikrar raporlarının kapsamı gereken konuları;

- Makro ekonomik gelişmelerin dün ve yarın,
- Finansal sistemin dışında şirketler kesimi ve hane halkının finansal kırılganlıkları ve
- Finansal sistemi tehdit eden riskler olarak belirlemektedir.

Makro ekonomik gelişmelerin bankacılık krizlerinde son derece etkili olduğu görülür. Bu nedenle makro ekonomik ortamdan kaynaklanabilecek şokların finansal sektör üzerindeki etkilerinin neler olabileceğinin değerlendirilmesi son derece önemlidir. Finansal istikrar raporları özellikle ödünç alan ve verenlerin davranışlarında değişiklik yaratabilecek şoklar üzerinde durmalıdır (Bowen,2007: 87).

Finansal kurumların durumları, likidite problemleri, kurumların sermaye yeterliliği, gibi unsurlar finansal istikrar raporları tarafından değerlendirilmelidir. Özetlendiğinde bu kategorilerin finansal sistemin karşılaşabileceği şoklar ve bu şokların yol açabileceği kayıplar olarak söylenebilir. Finansal istikrar raporlarının bu içeriği tutarlı bir şekilde bağlantılarını ve gerekçelerini göstererek ortaya koyması gerekmektedir (Haldane&Hall,2007: 5).

Finansal istikrar raporlarının kapsadıkları konuların tutarlılığı en az raporların içeriği kadar önemlidir. Cihak, raporları bu yönüyle de değerlendirebilmek için CCC çerçevesi adını verdiği bir format geliştirmiştir (2006: 48). Bu yöntemle amaçlanan, raporları açıklık (*Clarity*), tutarlılık (*Consistency*) ve kapsam (*Coverage*) açısından belirlenen kriterlere göre değerlendirmektedir. (Bkz. Tablo: 7)

**Tablo 7. Finansal İstikrar Raporları için “CCC” Çerçeve Tasarısı**

	<b>Açıklık</b>	<b>Tutarlılık</b>	<b>Kapsam/İçindekiler</b>
<b>A. Açıklık</b>	A1. Finansal İstikrar kavramı açıkça tanımlanmalı A2. Raporun amaçları açıkça Belirtilmeli	A3. Finansal istikrar tanımı standart olarak raporun bir parçası olmalı A4. Amaçlar raporun standart bir parçası olmalı. Rapor içinde açıkça gösterilmeli	A5. Finansal İstikrar Tanımı hem krizlerin yokluğunu hem krizlere direnci içermeli A6. Finansal istikrar hem genel olarak hem de operasyonel olarak tanımlanmalı A7. Raporun amaçları kapsamlı olmalı
<b>B. Genel Değerlendirme</b>	B1. Genel değerlendirme net sözlerle açık bir şekilde yapılmış olmalı	B2. Genel değerlendirme raporun geri kalan kısmıyla bağlantılı olmalı B3. Genel değerlendirmenin hangi süreleri kapsadığı ve olayların ne zaman meydana	B4. genel değerlendirme ana konuları içermeli

		geldiği net olarak anlaşılmalı	
<b>C. Sorunlar</b>	C1. Rapor makro ölçekli temel sorunları açık bir şekilde belirtmiş olmalı	C2. Ele alınan konular bütün rapor içinde tutarlı olmalı	C3. Finansal sistem yeterince kapsamlı bir biçimde değerlendirilmeli
<b>D. Veriler, Kabuller ve Araçlar</b>	D1. Raporla ulaşılan sonuçların hangi verilerle elde edildiği açıkça anlaşılmalı D2. Raporla ifade edilen sonuçlara hangi kabullerden hareketle ulaşıldığı açıkça anlaşılmalı D3. Raporla sunulan sonuçlara ulaşmak için kullanılan metodoloji ve araçlar açık olmalı	D4. Sonuçlar rapor boyunca aynı tutarlılıkta sunulmalı	D5. Raporla kullanılan veriler, özel kurumları da içeren mevcut veriler olmalı
<b>E. Yapısı ve diğer özellikler</b>	E1. Rapor kolay okunmalı E2. Uzunluk, yayınlanma aralığı, ulaşılabilirlik, diğer merkez bankası raporlarına bağlantı gibi özellikleri de raporun açıklığını destekleyecek şekilde olmalı	E3. Raporun yapısı sonraki sayılarda da korunarak okunmasını kolaylaştırılması sağlanmalı E4. Rapor tüm diğer özellikleriyle tutarlı bir bütün oluşturmalı	E5. Raporun yapısı temel konuları içerecek şekilde kurgulanmalı E6. Raporun tüm diğer özellikleri kapsamını destekleyecek tarzda olmalı

**Kaynak:** Cihak (2006: 48)

Finansal istikrar raporlarında kullanılan yöntem ve araçlar makro öngörü analizi başlığı altında değerlendirilebilir. Bu açıdan iki temel araç vardır; finansal sağlamlık göstergeleri ve stres testleridir. Merkez bankalarının makroekonomik analizleriyle karşılaştırıldığında daha çok bilanço analizi üzerinde yoğunlaştıkları ve senaryolar geliştirerek sistemi tehdit eden unsurları tespit etmeye çalıştıkları göze çarpar. Mikro öngörü analizlerinden farkları ise tek tek kurumlarla değil bütün olarak sistemle ilgilenmeleridir. Raporlarda kullanılan makro öngörü göstergeleri farklılıklar gösterse de büyük çoğunlukla IMF tarafından önerilen Finansal Sağlamlık Göstergeleri ile örtüşürler (Cihak,2006: 21).

Sundararajan, finansal sağlamlık göstergelerini ayrıntılı bir şekilde şöyle tanımlamaktadır: ‘*Finansal sağlamlık göstergeleri (FSG) finansal kurum vepiyasaların, ayrıca şirket ve hane halkının sağlık ve sağlamlığımızı için derlenen göstergelerdir. FSG’ler finansal kurumlarailişkin toplu bilgileri verdikleri gibi bu kurumların faaliyet gösterdiği finansal piyasalara ilişkin genel, temsili bilgiler de verirler. Makro öngörülügöstergeler ise FSG’ler ve başta makro ekonomik göstergeler olmak üzere finansal sistemin güçlü ve zayıf yönlerinin değerlendirilmesine yardımcı olabilecek diğer göstergelerin bir araya getirilmesinden oluşur.*’ (Sundararajan&Enoch,2003: 2).

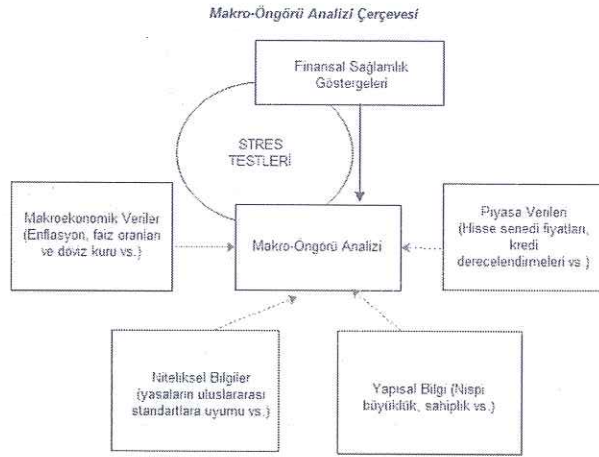
Stres testi ise; ‘*Bir stres testi en geniş anlamıyla, belirli bir risk karşısında bir firma veya finansal sistemin başına ne geleceğini tahmin etmeye çalışan bir <eğer> analizidir. Bu <eğer> analizinde iyi temellendirilmiş modellerin kullanılması son derece önemlidir; çünkü bilançolar üzerinde veya finansal istikrara tehdit oluşturabilecek*



*risklerin değerlendirilmesi için tutarlı ve bütünlüklü bir çerçeve sunarlar''* (Bunn&Cunningham,2005: 116).

Makro öngörü analizi finansal sektörü bütüncül olarak değerlendirmekle birlikte finansal sistemi uluslararası sermaye akımları ve reel sektör bağlantıları çerçevesinde değerlendiren bir analiz türüdür. Finansal ve makro ekonomik göstergeler sistemin güçlü ve zayıf yönlerini gösterirken, diğer yandan muhtemel olağanüstü durumlar ve şoklar karşısında sistemin ne tepki vereceği stres testleriyle değerlendirilir. Sundararajan ve Enoch makro öngörü analizinin stres testleri, makroekonomik veriler ve finansal sağlık göstergeleri ile ilişkisini gösteren genel bir çerçeve önermektedir (Sundararajan&Enoch,2003: 8). (Bkz. Şekil 3):

### Şekil 3. Makro-Öngörü Analizi Çerçevesi



Kaynak:Sundararajan&Enoch, 2003:8.

## 7.3. Türkiye’de Finansal İstikrarsızlığın Test Edilmesi

### 7.3.1. Literatür Taraması

Finansal istikrarsızlık göstergesinin tanımlanmasında farklı istikrarsızlık endeksleri belirlenmiştir. Bunlardan ilki finansal baskı endeksi olarak adlandırılan değişkendir. Faizlerdeki artış ve kurdaki yükselme finansal baskıyı arttırdığı finansal baskı endeksini aynı yönde etkilemekte; döviz rezervlerindeki azalma finansal sıkıntıyı ortaya koyduğu için finansal baskı endeksi üzerinde ters yönlü bir etkiye neden olmakta, rezervler azalması endeks değerini arttırmaktadır. Endeks, finansal baskı endeksi içinde yer alan her değişken standartlaştırıldıktan sonra genellikle ağırlıksız olarak hesaplanır (Uygur,2001).

İkinci endeks ise kur piyasası düzensizlik endeksidir. Kur piyasası düzensizlik endeksi, döviz kuru değişim oranı ile döviz rezervi değişim oranının ağırlıklı bir ortalamasıdır. Ağırlıklar endeksin bu iki unsurunun da eşit örneklem dalgalanmalarına sahip olduğunu ifade eder (Kaminsky&Reinhart,1996).

Gadanecz ve Jayaram (2009) çalışmalarında, literatürde geçen ve dünyada uygulama alanı bulan kompozit göstergeleri altı temel sektör kategorisinde sunmuşlardır. Bu sektörler ve ölçüm göstergeleri Tablo 8’de sunulmaktadır.

**Tablo 8. Finansal İstikrar Analizlerinde Kullanılan Göstergeler**

Reel Ekonomi	Göstergeler							
	Büyüme	Bütçe	Enflasyon					
Firmalar	Kaldıraç Oranı	Borçlanma	Net Döviz Pozisyonu/ Sermaye	Krediler ve teminatlar				
Hane halkı	Net varlıklar	Net harcanabilir gelir						
Dış Alem	Reel kurlar	Döviz rezervleri	Ödemeler dengesi	Sermaye hareketleri	Vade-para birimi uyumsuzluğu			
Finansal Sektör	Parasal büyüklükler	Reel faiz oranı	Risk göstergeleri	Sermaye yeterliliği	Likidite oranı			
Finansal piyasalar	Hisse senedi endeksleri	Kurum sprendleri	Likidite primleri	Oynaklık	Kredi kalitesi	Kredi dereceleri	Kredi yoğunlaşması	

**Kaynak:** Gadanecz ve Jayaram (2009)

Yukarıdaki tabloda ülkelerin finansal istikrar değerlendirmelerinde dikkate aldıkları alanlar ile bu alanlara ilişkin alt grup ve göstergeler seti yer almaktadır.

1992-1999 yıllarında Real Plan kapsamında Brezilya örneğini ele alan Paula ve Alves (2000) çalışmalarında, açık bir ekonominin ödeme kapasitesi ile mevcut ve potansiyel döviz yükümlülüklerini karşılaştırarak dışsal finansal kırılganlığın gelişimini incelemiştir. Açık bir ekonomide finansal sınıflandırmanın yapılabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Lavoie ve Secareccia (2000) çalışmalarında 1971-1995 dönemi OECD ve 1962-1995 dönemi Kanada örneğini ele alarak, ekonomik büyüme ile şirketlerin borç/özsermaye oranları arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testleri aracılığıyla açıklamışlar ve



şirketlerin borçlanmalarının büyüme üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye’de 1987-2004 yıllarını ele alan Ergül (2005) çalışmasında, Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi bağlamında önce uzun dönemde ilişkinin varlığını Johansen Eş Bütünleşme Testi ve VAR analizi yardımıyla açıklamıştır. Değişkenler arasında uzun dönemde ilişki bulunduğunu ve banka kredilerindeki genişlemenin büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu, büyümenin de kredi hacmini arttırdığı sonucunu varmıştır.

