T. C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL İSTİKRAR VE FAİZ KORİDORU ÜZERİNE BİR ANALİZ: OECD ÜLKELERİ PANEL VERİ ANALİZİ

SİBEL İREZ

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. AYHAN AYTAÇ

EDİRNE – 2020

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

.....İKTİSAT..... ANABİLİM DALI

.....İKTİSAT.....PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

.....Sibel İrez..... tarafından hazırlanan .....Finansal İstikrar ve Fark Kocidoru Üzerine Bir Analiz: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi..... Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 19-6 maddeleri uyarınca .....16.01.2020..... günü saat .....11.30..... 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *.....Kabul Edilmesine..... **OYBİRLİĞİ/OY~~ÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Prof. Dr. Ayhan AYTAÇ	BAŞARILI	
Doç. Dr. Recep Erbay	BAŞARILI	
Dr. Öğretim Üyesi Ayşegül Işcanoğlu Çekiç	BAŞARILI	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOĞRULUK BEYANI

Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında, tüm verilerin bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini, kullanılan verilerde tahrifat yapılmadığını, tezin akademik ve etik kurallara uygun olarak yazıldığını, kullanılan tüm literatür bilgilerinin bilimsel normlara uygun bir şekilde kaynak gösterilerek ilgili tezde yer aldığını ve bu tezin tamamı ya da herhangi bir bölümünün daha önceden Trakya Üniversitesi ya da farklı bir üniversitede tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

16 / 01 / 2020

Sibel İREZ



Tezin Adı: Finansal İstikrar Ve Faiz Koridoru Üzerine Bir Analiz: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi

Tezi Hazırlayan: Sibel İREZ

ÖZET

1970'lerin başından beri; finansal istikrar her zaman finansal sistem yatırımcıları, alacaklılar, düzenleyiciler, denetçiler ve finansal ekonomistler için büyük bir endişe kaynağı olmuştur. Ancak finansal istikrar, merkez bankaları tarafından fiyat istikrarı veya finansal ekonomik konuları gibi geniş çapta analiz edilen ve araştırılan bir konu değildir. 1994 Meksika ve 1997 Doğu Asya'da meydana gelen mali krizler sonucunda tekrar gündeme gelmiştir. En son 2008-2009 küresel finansal krizinden sonra finansal istikrar bir kez daha ve bu kez daha endişe verici bir biçimde dünya genelinde dikkat çekmiştir**.**

2008 krizinden sonra birçok ülkenin merkez bankası fiyat istikrarının yanında finansal istikrarında sürdürülebilirliğini benimsemişlerdir ve 2010 yılından sonra finansal istikrarı sağlayacak politika araçlarını gündeme getirmişlerdir. Finansal istikrara yönelik politika araçları faiz koridoru, bir haftalık repo faiz oranı, likitide yönetimi ve zorunlu karşılıklardır. Bu çalışmada finansal istikrar ve faiz koridoru incelenmiş ve faiz koridorunun finansal istikrar üzerine etkisi ölçülmek istenmiştir.

Çalışmamızda, 2010 - 2018 dönemi için yıllık veriler kullanılmıştır. Verilerin 2010 yılından başlamasının sebebi 2008 yılında meydana gelen kriz etkisinin görülmek istenmemesidir. Ekonometrik analizin sonuçları değerlendirildiğinde faiz koridorunun finansal istikrarı etkilediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler : Finansal İstikrar, Faiz Koridoru, Panel Veri

Name of Thesis: An Analysis on Financial