Sever ve Mızrak (2006) çalışmalarında Türkiye de 1987-2006 dönemini ele alarak, TEFE, döviz kuru ve faiz oranı değişkenlerini VAR analizi ile açıklamışlardır. Döviz kuru ve faiz oranının enflasyonu etkilediği sonucuna varmışlardır.

Türkiye’de 1987-2002 dönemini ele alan Işık ve Acar (2006) çalışmalarında faiz oranı, döviz kuru, para arzının ve enflasyon ile ilişkisi ele alınmıştır. Faiz oranı ve döviz kurunun enflasyonu etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Son olarak faizleri kontrol etmenin enflasyonla mücadele de en uygun seçenek olduğu neticesine ulaşmışlardır.

1987-2005 dönemi Türkiye örneğini ele alan Bilgin (2007) çalışmasında, gecelik bankalararası faiz oranları, reel kamu harcamaları ve TÜFE’nin büyümeye olan etkisini ele alarak istikrarsızlık ile ilişkisini VAR analizi, Granger nedensellik testi, Toda Yamamoto nedensellik testi ve Jarque-Bera testi aracılığıyla açıklamıştır. Neticesinde faizlerdeki değişmelerin finansal istikrarsızlığa yol açtığı sonucuna ulaşmıştır.

Qiang vd. (2011) 1998-2010 dönemi Çin örneğini el alarak finansal dalgalanma göstergeleri, finansal gelişme ile kontrol değişkenlerini VAR analizi ile açıklamıştır. Finansal gelişimin makroekonomik istikrarlılığı etkilediğini, döviz kuru ve faiz oranlarının hareketliliği ise makroekonomik değişmelere neden olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Erdem vd. (2011) çalışmalarında 2001-2009 dönemi Türkiye örneğini ele alarak, bankaların kamuyu finanse etmeleri ile finansal sistemde yaşanan dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bankaların kamu kesimine verdiği krediler ile finansal baskı endeksi arasında pozitif bir ilişki fakat bankalar arası faiz oranları ile kamuya açılan krediler arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

### 7.3.2. Veri ve Metodoloji

Makro ekonomik değişkenlerin finansal istikrarsızlık hipotezi ile ilişkisi öncü göstergeler üzerine yapılmış çalışmalarda vurgulanmaktadır. Parasal aktarım mekanizmasına ilişkin çalışmalara finansal istikrarsızlık değişkeninin dahil edilmesi ile, fiyat ve fazi şokları ile istikrarsızlık arasındaki ilişkiler analiz edilebilmektedir. Bu amaçla bu çalışmada Türkiye ekonomisinde finansal istikrarsızlık sorununun yaşanıp yaşanmadığı araştırılmıştır. Bu sebeple 1970-2015 dönemlerine ilişkin yıllık serileri Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Kalkınma Bakanlığı ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den alınmıştır. Gayri safi yurtiçi hasıla, döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, toplam borç oranları ve toplam tasarruflar finansal istikrarsızlık göstergeleridir. Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), döviz kuru (KUR), tüketici fiyat endeksi (TUFİ), borç (BORC) ve tasarruflar (TAS) yıllık ortalama verilerini tanımlamaktadır. Faiz oranı (FAİZ) ise TCMB 12 ay vadeli mevduat faiz oranını tanımlamaktadır.<sup>4</sup>

#### 7.3.2.1. Birim Kök Testleri

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, bir önceki dönemde değişkenin aldığı değeri, bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesiyle anlaşılmaktadır. Serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerin daha önceki dönemdeki değerleriyle ilişkisinin bulunması gerekmektedir. Bu yüzden serilerin durağan olup olmadığı birim kök testi ile analiz edilmektedir (Tari,2011: 387).

Durağanlık, serilerin sabit ortalama, varyans değeri ve kovaryanslarının sabit olduğu anlamına gelir. Geçici şokların etkileri durağan olmayan serilerde sürekli hale gelebilir. Ayrıca durağan olmayan serilerde sahte regresyon problemiyle karşılaşmaktadır. Ekonometrik analiz yapılmadan önce ADF (Augmented Dickey Fuller), PP (Phillips-Perron) ve KPSS (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin) testleri kullanılarak verilerin durağan oldukları seviyeler incelenmiştir (Dickey & Fuller,1979).

İstatistiğinin mutlak değeri, çeşitli anlamlılık düzeyine göre bulunan Mac Kinnon kritik değerlerinin mutlak değerinden daha küçükse zaman serisinin durağan olmadığı, büyük ise serinin durağan olduğu anlaşılır (Çelik,2011).

Temel ve alternatif hipotez:

---

<sup>4</sup> Değişkenlerin grafikleri Ek 5'te verilmiştir.



$H_0 : \delta = 0$  ( $\theta = 1$ ) eğer  $t \delta > \eta$  ise durağan değildir,

$H_1 : \delta < 0$  ( $\theta < 1$ ) eğer  $t \delta < \eta$  ise seri durağandır.

#### 7.3.2.1.1. Augmented Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Geliştirilmiş Dickey Fuller birim kök testi uygulamasındaki kolaylık nedeniyle zaman serilerinin durağanlığının incelenmesinde en çok tercih edilen yöntemlerdir (Tari,2011).

$$Y_t = Y_{t-1} + U_t \quad (7.3)$$

Birim kök testinin tanımlanması için denklem (1.1)'i kullanırsak;  $Y_t$  bağımlı değişkenin geçmiş dönemlerdeki değeri olan  $Y_{t-1}$  ile ilişkisi ifade edilmektedir.  $U_t$  ortalaması sıfır, sabit varyanslı ve ardışık bağımlı olmayan olasılıklı hata terimidir.  $U_t$  değişkenin bir dönem önce maruz kaldığı şokun sistemde yer almasını sağlar.

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + U_t \quad (7.4)$$

$\alpha=1$  ise  $Y_t$  değişkeninin bir birim kökü olduğu anlaşılır. Eğer  $\alpha < 1$  ise geçmiş dönemlerdeki şokların etkisi giderek azalacak ve kısa bir dönem sonra tamamen ortadan kalkar. Birim kökün belirlenmesi için  $\alpha$ 'nın 1'e eşit olup olmadığı regresyon modelinde test edilmelidir fakat regresyon modelinde katsayıların 0'a eşit olup olmadığı araştırılmaktadır. ADF testi  $\alpha$  parametresinin tahminine ve onun  $t$  istatistiğine dayanır. Boş hipotez seriler durağan değildir şeklinde kurulmaktadır. Ayrıca negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir şekilde  $\alpha \neq 0$  reddedilir. ADF test denkleminde terimlerin ilave farklarının da eklenmesini gerektirmesi önemli bir problemdir. Bu durum serbestlik derecesinde bir kayıp meydana getirir ve test niteliğinde bir azalma yaşanır (Dickey & Fuller,1979).

#### 7.3.2.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Phillips ve Perron çalışmasında, seride yapısal bir kırılma yaşandığında ya da DF ve GDF testlerinin varsayımlarına uyulmadığı durumlarda yetersiz kaldığını öne sürmüşlerdir. Bu yüzden hata terimlerini düzelten, parametrik olmayan bir ekleme yapmaya karar vermişlerdir. Bu düzeltme sistemi, DF ve GDF modellerinin hem AR düzeltmelerini hem de MA düzeltmelerini içerir. Yani PP testi bir ARMA (Autoregressive Moving Average) sürecidir(Phillips & Perron,1988).

$$Y_t = \delta Y_{(t-1)} + U_t \quad (7.5)$$

$$Y_t = \beta_1 + \delta Y_{(t-1)} + U_t \quad (\text{Sabit terimli})$$

$$Y_t = \beta_1 + \delta Y_{(t-1)} + \beta_2(t-T/2) + U_t \quad (\text{Sabit terimli ve Eğilim Katsayılı})$$

Tüm modellerde hata terimi ortalaması sifıra eşittir. Hata terimlerinde eş-varyans varsayımı ihlal edilebilir ya da ardışık bağımlı olabilir. Bu sebeple PP testi, DF veya GDF testinin varsayımlarına bağımlı değildir. PP testinde Newey-West hata düzeltme sistemini kullanarak ardışık bağımlılık ortadan kaldırılır. Hipotez testinde,  $H_0$  hipotezi test edilir ve  $H_0$ 'ın reddi durağan olasılıklı süreç karakteristiği içerdiğini gösterir (Phillips & Perron, 1988).

### 7.3.2.2. Vektör Otoregresif (VAR) Modeli

VAR modeli Sims tarafından geliştirilmiştir. VAR analizi genellikle, birbirleriyle ilişkili zaman serilerinin meydana getirdiği sistemleri tahmin etmek ve rassal hataların dinamik etkisini analiz etmek için kullanılmaktadır. Modelde tüm değişkenler içseldir. Dolayısıyla eşanlı bir modeldir. Kullanım amacı rassal şokların makro ekonomik değişkenler üzerinde ki etkisidir.  $Y_t$  ve  $X_t$  gibi iki zaman serisi değişkeninin olduğu bir durumda VAR modeli iki eşitlikten oluşmaktadır (Stock & Watson, 2003: 535).

$$\begin{aligned} Y_t &= \beta_{10} + \beta_{11}Y_{t-1} + \dots + \beta_{1p}Y_{t-p} + \gamma_{11}X_{t-1} + \dots + \gamma_{1p}X_{t-p} + u_{1t} \\ X_t &= \beta_{20} + \beta_{21}Y_{t-1} + \dots + \beta_{2p}Y_{t-p} + \gamma_{21}X_{t-1} + \dots + \gamma_{2p}X_{t-p} + u_{2t} \end{aligned}$$

### 7.3.2.3. Granger Nedensellik Analizi

Regresyon analizlerinde değişkenler arasındaki bağımlı/bağımsız ilişkileri, iki değişken arasında mutlak bir neden sonuç ilişkisinin olması gelmemektedir. İki değişken arasında nedensel ilişkiler;

- $X \rightarrow Y$  (X, Y'nin Granger Nedenidir)
- $Y \rightarrow X$  (Y, X'in Granger Nedenidir)
- $X \leftrightarrow Y$  (X ve Y arasında iki yönlü Nedensellik vardır)
- $X \leftrightarrow Y$  (X ve Y arasında Nedensel ilişki yoktur) şeklinde ifade edilebilir.



Granger nedensellik analizi, uzun dönemli zaman serilerine uygulanabilen ve aralarındaki nedensel ilişki ortaya konulmak istenen değişkenlerin durağan olması varsayımını içinde barındıran bir analiz tekniğidir. Bu teknikte serilerin aynı düzeyde durağan olması gerekmemektedir (Tarı,2011: 436).

Granger nedensellik analizi bir değişkenin geçmiş değerleri ile diğer değişkenin cari değeri arasında ilişki olup olmadığını test eder. Hipoteze  $\chi^2$  veya Wald testi uygulanır. Eğer sıfır hipotezi reddedilirse bu nedensellik var demektir. Seriler durağan olmalıdır. Eğer değilse seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olabilir. Bu da en az tek yönlü bir Granger nedensellik ilişkisi olduğunu gösterir (Granger,1969: 424-438).

### 7.3.2.Ampirik Bulgular

Çalışmada ki serilerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 9’da verilmektedir.

**Tablo 9. Tanımlayıcı İstatistikler**

	GSYIH	TUFE	FAİZ	KUR	BORC	TAS
Mean	-3.36e+08	36.63	34.05	158473.7	110.44	18.65
Std. dev.	5.42e+08	27.40	21.75	409119.9	121.82	3.095
Skewness	1.48	0.71	0.22	2.63	1.21	-0.20
Kurtosis	3.91	2.40	1.69	8.42	3.28	3.81
Jarque-Bera	18.05	4.64	3.63	109.67	11.39	1.58
Probability	0.0001	0.0060	0.1624	0.8488	0.0033	0.7335
Observations	45	45	45	45	45	45

### 7.3.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Aşağıdaki tablolarda veri setine önce ADF sonra PP birim kök testi yapıldıktan sonra tabloların özetlenmesiyle oluşturulmuştur. ADF testinde uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir. PP testinde çekirdek (kernel) yöntemi “Barlett kernel” ve bant genişliği (bandwith) “Newey West bandwith” yöntemine göre belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan %90, %95 ve %99 güven düzeyinde serilerin durağanlığına sabit trend olarak bakılmıştır. Tüm değişkenler durağan olmayıp 1 dönem farkı alındıktan sonra durağan hale gelmiştir.

**Tablo 10. Genişletilmiş ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişken	t-ist. (ADF)	t-ist. (PP)	%1 Düzy (ADF)	%1 Düzy (PP)	%5 Düzy (ADF)	%5 Düzy (PP)	%10 Düzy (ADF)	%10 Düzy (PP)	Olasılık (ADF)	Olasılık (PP)	Karar	Sonuç
GSYIH gsyih(-1)	-2.86	6.24	-3.69	-3.59	-2.97	-2.93	-2.67	-2.60	0.0651	1.0000	1.dereceden	H0 red değil(Durağan)
	-7.95	-8.66	-4.33	-3.61	-3.58	-2.93	-3.22	-2.60	0.0000	0.0000	farkta durağan	değil) H0 red(Durağan)
TUFÉ tufe(-1)	-1.24	-1.28	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.6451	0.6291	1.dereceden	H0 red değil(Durağan)
	-6.91	-6.91	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.0000	0.0000	farkta durağan	değil) H0 red(Durağan)
KUR kur(-1)	-1.99	-2.19	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.2860	0.2103	1.dereceden	H0 red değil(Durağan)
	-5.42	-5.41	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.0000	0.0000	farkta durağan	değil) H0 red(Durağan)
BORC borc(-1)	5.39	11.46	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	1.0000	1.0000	1.dereceden	H0 red değil(Durağan)
	-4.00	-3.97	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.0031	0.0031	farkta durağan	değil) H0 red(Durağan)
FAIZ faiz(-1)	-1.19	-1.31	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.6690	0.6127	1.dereceden	H0 red değil(Durağan)
	-6.22	-6.24	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.0000	0.0000	farkta durağan	değil) H0 red(Durağan)
TAS tas(-1)	-1.83	-1.79	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.3572	0.3776	1.dereceden	H0 red değil(Durağan)
	-6.666	-7.07	-3.58	-3.58	-2.92	-2.92	-2.60	-2.60	0.0000	0.0000	farkta durağan	değil) H0 red(Durağan)

### 7.3.3.2. VAR Modeli

Çalışmada; GSYIH, TUFÉ, KUR, BORC, FAIZ, TAS sıralamasıyla VAR modeli uygulanmıştır. Schwarz ve Hannan-Quinn bilgi kriterine göre uygun gecikme sayısı 2; Akaike, LR, FPE kriterlerine göre ise 5 olarak görülmektedir. Uygulanan otokorelasyon analizinde 5 gecikmede otokorelasyon sorununun ortadan kalktığı görülmektedir. Uygulanan testler sonucunda modelin istikrarlı olduğu, hata terimlerinde otokorelasyon ve değişen varyans sorununun olmadığı görülmüştür.

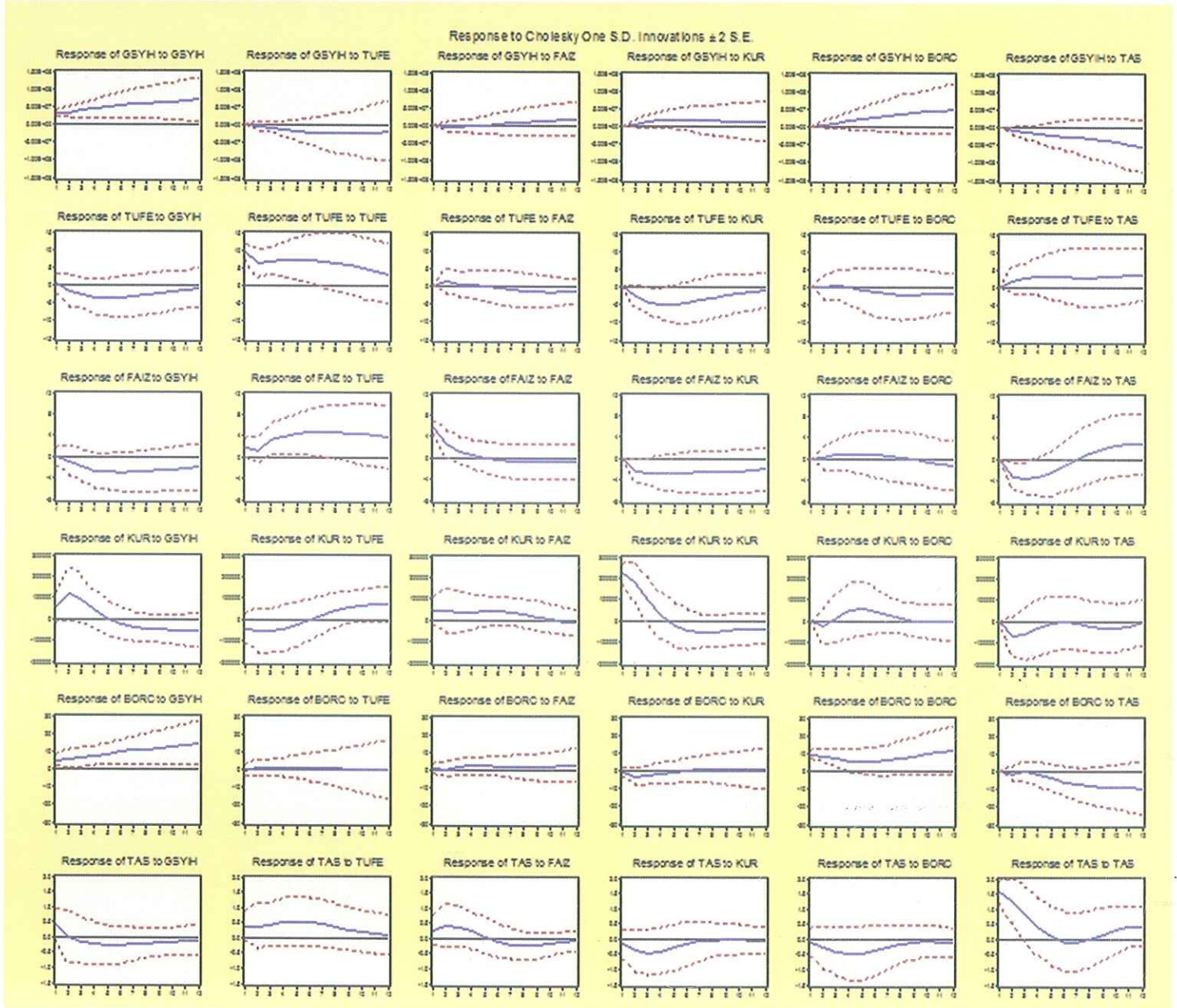
#### 7.3.3.2.1. Etki – Tepki Analizi Sonuçları

VAR modeli etki-tepki analizi sonuçları Şekil 4'te görülmektedir. Buna göre kur hariç tüm değişkenlerin kendileri üzerindeki bir standart sapmalık şoklara verdikleri tepkinin hep pozitif devam ettiği ve dengeye ulaştığı görülmektedir. GSYIH'de meydana gelen bir standart sapmalık şoka ise TUFÉ değişkeni yaklaşık üçüncü aydan itibaren, TAS değişkeni yaklaşık ikinci aydan itibaren negatif tepki vermektedir. Aynı şekilde GSYIH'de



meydana gelen bir standart sapmalı şoka KUR ve BORG değişkenleri yaklaşık ikinci aydan itibaren pozitif tepki, FAIZ değişkeni ise yaklaşık altıncı aydan itibaren pozitif tepki vermektedir.

**Şekil 4. Var modeli Etki-Tepki Analizi Sonuçları**



### 7.3.3.2.2. Varyans Ayırıştırması Sonuçları

Var modeli varyans ayırıştırması sonuçları EK 6'te görülmektedir. Buna göre, GSYIH'deki değişiminin ilk dönemde % 100'ü kendisinden kaynaklanmaktadır. 12. döneme gelindiğinde ise GSYIH'deki değişimin yaklaşık %52.36'sı kendisinden

kaynaklanırken % 6.22'si TUFEDEN, % 1.70'i FAIZ'DEN, % 3.82'si KUR'DAN, % 17.92'si BORC'TAN ve % 17.95'i TAS'DAN kaynaklanmaktadır.

TUFE'deki değişimin ilk dönemde yaklaşık % 99.90'ının nedeni kendisi iken 12. döneme gelindiğinde kendisinden kaynaklanan kısmın % 59.70'e düştüğü görülmektedir. GSYİH'den kaynaklanan kısmın % 8.75'e, FAIZ'den kaynaklanan kısmın % 1.62'ye, KUR'dan kaynaklanan kısmın % 15.10'a, BORC'tan kaynaklanan kısmın % 2.94'e ve TAS'dan kaynaklanan kısmında % 11.85'e yükseldiği görülmektedir.

FAIZ'deki değişimin ilk dönemde yaklaşık % 91.81'inin nedeni kendisi iken 12. döneme gelindiğinde değişimin yaklaşık %9.39'u kendisinden kaynaklanmaktadır. GSYİH'den kaynaklanan kısmın % 15.38'e, TUFEDEN kaynaklanan kısmın % 41.12'ye, KUR'dan kaynaklanan kısmın % 16.05'e, BORC'tan kaynaklanan kısmın % 1.57'ye ve son olarak TAS'dan kaynaklanan kısmında % 16.45'e yükseldiği görülmüştür.

KUR'daki değişiminin ilk dönemde % 87.20'si kendisinden kaynaklanmaktadır. 12. döneme gelindiğinde ise KUR'daki değişimin yaklaşık %50.05'i kendisinden kaynaklanırken % 19.41'i GSYİH'den, % 14.23'ü TUFEDEN, % 5.70'i FAIZ'den, % 4.34'ü BORC'tan ve % 6.25'i TAS'dan kaynaklanmaktadır.

BORC'taki değişiminin ilk dönemde % 78.13'ü kendisinden kaynaklanmaktadır. 12. döneme gelindiğinde ise BORC'daki değişimin yaklaşık %29.91'i kendisinden kaynaklanırken % 47.49'u GSYİH'den, % 0.18', TUFEDEN, % 1.66'sı FAIZ'den, % 1.01'i KUR'dan ve % 19.72'si TAS'dan kaynaklanmaktadır.

TAS'daki değişimin ilk dönemde yaklaşık % 85.58'inin nedeni kendisi iken 12. döneme gelindiğinde değişimin yaklaşık % 53.34'ü kendisinden kaynaklanmaktadır. GSYİH'den kaynaklanan kısmın % 5.57'ye, TUFEDEN kaynaklanan kısmın %17.01'e, FAIZ'den kaynaklanan kısmın % 6.65'e, KUR'dan kaynaklanan kısmın % 6.93'e ve BORC'tan kaynaklanan kısmın % 10.47'ye yükseldiği görülmüştür.

### *7.3.3.3. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları*

GSYİH, TUFEDEN, KUR, BORC, FAIZ ve TAS serilerine ilişkin Granger nedensellik testi sonuçları tablo 11'de bulunmaktadır. Granger nedensellik analizinde tüm değişkenler fark değerler halinde analize koşulmuşlardır. Ayrıca, gecikme uzunluğu Akaike, LR, FPE kriterlerine göre, 5 olarak alınmıştır.



**Tablo 11. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

Hipotez	Gecikme Uzunluğu	F İstatistiği	Prob	Nedensellik
GSYIH→TUFÉ	5	3.16	0.05435	Var
KUR→GSYIH	5	5.58163	0.00774	Var
GSYIH→FAİZ	5	3.08261	0.05811	Var
FAİZ→GSYIH	5	3.50756	0.04058	Var
KUR→TUFÉ	5	5.20193	0.00994	Var
TUFÉ→FAİZ	5	3.58365	0.03726	Var
KUR→FAİZ	5	5.29588	0.00923	Var
TAS→GSYIH	5	3.59282	0.03779	Var
GSYIH→TAS	5	2.55731	0.09152	Var
TAS→TUFÉ	5	2.79275	0.07353	Var
TUFÉ→GSYIH	5	1.38	0.26426	Yok
GSYIH→KUR	5	0.90278	0.41442	Yok
GSYIH→BORC	5	0.68842	0.50886	Yok
BORC→GSYIH	5	2.15443	0.13069	Yok
TUFÉ→KUR	5	1.55881	0.22321	Yok
TUFÉ→BORC	5	0.15633	0.85581	Yok
BORC→TUFÉ	5	0.94394	0.39780	Yok
FAİZ→TUFÉ	5	1.00749	0.37444	Yok
BORC→KUR	5	0.10404	0.90144	Yok
KUR→BORC	5	2.22807	0.12127	Yok
BORC→FAİZ	5	1.43473	0.25047	Yok
FAİZ→BORC	5	1.10457	0.34149	Yok
FAİZ→KUR	5	2.26723	0.11709	Yok
TUFÉ→TAS	5	0.27051	0.76441	Yok
TAS→FAİZ	5	0.77047	0.46971	Yok
FAİZ→TAS	5	0.48547	0.61907	Yok
TAS→KUR	5	0.73953	0.48391	Yok
KUR→TAS	5	0.50577	0.60694	Yok
TAS→BORC	5	0.24213	0.78613	Yok
BORC→TAS	5	1.48564	0.23889	Yok

Not: Prob değerleri 0.10 (%90 güven düzeyinde) ile karşılaştırılmıştır.

## 8.SONUÇ

Bu çalışmada öncelikle finansal istikrarsızlık hipotezi, finansal kırılganlık ve risk üzerinde durulmuştur. Finansal istikrarsızlığı oluşturan koşullar ve istikrarsızlığın nedenleri incelendikten sonra konjktür kuramlarının gelişimi ve konjktürel dalgalanmalar sınıflandırılarak ele alınmıştır. Daha sonra detaylı bir şekilde finansal kriz kuramları ve finansal istikrarsızlığın kaynağını oluşturan koşullar incelenmiştir. İkinci bölümde finansal istikrarsızlık hipotezi ve iktisat politikalarına değinilmiştir. Rekabet ile istikrar ilişkisi ele alınmış ve rekabetin yarattığı olumsuz etkiler incelenmiştir. Finansal istikrarsızlık krizlerinin çözümü olan Tobin vergisinin olumlu ve olumsuz yanlarının üzerinde durulmuştur. Son olarak finansal istikrarsızlık hipotezinin Türkiye’de olan geçerliliği 1970-2015 yılları ele alınmıştır. Minsky’nin hipotezinde savunduğu değerlerin Türkiye ekonomisi içinde geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ekonomide aracılık fonksiyonu yanında yapısal olarak kırılgan olan ve asimetrik bilginin etkisi ile piyasa başarısızlıklarının krize dönüştüğü, finansal piyasaların kamu tarafından düzenlenip, gözetim altında faaliyetlerini yürütmesi tüm dünyada yaygınlık kazanan ve uygulanan bir model olmuştur. İlk uygulayan ülke ABD’nin, bu modeli iyi biçimde uyguladığı düşünülen gelişmiş ülkeleri etkilemesi sonucu regülasyonda yeni düşüncelerin gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre ekonomik istikrarsızlıkların ve konjktürel dalgalanmaların kaynağı finansal sistem olmaktadır. Yatırımcıların elinde yeterli kaynak olmadığı zaman diliminde, ekonomide kar fırsatının olduğu bir durumda yatırımcılar finansal piyasalardan borçlanarak yatırım yapmaktadır. Yatırım artışından kaynaklanan ekonomik genişleme ve aşırı borçlanma beraberinde daralmaya neden olmaktadır. Türkiye ekonomisinde kamu mali sistemindeki aksaklıklar düzeltilse bile ekonomik istikrarsızlıkların önüne geçilmeyecektir. Çünkü kamu kesiminin borçlanma gereğinin azalmasından dolayı finansal sistemin kaynaklarının geniş bir oranı özel kesimin yatırımlarında kullanılacaktır. Dolayısıyla Minsky’nin de dediği gibi ekonomik istikrarsızlık yaşanacaktır.

Merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamaktır. Merkez bankaları açısından bakıldığında başlangıçta oluşan bu durum, Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle başlayan finansal serbestlikle birlikte göz ardı edilmiştir. Fiyat istikrarına yönelik para politikalarının ekonomik değişkenler üzerinde değişiklik meydana getirdiğini savunan Yeni Ortam Hipotezi, 2008 küresel krizini bir merkez bankacılığı krizi



olarak değerlendirmektedir. Fiyat istikrarının sağlanması ile finansal sistem değişkenlerinde meydana gelen değişiklikler iktisadi dōngülerin süresini uzatmış ve parasal kısıtlamaların yokluğunda finansal dengesizliklerin artmasına yol açmıştır. Bu durum genişleme ve daralma dönemlerine karşı ekonominin kırılğanlığını artırır. Yeni Ortam Hipotezi varlık balonlarının tespit edilebileceğini ve para politikasının temelde gelişen ana dinamiklere göre oluşturulmasını ve varlık fiyatı balonlarına patlamadan müdahale edilmesini savunmaktadır.

Minsky'ye göre bütçe açıklarının ekonomik faaliyetlere olumlu etkisi bulunmakla beraber ihtiyaç duyulduğunda açık verilmesi gerekmektedir. Ancak yaşanan olayları göz önüne alıp literatür incelendiğinde ortaya çıkan sonuçlar göstermektedir ki bütçe açıkları zamanla istikrarsızlık yaratmaktadır. 2008 küresel krizi finansal piyasaların her zaman etkin ve likit kalmayacağını göstermiştir. Bu yüzden piyasaların etkin ve verimli olduğunu kabul edip, gözetim ve denetime karşı çıkmak doğru değildir. İstikrarsızlık bizzat sistemin işleyişi dolayısıyla biriken sistemin doğasına özgün bir özelliğidir. Dolayısıyla politikalar da buna göre oluşturulmalıdır.

Finansal istikrarsızlık hipotezinde, reel faiz oranlarının yükselmesinin büyümeyi olumsuz etkilediği, finansal kırılğanlığı arttırdığı ve sonucunda krize neden olduğu söylenmektedir. Türkiye ekonomisinde de yaşanan durum bu söylemin geçerli olduğunu kanıtlamaktadır. Ayrıca Türkiye ekonomisinde kamunun daimi olan bütçe açığı üretim düzeyini buna bağlı olarak da ekonomik istikrarı daha da bozmaktadır. Bunun en yakın örneği Türkiye'nin 1990 yılı sonrasında yaşadığı ekonomik krizlerdir.

Geçmişte yaşanan krizlerden dolayı finansal sistem sıkı bir şekilde denetlenmektedir. Küresel kriz şartlarında sıkı denetimin önemi iyice anlaşılmış ve finansal sistem bu krizi atlarmayı başarmıştır. Diğer ülkelerde görüldüğü üzere merkez bankalarının finansal istikrar yükümlülüklerinin bir kısmını krizlerde banka tasfiye çerçevelerinin belirlenmesi oluşturmaktadır. Bu aşamada Türkiye'de nasıl bir yol izleneceği konusu belli değildir.

Minsky'ye göre istikrarsızlığın çözülmesi için büyük devlet, istihdam ve sanayi politikalarını son olarak da finansal sisteme yönelik düzenlemeleri içeren geniş kapsamlı bir reform programı hazırlanmalıdır. Finansal liberalizasyon politikasını benimseyen gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları gelişmiş ülkelerin finansal yapılarına benzemeye başlamaktadır. Dolayısıyla küresel ekonomideki istikrarsızlıklardan etkilenmektedirler. Türkiye ekonomisi de bunlardan bir tanesidir. Türkiye ekonomisinde



1980 yılından önce finansal sistem devlet kontrolünde idi. 1980 yılından sonra oluşturulan reformların amacı, finansal sistemin liberalizasyonu ile beraber ekonomide toplam tasarrufların, toplam yatırımların ve finansal sistemin etkinliğini arttırmaktır.

Çalışmada da açıkça görülmüştür ki; faizlerde meydana gelen beklenmeyen değişiklikler finansal istikrarsızlık sorununu beslemektedir. Likidite sıkışıklığı gibi faizlerin artması yönünde baskı oluşturan iktisadi gelişmeler, finansal piyasalarda yaşanan belirsizlik artışı gibi sebepler istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Elde edilen sonuçlar fiyatlar genel düzeyine yönelik pozitif bir şokun finansal istikrarsızlığı etkilediğini göstermektedir. Faizlerde de istikrarsızlık şoklarına yönelik tepkiler görülmektedir. Analiz sonucunda üretim malları fiyatlarındaki artışın karları arttırmasına, karların artmasının sermaye varlık fiyatlarının artmasına, sermaye varlık fiyatlarındaki artışın yatırımlarda artışa, yatırımlardaki artışın ise ekonomik genişlemeye yol açtığı görülmüştür. Ekonomik genişlemenin meydana geldiği durumda firmalar yatırım yapma hevesi ile uzun kredilere başvurmaktadır. Bu uzun krediler de borç zincirlerinin oluşmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla deflasyon yaşanmakta ve krizle sonuçlanmaktadır.

Asimetrik bilgi zararını en aza indirecek, riskleri düşürecek sistemler benimsenmelidir. Finansal piyasalarda işlemler türev işlemlerle gerçek işlemden uzaklaştığında riskin devredileceği düşüncesi ve bu durumda finansal kırılganlığı ve piyasa başarısızlığı ihtimalini arttırdığı görülmüştür. Bu yüzden türev işlemlere düzenlemeler getirilmesi gerekmektedir. Türev piyasaları bulunmayan ve sıkı bir düzenleme ve denetleme anlayışını benimseyen Türk finansal sektörü 2008 krizinde ciddi zararlar görmemiştir. Fakat ekonomide dış şartlara bağlı gerileme yaşanmıştır.

Küresel krizde etkisiyle Türkiye’de kamu ve özel sektör kredilerinin arttığı görülmüştür. Özel krediler içerisinde özellikle tüketici kredilerinin (mortgage kredilerinin) miktarı ve oranı artmıştır. Mortgage kredilerindeki artıştan dolayı konut piyasasında önemli bir değişiklik yaşanmıştır. Konut arzı ve konut talebi artmıştır. Bu süreç içerisinde iç borç ve dış borcun önemli ölçüde arttığı dolayısıyla ekonominin yavaşladığı görülmüştür. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu olumsuz süreçte, büyük devlet vebüyük bankanın ekonomi için ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası’nın veya devletin ekonomiye zamanında müdahale etmesi durumunda, kriz sürecinin daha az hasarla atlatıldığı görülmüştür. Sonuç olarak 2008 yılında yaşanan ve bankaların iflasıyla sonuçlanan durum bir finansal krizdir. Türkiye için 2008 yılından sonra ki dönemi incelediğimizde herhangi bir finansal kriz yaşanmamıştır. Fakat krizin nedeni yani bir



önceki aşaması olan, finansal kırılganlık sonucu meydana gelen finansal istikrarsızlık olduğunu söyleyebiliriz.

Sermaye girişinin devam etmesi, belirsizliklerin azaltılması, düşük faiz oranları ve kredi genişlemesi sonucunda Türkiye ekonomisi 2012 yılından itibaren yüksek bir büyüme performansı yakalamıştır. Kriz sonrasında uygulamaya konan program, iç pazarın olanaklarının daha geniş bir şekilde kullanılmasını sağlamıştır. Faizin düşürülmesi sayesinde gerçekleşen kredi genişlemesi, kriz sonrası ekonomik büyümenin motoru olmuştur. Fakat bu program iki ana sorunla karşılaşmıştır. Birincisi düşük faiz oranlarından dolayı artan kredi genişlemesi finansal istikrarı tehdit etmektedir. Bu riske karşı uygulamaya konan önlemler, artan cari açığı dizginlemek için para akımlarını yavaşlatıcı önlemler almayı amaçlamıştır. Fakat ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur. İkinci ana sorun FED'in miktarsal genişleme politikasına bağlı olmasıdır. FED politikasının değişmeye başladığı 2013'ten (Mayıs) itibaren, T.C. Merkez Bankası için faizleri düşük seviyede tutması zorlaşmıştır. Sonuç olarak Ocak 2014'te T.C. Merkez Bankası'nın yaptığı müdahale, sermaye çıkışları yaşanırken faiz oranını düşük seviyede tutmanın, dövizin hızla değerlenmesine neden olabileceğini göstermiştir. Eylül 2014'te T.C. Merkez Bankası'nın Ocak kararlarının etkisi ortadan kalkmıştır. Ayrıca daha düşük bir büyüme ve daha yüksek bir işsizlik oranıyla karşılaşmıştır.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Finansal istikrarın makro gösterimi Ek 7'de gösterilmiştir.

## KAYNAKÇA

- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., Liu, C., Soules, N.S., (2009) *Benefits of Relationship Banking: Evidence from Consumer Credit Markets*, The Wharton School Working Papers, University of Pennsylvania.
- Akerlof, G., (1970) The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Aliber, R., v.d. (2003) Some Evidence That A Tobin Tax On Foreign Exchange Transactions May Increase Volatility, *European Finance Review* 7, 2-29.
- Allen, F., Gale, D., (2004) Competition and Financial Stability, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3) 453-480.
- Altinkemer, M. (2003) *Recent Experiences With Capital Controls: Is There A Lesson For Turkey?*, The Central Bank Of The Republic Of Turkey, Research Department, Discussion Paper, Ankara.
- Altıntaş, H., Öz, B., (2007), Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(2), 19-44.
- Aras, G., Müslümov, A., (2003) Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkiler, 2. *Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Tebliğleri*, Erişim:25.12.2015.
- Arestis, P., (1997) *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, London: MacMillan, 75.
- Arestis, P., Glickman, M., (2002) Financial Crisis in Southeast Asia : Dispelling Illusion the Minskyan Way, *Cambridge Journal of Economics*, 26(2), 242.
- Arestis, P. (2005), Financial Liberalization and the Relationship Between Finance and Growth, *CEPP Working Paper*, 05(05).
- Aslan, Ö., Küçükaksoy, İ., (2006) Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4, 36.
- Balseven, H., (2003) *Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi*, Gazi Üniversitesi Doktora Tezi, 213.



- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, (2008) *BDDK Tanıtım Kitapçığı*, Ankara, 12, 4.
- Bastı, E. (2006) *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*, SPK Yayın, 191 Ankara.
- Beck, T., (2008) Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?, *World Bank Policy Research Working Paper*, 4656, 1-30.
- Bell, J., Pain, D., (2000), Leading Indicator Models of Banking Crises: A Critical Review, *Bank of England Financial Stability Review*, 9.
- Bellofiore, Riccardo, Feri, Pierro, (2000) Introduction: Things Fall Apart, and the Centre Cannot Hold, *Financial Keynesianism and the Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky*, 1, Ed. Riccardo Bellofiore and Pierro Feri, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Besanko, D., Thakor, A., (2004) Relationship Banking, Deposit Insurance and Bank Portfolio Choice, *Finance 0411046, EconWPA*, 1-27.
- Binay, Ş., Kunter, K., (1998) Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü (1980-1997), T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü.
- Boot, A., Thakor, A., (2000) Can Relationship Banking Survive Competitio, *Journal of Finance*, 55(2).
- Boot, A., (2000) Relationship Banking: What Do We Know?, *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7-25.
- Bordo, M., Wheelock D., (1998) Price Stability and Financial Stability, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 9, 41-62.
- Bowen, A., (2007) The Financial Stability Report of the Central Bank of Iceland: A Review  
*Financial Stability 2007*, 83-98.
- Boyd, J., De Nicolo, G., (2005) The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, *The Journal of Finance*, 60(3).
- Bröker, G., Editör Aydoğan, K., Ersel, H., (1992) Competition and Cooperation in Banking, *Issues on Banking Structure and Competition in a Changing World*, T.C. Merkez Bankası Yayınları, Ankara.

Brunhoff, S., Bruno, J., (2006) *The Tobin Tax and the Regulation of Capital Movements*, 11. <http://www.attac.org/fra/list/doc/jetin2.htm>

Bunn, P., Cunningham, A., (2005) Stress Testing as a Tool for Assessing Systemic Risks *Financial Stability Review*, 05(01), 116-126.

Cagan, P., (1969) The Non-Neutrality of Money in the Long Run: A Discussion of the Critical Assumptions and Some Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(2), 207-227.

Carletti, E., (2005) *Competition and Regulation in Banking*, in A.W.A. Boot, A.V.

Thakor eds.: *Handbook of Corporate Finance: Financial Intermediation and Banking*

(North Holland, London) Forthcoming.

Cassimon, D., (2001) Financing Sustainable Development Using a Feasible Tobin Tax, *Journal of International Relations and Development*, 4(2), 165.

Chant, J., (2003) Financial Stability as a Policy Goal, *Essays on Financial Stability*, Bank of Canada Technical Report, 95(9).

Cihak, M., (2006) How Do Central Banks Write on Financial Stability?, *IMF Working Paper*, 06(13).

Cihak, M., (2007) Systemic Loss: A Measure of Financial Stability. *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(1-2).

Ciritçi, E., (2004) *Kısa Dönemli Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki Bağlamında Tobin Vergisi*, Marmara Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 57.

CNN Türk, Mevduata Sınırsız Güvence Uygulaması Sona Erdi [http://cnnturk.com/EKONOMI/GENEL/haber\\_detay.asp?PID=40&HID=1&haberID=1792](http://cnnturk.com/EKONOMI/GENEL/haber_detay.asp?PID=40&HID=1&haberID=1792)

7

Crockett, Andrew (2002), "Market Discipline and Financial Stability", *Journal of Banking & Finance*, 26, 977-987

Cuaresma, J., Gnan, E., (2008) Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?, *Monetary Policy & the Economy Q3/08*.

Çelik, İ., (2012) *Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi: İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.



- Çeviş, İ., (2005) *Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım*, SPK Yayınları, 187, Ankara.
- Çolak, Ö., (2007) *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*, Gazi Kitapevi, 5, 36.
- Davis, P. (1999), "Financial data Needs for Macroprudential Surveillance-What Are the Key Indicators of Risks to Domestic Financial Instability?", *Handbooks In central Banking; Lecture Series*, No.2, Centre for central Banking Studies, Bank of England.
- Davis, P., (2003), Towards A Typology for Systemic Financial Instability, *Brunel University and NIESR*; London.
- De Bant, O., Hartmann, P., (2000), Systemic Risk: A Survey, *European Central Bank Working Paper Series*, 35(10).
- Demirgüç, Kunt, Detragiache, (1998), Financial Liberalization and Financial Fragility, *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- Demsetz, H., (1973) Industry Structure, Market Rivalry and Public Policy, *Journal of Law and Economics*, 16(1).
- Dickey, D., Fuller, W. (1979), Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427-431.
- Dimand, R.i Dore, M. (2000) Keynes's Casino Capitalism, Bagehot's International Currency, and The Tobin Tax: Historical Notes On Preventing Currenecy Fires, *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(4), 3-4.
- Dymski, G., Pollin, R., (1992) Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance* Ed.: Steven Fazzari ve Dimitri B. Papadimitriou, New York: M.E.Sharpe.
- ECB (2000), *Assets Price and Banking Stability* [www.ecb.int](http://www.ecb.int) Erişim:11.03.2016.
- Edwards, S., (1999) The Mirage Of Capital Controls. Erişim:12.11.2015.
- Ertürk, K., (2003) A Note on the Tobin Tax, *University of Utah, Department of Economics, Working Paper*, 2003(05), 10.
- Ertürk K. (2006), Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar, *İktisat Üzerine Yazılar II İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*, İletişim Yay., 3.Baskı, 226-244.
- Evans, O., Leone, A., Gill, M., Hilbers P., (2000) Macroprudential Indicators of Financial System Soundness, *IMF Occasional Paper*, 19.

- Fazzari, S., Minsky, H., (1984) Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, What?, *Journal of Economic Issues*, 18(1), 113.
- Fazzari, S., (1992) Keynesian Theories of Investment and Finance: Neo, Post and New, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, 126.
- Fazzari, S., (1999) Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism, *Finance & Development Working Paper*, 278.
- Ferri, P., (1992) From Business Cycles to Economics of Instability, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, 110.
- Fisher, I., (1933) The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1(4).
- Fisher, I., (1997) The Rate of Interest, *The Works of Irving Fisher*, 3, 327.
- Francais, M., (2003) Governance and Financial Fragility: Evidence from Cross-Section of Countries, *Bank of Canada Working Paper*.
- Friedman, M., (1986) Increasing Indebtedness and Financial Stability in the United States, *Debt, Financial Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Friedman, M., Schwartz, A., (1963) *A Monetary History of the United States 1867-1960*, NBER, New York.
- Friedman, M., ve Schwartz A., (1963), "Money and Business Cycles", *Review of Economics and Statistics*, 45, 32-64
- Gadanecz, B., Jayaram, K., (2009), *Measures of Financial Stability – A Review*, IFC Bulletin, 31, (Basel: Bank for International Settlements).
- Gallegati, M., Domenico, D., (1992) Imperfect Information, Corporate Finance, Debt Commitments and Business Fluctuations, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, 133.
- Gavin, M., Hausmann R., (1999), Preventing Crisis and Contagion: Fiscal and Financial Dimensions, *Research on Financial Crisis and Contagion at the Office of the Chief Economist*, Inter-American Development Bank.
- Ghosh, J., (2005), The economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries, *DESA Working Paper*
- Granger, C., (1969) Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods, *Econometrica*, 37(3), 424-438.



- Group of Ten (1997), *Financial Stability in Emerging Market Economies, Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies*, BIS.
- Guttman, R., (1985) *The Long-Term Consequences of Excessive Indebtedness, Manuscript.*
- Günel, M., (2006) *Para Banka ve Finansal Sistem*, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 1. Baskı.
- Güngör, T., (2000) “Bankacılık Krizleri”, *Dünya Gazetesi*, 09.10.2000.
- Haldane, A., Hall, S., (2007) *A New Approach to Assessing Risks to Financial Stability, Bank of England, Financial Stability Paper, 2.*
- Hawkings, J., Klau, M., (2000) *Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies, BIS Working Papers, 91.*
- Heggstad, A., Rhoades, S., (1976) *Concentration and Firm Stability in Banking, The Review of Economics and Statistics, 58(4), 443–452.*
- Heise, A., (1992) *commercial Banks in Macroeconomic Theory, Journal of Post Keynesian Economics, 14(3).*
- Herrero, A., P.del, R., (2003) *Implications of the Design of Monetary Policy for Financial Stability, Economics working Paper Archive at WUSTL in Macroeconomics, 0304008.*
- Herring, R., (1999) *Credit Risk and Financial Instability, Oxford Review of Economic Policy, 15(3), 63-79.*
- Hicks, (1935) *The Best of All Monopoly Profits is a Quite Life; JR Hicks, Econometrica.*
- Issing, O., (2003) *Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off? ) Monetary and Financial Stability and the Business Cycle: Five Views, BIS Papers 18. Erişim:25.07.2015*
- İpeker, M., (2002) *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB.*
- Jaffee, D., Russell, T., (1976) *Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing, The Quarterly Journal of Economics, 90(4).*
- Jimenez, G., Lopez, J., (2007) *Saurina, J., How does Competition Impact Banks’ Risk Taking?”, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, 23(9).*

- Kaldor, N.i (1953) A Model of The Trade Cycle, *Readings in Business Cycles and National Income*, 83.
- Kalecki, M., (1971) Determinants of Profits, *Selected Essays on The Dynamics of the Capitalist Economy*.
- Kalecki, M., (1972) The Principle of Increasing Risk, *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, 97.
- Kaminsky, G., Carmen M., (1996) The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of The Federal Reserve System, 544.
- Kansu A. (2006), *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, Güncel Yay.
- Kapoor, S., (2004) *A New Proposition For The Tobin Tax*, Tobin Tax Network, 9.
- Keeley, M., (1990) Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking, *The American Economic Review*, 80(5), 1183–1200.
- Keen, S., (2005) *Fisher's Debt Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*. Erişim:04.09.2015 <https://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>
- Kesriyeli, M., (1997) 1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, *TCMB Araştırma Müdürlüğü*, 97/4(3).
- Keynes, J., (1936) *The General Theory of Employment Interest and Money*, Brace and Company 3 168.
- Kinleberger, C., (1989) *Panics and Crashes, Manias*, Macmillan, 2. Baskı, London.
- Kraft, E., (2006) How Competitive is Croatia's Banking System, *Croatian National Bank Working Papers*, W-14(3).
- Krugman, P., (1979) A model of Balance of Payment Crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311-325.
- Krugman, P., (2001) *Crises: The Next Generation*, Erişim:24.02.2016 [http://sapisir.tau.ac.il/papers/sapisir\\_conferences/Krugman.pdf](http://sapisir.tau.ac.il/papers/sapisir_conferences/Krugman.pdf)
- Kumcu, E., (2000) *İstikrar Arayışları*, İstanbul Doğan Kitapçılık, 1. Baskı.



- Marques, M., Dos Santos, M. (2004) Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence, *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*, 14(1).
- McNulty, P., (1968) Economic Theory and Meaning of Competition, *The Quarterly Journal of Economics*, 82(4), 639-656.
- Mehrling, P., (2000) Minsky and Modern Finance, *Journal of Portfolio Management*, 26(2), 81.
- Meltzer, A., (1995), Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 49-72.
- Mende, A., Lukas, M., (2003) Tobin Tax Effects Seen from the Foreign Exchange Market's Microstructure, *International Finance* 6(2), 2.
- Minsky, H., (1975) *John Maynard Keynes*, New York Colombia University Press, 109.
- Minsky, H., (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 164-328
- Minsky, H., (1992) The Capital Development of The Economy and the Structure of Financial Institutions, *Working Paper Jerome Levy Economics Institute*, 27.
- Minsky, H., (1993) Finance and Stability: The Limits of Capitalism, *Working Paper Jerome Levy Economic Institute*, 93.
- Minsky, H., (1994) Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications, *Working Paper Jerome Levy Economic Institute*, 127.
- Minsky, H., Whalen, C., (1996) Institutional Prerequisites for Successful Capitalism, *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, 165.
- Mishkin, F., (1991) Anatomy Of Financial Crisis, *NBER Working Paper Series*, 3924(12).
- Mishkin, F., (1995) Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4).
- Mishkin, F., (1996) Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective, *NBER Working Paper Series*, 5600, 1-49.
- Mishkin, F., (1997) The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers, *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Mishkin, F., (2000) Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy *NBER Working Paper*, 7483.
- Mishkin, F., (2003) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 1. Baskı, Wesley Publishing Company, USA.
- Mokhtar, M., Fatemah, E., (2007) Financial Liberalization in the Developing Countries: Failures of the Experiment and Theoretical Answers, *European Journal of Social Sciences*, 4(2).
- Moore, B., (1989) A Simple Model of Bank Intermediation, *Journal of Post Keynesian Economics*, 12(1), 12.
- Nasica, E., (2000) *Finance, Investment and Economic Fluctuations*, chelhantam: Edward Elgar, 14.
- Okay, C., (2004) The Drivers of the Recent Payment Systems Reforms Globally, *Central Bank Review*, 4(2), 65-107.
- Oosterloo, S., De Haan, J., (2004) Central Banks and Financial Stability: A Survey, (2004) *Journal of Financial Stability*, 1(2), 257-273.
- Öz, B., (2005) *Türkiye’de Ticari Banka Başarısızlığında Etkili Olan Faktörlerin Çok Değişkenli İstatistik Yöntemlerle İncelenmesi*, İstanbul Üniversitesi, 13.
- Özer, M., (2003) Financial Liberalization in Turkey During the Periodv1980-2000, *Journal of Economic Cooperation*, 24, 4.
- Özince, E., (2005) Finansal İstikrar, Basel II ve Bankalar Açısından Etkileri, *Bankacılar Dergisi*, 53.
- Padoa-Schioppa, T., (2003) Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between, *The Transformation of the European Financial System*, 269-310.
- Palia, D., Porter, R., (2004) The Impact of Capital Requirements and Managerial Compensation on Bank Charter Value, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23, 191-206.
- Papadimitriou, D., Wray, R., (1997) The Institutional Prerequisites for Successfull Capitalism, *Journal of Economic Issues*, 31(2), 498.
- Parasız, İ., (1998) *Para Politikası Türkiye Uygulaması*, 1.Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.



- Perelman, M., (1999) *The Natural Instability of Markets*, New York: St. Martin's Press, 27.
- Phillips, A., (1964) Competition, Confusion and Commercial Banking, *The Journal of Finance*, 19(1), 32-45.
- Phillips, P., Perron, P., (1988) Testing for Unit Roots in Time Series Regression, *Biometrika*, 75, 335-346.
- Polin, R., (1986) Alternative Perspectives on the Rise of Corporate Debt Dependency: The U.S.: Post War Experience, *Review of Radical Political Economics*, 18, 205.
- Reisen, H., (2004) Innovative Approaches to Funding the Millennium Development Goals, *Oecd Development Centre Policy Brief*, 24.
- Rosier, B., (1991) *İktisadi Kriz Kuramları*, İstanbul: İletişim Yayınları, 31.
- Rousseas, Stephen, (1986), *Post Keynesian Monetary Economics*, M.E, Sharp, Armonk, New York.
- Salant, S., Handerson D., (1978) Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold, *Journal of Political Economy* University of Chicago Press, 86(4), 627-648.
- Samuelson, P., (1951) Interactions Between the Multiplayer Analysis and the Principle of Acceleration, *Readings in Business Cycle Theory*, 261.
- Schaek, K., Chiak, M., (2008) How Does Competition Affect Efficiency and Soundness in Banking? New Empirical Evidence, *ECP Working Paper Series*, 932(9).
- Schinasi, G., (2003) Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets, *IMF Working Paper*, 03(121).
- Schroeder, S., (2002) A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries, *New School University CEPA Working Paper*, 2002(09).
- Schwartz, A., (1995), Why Financial Stability Depends on Price Stability?, *Economic Affairs*, 21-25.
- Seyidoğlu, H., (2003) Uluslararası Mali Krizler, Imf Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 145.
- Spotton, B., (1997) Financial Instability Reconsidered: Orthodox Theories Versus Historical Facts, *Journal of Economic Issues*, 31(1).

Spratt, S., (2006) A Sterling Solution, Implementing A Stamp Duty On Sterling to Finance International Development, *Intelligence Capital Limited Report*.

Stephen, R., (1998) *Post Keynesian Monetary Economics*, Houndmills: McMillan Press, 45. Ayrıca bk. Wulwick, R., (1987) The Radcliffe Central Bankers, *Journal of Economic Studies*, 14(1), 36.

Stiglitz, J., Weiss, A., (1981) Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 71(7).

Stock, J., Watson, M., (2003) *Introduction to Econometrics*, Boston: Addison Wesley, 535.

Summers, L., (1986) Debt Problems and Macroeconomic Policies, *Debt, Financial Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Sundararajan, V., Enoch, C., (2003) *Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices*, Washington DC, International Monetary Fund.

Şahin, H., (1998) *Türkiye Ekonomisi*, 5. Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi, 154.

Tarı, R., (2011) *Ekonometri*, 7. Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları, 38.

Tarı, R., (2011) *Ekonometri*, 7. Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları, 425.

Taylor, J., (1995) The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4).

Taylor, J., (1996) How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability - Conceptual Issues, *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Tobin, J., (1978) Tekerlere kum savurmak, Proposal For International Monetary Reform, *Cowles Foundation Discussion Paper*, 506, 15.

Tobin, J., (1982) The Commercial Banking Firm: A Simple Model, *Scandinavian Journal of Economics*, 84(4), 495.

Tobin, J., (1989) Comments on 'Stabilizing an Unstable Economy', *Journal of Economic Literature*, 105.

Tobin, J., (1994) Special Contribution, A Tax on International Currency Transaction, 70.



Tosuner, A., (2005) Finansal Krizler ve Kırılganlık: Türkiye İçin Bir Erken Uyarı Sistemi Önerisi, *İktisat, İşletme ve Finans*, 235(10), 42-61.

Törüner, Y., (2000) *Akşam Yazıları*, İnkılap, İstanbul, 264.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2002*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2003*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2004*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2005*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2006*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2007*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2008*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2009*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2010*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2011*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2012*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2013*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2014*

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yıllık Rapor 2015*

Uygur, E., (2001) Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2001(01).

Ünsal, E., (2007) *Makro İktisat*, 110-111, 7. Baskı, Ankara: İmaj Yayınevi.

Wagner, W., (2007) Loan Market Competition and Bank Risk Taking, *Tilec Discussion Paper*, 2007(10).

Variato, A., (2000) Hyman Minsky: What Kind of (post-) Keynesian, *Financial Keynesianism and the Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky*, 1, 91.

Weller, C., (1999) Financial Crisis After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?, *Center for European Integration Studies Working Paper*, B15.

Werner, I., (2003) Comment On 'Some Evidence That A Tobin Tax On Foreign Exchange Transactions May Increase Volatility, *European Finance Review*, 2003(7), 3-4.

Westerhoff, F., (2003) Heterogeneous traders and the Tobin tax, *J. Evol Econ Springer-Verlag*, 13.

Wolfson, M., (1986) Comparison of Theories of Financial Crises, *In Financial Crises*, 70.

Wolfson, M., (1990) The Causes of Financial Instability, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2(3).

Wray, R., (1998) Zero Unemployment and Stable Prices, *Journal of Economic Issues*, 32(2), 540.

Wyplosz, C., (1998) Globalized Financial Markets and Financial Crises, 'Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries: Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance' *Forum on Debt and Development (FONDAD)*, Amsterdam, 16-17.

Wyplosz, C., (2001) How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?, UNCTAD-United Nations, *G24 Discussion Paper Series*, 14(9).

[http://en.wikipedia.org/wiki/Stamp\\_duty](http://en.wikipedia.org/wiki/Stamp_duty), 10.04.2016

<http://www.oecd.org/dataoecd/57/11/31430478.pdf>, 10.04.2016

<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/> 07.05.2016

Yay, G., (2001) 1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, *Yeni Türkiye Dergisi*, 7(42), 23.

Yeyati, E., Micco, A., (2007) Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk, *Journal of Banking and Finance*, 31, 1633–1647.



## EKLER

### Ek 1. Finansal İstikrarsızlığa İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Yaklaşım	Öncüleri	Özellikleri
Klasik: Borç Yaklaşımı	Fisher(1932, 1933)	Finansal krizler, finansal piyasalarda gelişen aşırılıklara yönelik tepkilerdir. Karlı yatırımlara neden olan dışsal olaylar çevrimsel yükselişi başlatır. Sabit yatırımlarla birlikte varlık piyasalarındaki spekülasyon artar. Süreç borç finansmanına dayalıdır; mevduatlar, para arzı ve fiyatlar artar. Aşırı borçlanma sorunu ortaya çıkar. Likit varlık yetersizliği krizi tetikler. Borçlar ödenemez, satışlar başlar deflasyon sorunu görülür. İflaslar ve banka hücumları görülür.
Parasalıcı Yaklaşım	Friedman ve Schwartz (1963) Schwartz (1987) Cagan (1965)	Finansal krizler parasal daralmaya neden olan bankacılık panikleri ile açıklanır. Enflasyonist dinamikler istikrarsızlığı besler. Bankalara yönelik toplumsal güven öne çıkar. İstikrarlı, öngörülebilir para arzı, kriz döneminde para arzını artırma konusunda isteklilik, mevduat sigortası, ilan edilmiş güvenilir son ödeme rolü önerilir.
Post Keynesyen Yaklaşım: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	Minsky (1977, 1982) Kindleberger (1978) Kaufman (1986)	Finansal krizler iş çevrimlerinin dönüş noktasında görülürler. Kırılganlık Hedge, spekülatif, ve Ponzi finansman kavramları tanımlanır. Merkez bankasının son ödeme işlevinin aktif kullanımı, aktif maliye politikası, otomatik istikrar sağlayıcılar önerilmektedir.
Yeni Klasik Yaklaşım: Rasyonel Beklentiler	Muth (1961) Flood ve Garber (1982) Krugman (1991) Blanchard ve Watson (1982) Obstfeld (1986)	Bu yaklaşımda toplumsal çılgınlıklar (manias) rasyonel spekülatif balonlar, banka hücumları fiyat sabitleyici programlara (price-fixing scheme) yönelik spekülatif ataklar, panik ise zamanlaması doğru tahmin edilememiş sürü davranışı olarak tanımlanır. Döviz ve para krizlerinden bahsedilmektedir.
Belirsizlik Yaklaşımı	Knight (1921) Meltzer (1982) Shafer (1986) Benink (1991)	Belirsizlik objektif olasılıklara kolaylıkla indirgenemeyecek olaylarla ilgilidir. Gelecek ne tam olarak ne de olasılık olarak bilinebilir. Bireyler diğer bireylerin davranışlarına dikkat eder ve sapma gösterecek davranışlar içine girmezler. Kitleselel yanılı finansal kriz demektir, ancak krizden önce kitleselel yanılıyı işaret edecek nesnel bir taban yoktur. İstikrarsız makro ekonomik politikalarından kaçınılmalıdır, aracılar üzerinde denetçiler ve piyasaların etkisi artırılmalıdır, sermaye yeterliliği, varlık kalitesi gibi kriterler takip edilmelidir.
Kredi Tayınlaması Yaklaşımı	Guttentag ve Herring (1984) Bond ve Briault (1983)	Finansal krizler kredi kısıtlamalarının aşırı derecede gevşetildiği bir dönemi takiben aniden artan kredi tayınlaması ile tanımlanır. Borç verenler arasındaki rekabet dolayısıyla borç verenlerin risk algıları (subjektif olasılıklar) gerçeklikten (objektif olasılıklar) sapabilir. Psikolojik ve kurumsal etkenler ön plandadır. Bankaların sermaye oranlarının doğrudan denetimi, güvenlik denetimi tavsiye edilmektedir.
Yeni Keynesyen Yaklaşım: Asimetrik Bilgi	Stiglitz ve Weiss (1981) Mishkin (1991) Mankiw (1986)	Bilgi asimetrisinin neden olduğu ters seçim ve ahlaki tehlike olguları öne çıkar. Faiz oranlarındaki artışlar yükselen belirsizlik bu sorunları ağırlaştırır. Merkez bankasının müdahale etmediği banka panikleri durumunda likidite azalır, faizler yükselir bilgi asimetrisine bağlı sorunlar ağırlaşır.
Aracı Piyasa Dinamikleri Yaklaşımı	Pratt (1988) Bingham(1992) Glosten ve Milgrom 1985)	Menkul kıymet piyasaları finansal istikrarsızlığın temelinde yatan likidite krizlerini hafifletecek özelliklere sahiptir. Belirsizlik aynı şekilde bu piyasaları da olumsuz yönde etkiler. Piyasa yapıcı birimlerin davranışı önemlidir. Bilgiye dayalı sorunlar bu piyasalarda olumsuz etkiler yaratır.

Kaynak: Cevat Bilgin (2007:26)'den alınmıştır.

## Ek 2. Makro Bazda Denetleme İçin Gerekli Finansal Veri Tipleri ve Öncü Gösterge Etkisi

Fon Akımı Verisi	Finansal Fiyatlar	Parasal Veri	Bankacılık ve Finansal Yapı	Niteliksel Bilgi	Dış Finansal Veri	Makro ekonomik Veri
Şirket ve hanehalkı açıkları + - Şirket borç düzeyleri + İşletmelerin piyasa finansmanında banka finansmanında şirket borç-özsermaye oranları + Hanehalkı borç düzeyleri + Gelir düzenliği ölçütleri + Belirli bir piyasadaki finansal alacak haklarının sıra dışı büyümesi + Kurumsal yatırımcıların, özellikle sınır ötesi yatırım biçimleri + Fon akımından elde edilen bankacılık göstergeleri +	Hisse senedi fiyatları + Ticari ve ikametgah amaçlı emlak fiyatları + Şirket tahvil faiz farkları - + Şirket borç faiz farkları - + Banka tahvil faiz farkları - + 3 aylık CD faiz farkları - + 3 aylık CP faiz farkları - + Borcun vadesi + - Hisse senedi, tahvil ya da döviz piyasalarında ki geçmiş ortalamalarda n sapmalar cinsinden potansiyel "balonlar" a dair kanıt +	Geniş anlamda para büyümesi + - Finansal olmayan sektöre yönelik toplam kredi + Para ve kredinin dolanım hızı + Resmi faiz oranları - + Banka varlıklarında büyüme + Sektörel ya da bölgesel borç yoğunluğu + Reel kısa ve uzun dönem faiz oranları - +	Sermaye yeterliliği - Marjlar- Likidite - Toplam fonlama + Parekende fonlama - Karlılık - Pay senedi getirisi - Batık borçlar + Banka sayısı değişimi + Yabancı bankaların sayısındaki değişim + Piyasalara yeni girişler + Piyasa kurucu yapı - Rekabetçiliği değerlendirecek gelir fonksiyonları tahmini +	Finansal düzenlemenin gevşetilmesi + Yakın finansal yenilikler + Cari parasal rejim ve sürdürülebilirliği - Piyasalara giriş engellerini azaltan gelişmeler + Sigorta ağının etkinlik alanı + Risklerin potansiyel korelasyonu + Potansiyel istikrarsızlık yayılımını sınırlandıran yapısal ve hukuki özellikler -	Cari hesap açığı + Yabancı para cinsinden banka borçlanması + Reel döviz kuru/ticaret hadleri + Döviz rezervleri - Bankacılıkta ya da portföy şeklinde sermaye hesabı akımları + Toplam yurtiçi borç ve yabancı para cinsinden kısa dönemli varlıklara nispetle yabancı para cinsinden kısa dönem borç + Ticaret verisinin yönelimi - Risk açısından diğer ülkelerle ilişki +	Ulusal ve bölgesel düzeyde ekonomik büyüme + - Yatırım + -

Not: İşaretler değişkenlere ait finansal istikrarsızlık yolundaki yönünü göstermektedir. İki işaretli durumda bunlar uzun ve kısa dönem etkileri gösterir; örneğin reel faiz oranları büyüme şişkinlik durumları süresince düşüktür ancak krizden önce ya da kriz sırasında parasal politika sıkılaştıkça bu oranlar artar.

Kaynak: Davis, E.P. (1999), "Financial data Needs for Macroprudential Surveillance-What Are the Key Indicators of Risks to Domestic Financial Instability?", *Handbooks In central Banking; Lecture Series, No.2*, Centre for central Banking Studies, Bank of England



**Ek 3. Seçilmiş Finansal İstikrarsızlık Olaylarının Özellikleri (1989-1998)**

	Avusturya Bankacılık Sorunları (1989)	İsveç CP Krizi (1990)	Norveç Bankacılık Krizi (1990)	Finlandiya Bankacılık Krizi (1991)	İsveç Bankacılık Krizi (1991)	Japon Bankacılık Krizi (1992)	ECU Tahvil Piyasası Çöküşü (1992)	ERM Krizi (1992)	Tahvil Piyasası Bozulması (1994)	Meksika Krizi (1994)	Asya Krizi (1997)	Rusya Krizi ve LTCM (1998)
Borç birikimi	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X
Varlık fiyatı patlaması	X	X	X	X	X	X			X		X	X
Risk konsantrasyonu	X	X	X	X	X	X			X		X	X
Rejim değişikliği			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Yeni araçların piyasaya girişi	X	X	X	X	X	X	X				X	X
Yenilik		X					X	X	X			X
Parasal daralma	X		X	X	X	X			X	X	X	X
Finansal kurumların azalan sermaye yeterlilikleri			X	X	X	X					X	X
Kredi tayinlaması/likidite sıkıntısı/banka hücumları	X	X	X	X	X	X	X				X	X
Piyasalar arasında bulaşma etkisi									X		X	X
Uluslararası fon akımları							X	X	X	X	X	X
Otoritelerin aksiyonu	X		X	X	X	X				X	X	X
Olumsuz makro ekonomik gelişmeler	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X
Finansal sistemin işlevsizliği/ekonomik çöküş						X					X	X
												?

Kaynak: Davis (1999)

#### EK 4. Finansal İstikrar Raporu Yayınlayan Merkez Bankaları

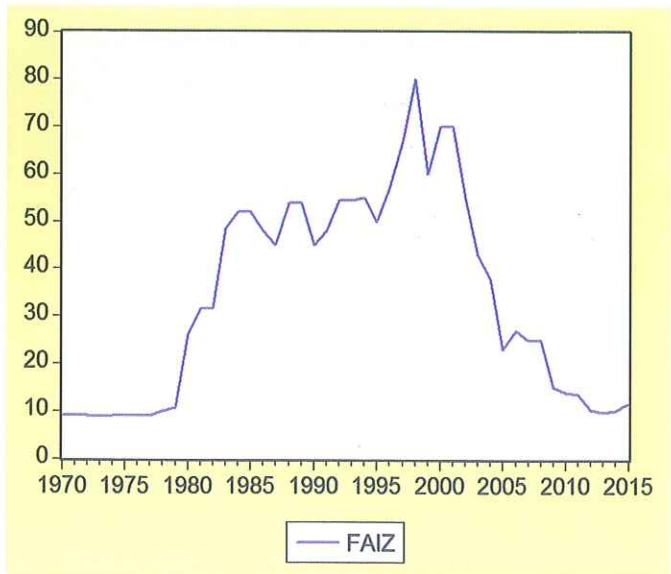
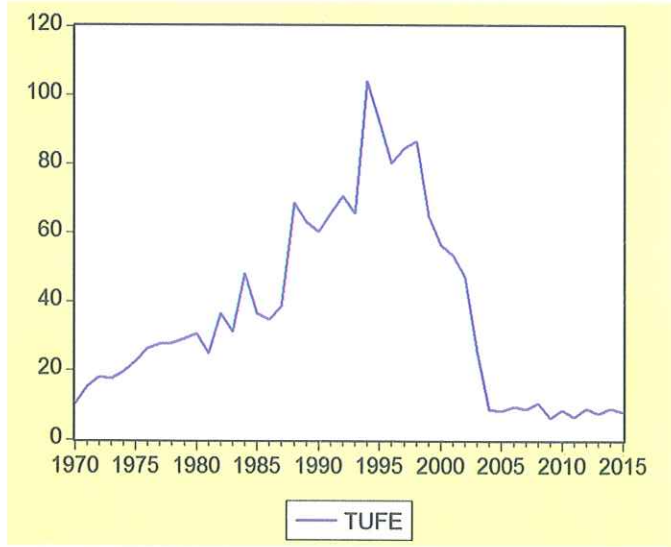
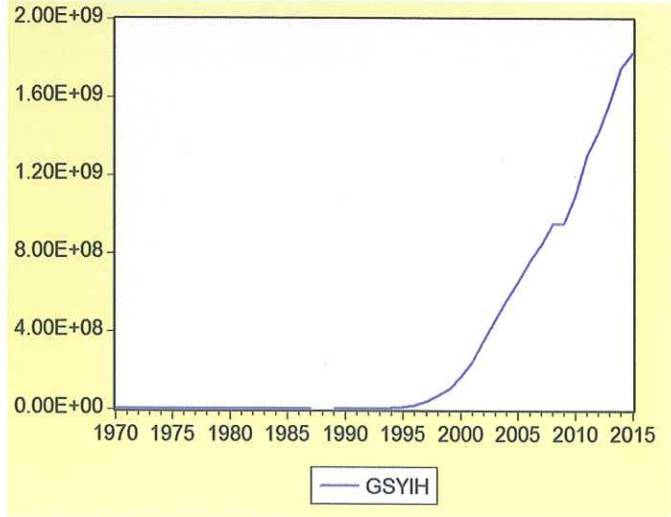
Arjantin	Banco Central de la Rep. Argentina	6 Aylık	2004
Arnavutluk	Bank of Albania	Yıllık	2008
Avustralya	Reserve Bank of Australia	6 Aylık	1999
Avusturya	Österreichische Nationalbank	6 Aylık	2001
Belçika	National Bank of Belgium	Yıllık	2002
Bolivya	Banco Central de Bolivia	6 Aylık	2006
Brezilya	Banco Central de Brasil	6 Aylık	2002
Kanada	Bank of Canada	6 Aylık	2002
Şili	Banco Central de Chile	6 Aylık	2004
Çin	People's Bank of China	Yıllık	2005
Kolombiya	Banco de la Republica Colombia	6 Aylık	2002
Hırvatistan	Croatian National Bank	6 Aylık	2005
Çek Cumhuriyeti	Czech National Bank	Yıllık	2004
Danimarka	Denmarks Nationalbank	Yıllık	2002
Euro Bölgesi	European Central Bank	Yıllık	2004
Estonya	Eesti Pank	6 Aylık	2003
Finlandiya	Suomen Pankki	Yıllık	2003
Fransa	Banque de France	6 Aylık	2002
Gürcistan	National Bank of Georgia	Yıllık	2006
Macaristan	National Bank of Hungary	6 Aylık	2000
Yunanistan	Bank of Greece	Yıllık	2004
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority	6 Aylık	2003
Gana	Bank of Ghana	Yıllık	2005
İzlanda	Central Bank of Iceland	6 Aylık	2000
Almanya	Deutsche Bundesbank	Yıllık	2004
Endonezya	Bank Indonesia	6 Aylık	2003
İrlanda	Central Bank and Financial Services	Yıllık	2000
İsrail	Bank of Israel	Yıllık	2003
Japonya	Bank of Japan	Yıllık	2005
Kazakistan	The National Bank of Kazakhstan	Yıllık	2006



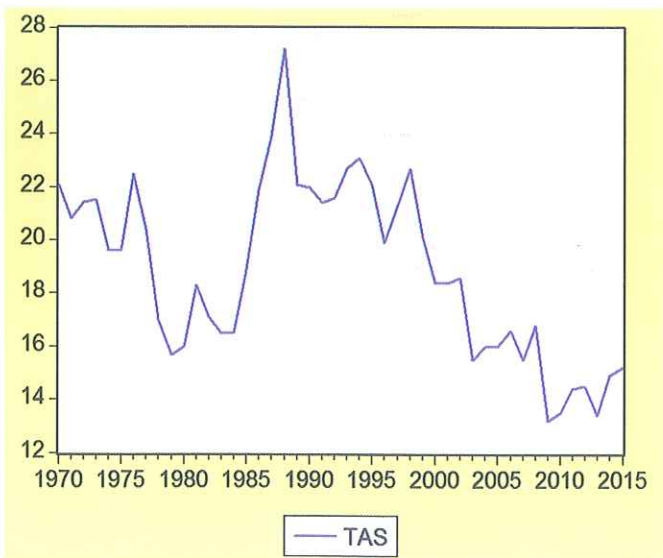
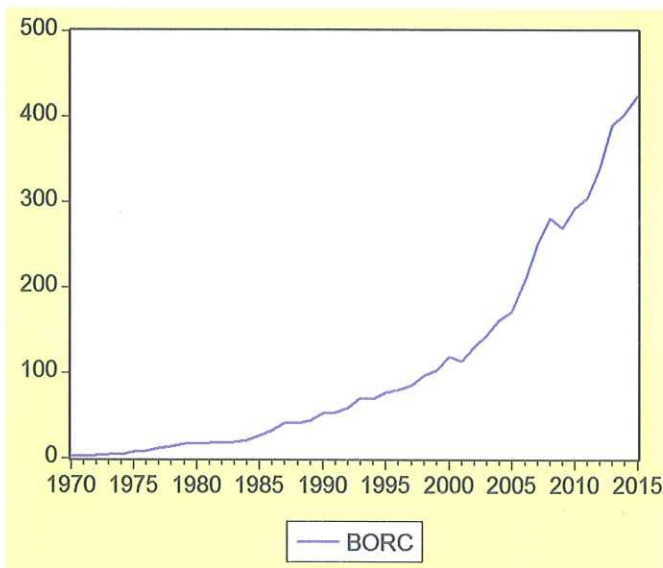
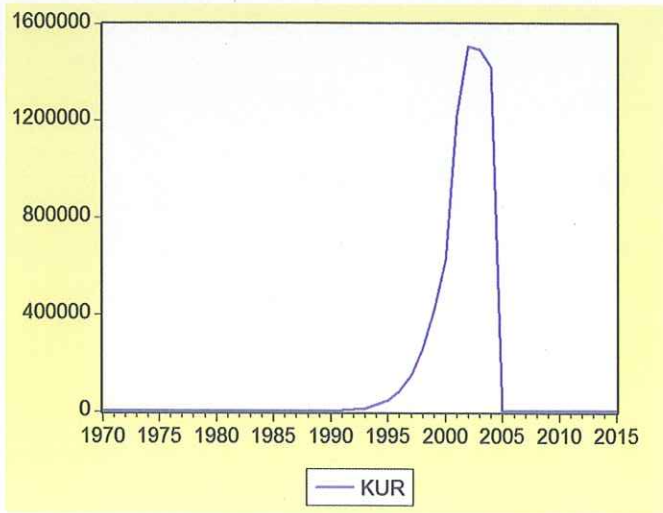
Kenya	Central Bank of Kenya	Yıllık	2004
Kore	Bank of Korea	6 Aylık	2003
Letonya	Bank of Lithuania	Yıllık	2006
Litvanya	Bank of Latvia	6 Aylık	2003
Macao	Monetary Authority of Macao	6 Aylık	2005
Hollanda	De Nederlandsche Bank	6 Aylık	2004
Yeni Zelanda	Reserve Bank of New Zealand	6 Aylık	2004
Norveç	Norges Bank	6 Aylık	1997
Filipinler	Bangko Sentral ng Pilipinas	6 Aylık	1999
Polonya	National Bank of Poland	6 Aylık	2001
Portekiz	Banco de Portugal	6 Aylık	2004
Rusya	Bank of Russia	Yıllık	2001
Singapur	Monetary Authority of Singapore	6 Aylık	2003
Slovakya	National Bank of Slovakia	Yıllık	2003
Slovenya	Bank of Slovenia	Yıllık	2004
Güney Afrika	Reserve Bank of South Africa	6 Aylık	2004
İspanya	Banco de Espana	6 Aylık	2002
Sri Lanka	Central Bank of Sri Lanka	Yıllık	2004
İsveç	Sveriges Riksbank	6 Aylık	1997
İsviçre	Schweizerische Nationalbank	Yıllık	2003
İngiltere	Bank of England	6 Aylık	1996
Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası	6 Aylık	2005

**Kaynak:** Cihak, (2007: 8)

## EK 5. Kullanılan Değişkenlerin Grafikleri







**EK 6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları****Variance Decomposition of GSYİH**

TARİH	S.E.	GSYİH	TUFE	FAİZ	KUR	BORC	TAS
1974	31261769	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
1977	47723533	91.07244	0.694111	0.731705	1.346037	1.123756	5.031955
1981	66001685	81.66823	2.080651	0.539085	4.519477	3.160281	8.032280
1985	86420786	74.04298	3.863202	0.340306	6.531629	5.318387	9.903495
1989	1.08E+08	68.83702	5.377049	0.225313	7.277744	7.560228	10.72265
1992	1.29E+08	65.13627	6.559340	0.246836	7.211238	9.722244	11.12407
1996	1.50E+08	62.31280	7.324439	0.408502	6.744358	11.66076	11.54914
2000	1.71E+08	59.98155	7.669173	0.673117	6.129534	13.30871	12.23792
2003	1.92E+08	57.90987	7.645170	0.980504	5.492731	14.68628	13.28544
2007	2.14E+08	55.97048	7.334828	1.273986	4.887249	15.86285	14.67060
2011	2.36E+08	54.11806	6.831817	1.518275	4.330920	16.91942	16.28151
2015	2.59E+08	52.36413	6.222931	1.702542	3.826788	17.92366	17.95995

**Variance Decomposition of TUFE**

TARİH	S.E.	GSYİH	TUFE	FAİZ	KUR	BORC	TAS
1974	9.383499	0.092737	99.90726	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
1977	11.92194	2.332581	88.28558	1.363959	5.186046	0.029095	2.802742
1981	14.86434	4.423400	78.08417	0.915124	11.86188	0.083918	4.631509
1985	17.85642	6.689817	70.45998	0.653446	15.89167	0.058910	6.246181
1989	20.47121	8.187885	66.14430	0.497272	17.73578	0.173062	7.261701
1992	22.65225	9.000804	64.12652	0.439614	18.15105	0.517067	7.764951
1996	24.40873	9.371924	63.18969	0.492605	17.85723	1.011386	8.077167
2000	25.79699	9.463588	62.65121	0.659327	17.28604	1.522755	8.417076
2003	26.88350	9.388239	62.14093	0.907158	16.65978	1.972883	8.931007
2007	27.73174	9.215195	61.49039	1.181558	16.07375	2.346659	9.692445
2011	28.39693	8.990372	60.66350	1.431273	15.55559	2.663358	10.69591
2015	28.92048	8.750506	59.70921	1.626702	15.10839	2.949486	11.85571

**Variance Decomposition of FAİZ:**

TARİH	S.E.	GSYİH	TUFE	FAİZ	KUR	BORC	TAS
1974	5.688162	0.096436	8.087976	91.81559	0.000000	0.000000	0.000000
1977	7.614392	1.552466	7.114207	61.76800	9.985459	0.018651	19.56122
1981	9.783745	5.058314	15.80463	39.03646	13.63820	0.492215	25.97018
1985	11.72042	9.003724	21.56203	27.42020	15.07048	0.842787	26.10078
1989	13.37752	11.68000	26.93011	21.06281	15.63310	1.118132	23.57585
1992	14.77318	13.57324	31.63137	17.40180	16.01089	1.233726	20.14898
1996	15.98793	14.82426	35.35680	15.04757	16.36862	1.197980	17.20476
2000	17.10695	15.52431	38.01776	13.32142	16.63505	1.068662	15.43280
2003	18.16429	15.79697	39.68605	11.95622	16.73959	0.958611	14.86256
2007	19.15188	15.78470	40.59950	10.86698	16.65865	0.980467	15.10970
2011	20.04368	15.61772	41.01779	10.02290	16.41457	1.190454	15.73657
2015	20.81757	15.38675	41.12862	9.398403	16.05514	1.575729	16.45536



**Variance Decomposition of KUR:**

TARİH	S.E.	GSYİH	TUFE	FAIZ	KUR	BORC	TAS
1974	234291.8	5.723751	3.527932	3.547606	87.20071	0.000000	0.000000
1977	332685.7	14.55551	4.201777	3.298301	72.48205	0.708737	4.753622
1981	368798.1	17.71224	5.901030	3.553673	65.75750	0.662275	6.413280
1985	380266.2	17.78436	6.929477	4.134657	62.24774	2.149769	6.754002
1989	387972.2	17.08501	7.059296	4.978083	60.15225	4.148675	6.576690
1992	396236.4	16.76269	6.768386	5.850175	59.03710	5.255122	6.326529
1996	405005.5	16.94200	6.778575	6.465705	58.22188	5.443930	6.147905
2000	414556.9	17.37984	7.468738	6.643238	57.07019	5.250102	6.187888
2003	425072.4	17.88155	8.814446	6.459272	55.42353	4.993589	6.427608
2007	436032.1	18.38986	10.56589	6.144513	53.53353	4.753992	6.612214
2011	446721.5	18.90637	12.44418	5.876818	51.70185	4.538383	6.532401
2015	456900.2	19.41093	14.23221	5.700201	50.05052	4.346963	6.259175

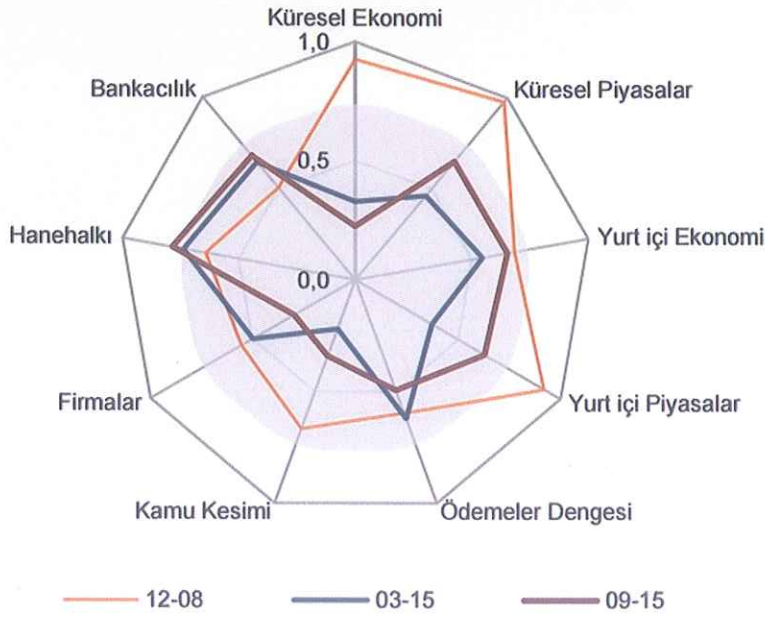
**Variance Decomposition of BORC:**

TARİH	S.E.	GSYİH	TUFE	FAIZ	KUR	BORC	TAS
1974	10.61311	20.31041	0.255446	0.639195	0.662808	78.13215	0.000000
1977	15.00474	23.02784	0.239309	0.331467	4.834677	70.27848	1.288226
1981	17.94476	27.61569	0.408155	1.056527	5.330478	64.63080	0.958350
1985	20.46171	33.71186	0.494745	2.052515	4.667006	57.57233	1.501547
1989	23.18602	39.47636	0.575163	2.642888	3.685767	49.68054	3.959285
1992	26.36022	43.37238	0.572280	2.708193	2.863390	42.45468	8.029067
1996	29.97975	45.41324	0.507428	2.465130	2.291900	36.97704	12.34527
2000	33.91677	46.31902	0.419410	2.157617	1.902533	33.47637	15.72505
2003	38.05380	46.73686	0.337258	1.902895	1.614100	31.55142	17.85747
2007	42.32939	47.01055	0.272573	1.737138	1.380116	30.61759	18.98202
2011	46.73463	47.26013	0.224595	1.661898	1.181744	30.17927	19.49236
2015	51.29572	47.49239	0.188125	1.661012	1.012426	29.91677	19.72927

**Variance Decomposition of TAS:**

TARİH	S.E.	GSYİH	TUFE	FAIZ	KUR	BORC	TAS
1974	1.682771	5.853444	4.703001	2.317157	1.096429	0.447978	85.58199
1977	2.229565	3.345267	5.519837	4.853826	3.734524	1.969712	80.57683
1981	2.536073	2.923873	7.065795	5.985680	6.249844	4.327665	73.44714
1985	2.713831	3.281422	9.621690	5.954394	7.750364	7.074803	66.31733
1989	2.835169	3.896189	12.30662	5.509526	8.151748	9.307518	60.82840
1992	2.926705	4.470946	14.54864	5.266654	7.987043	10.52750	57.19922
1996	2.993150	4.922298	16.13715	5.478388	7.712852	10.92189	54.82742
2000	3.037505	5.255336	17.10138	5.975659	7.505162	10.92409	53.23837
2003	3.069875	5.476508	17.54578	6.450112	7.355820	10.80768	52.36410
2007	3.101359	5.588203	17.58353	6.706732	7.219391	10.65816	52.24398
2011	3.136523	5.609258	17.35653	6.740535	7.076421	10.52032	52.69693
2015	3.172783	5.576886	17.01897	6.652860	6.932114	10.47367	53.34550

## EK 7. Finansal İstikrarın Makro Gösterimi (2015)



“NOT: Merkeze yaklaşma, ilgili sektörün finansal istikrara yaptığı katkının olumlu yönde arttığını ifade etmektedir. Analiz her bir alt sektörün kendi içinde tarihsel olarak karşılaştırılmasına yöneliktir. Sektörler arası karşılaştırma, yalnızca merkeze göre bulunulan konumda meydana gelen değişimin yönü çerçevesinde yapılabilir.”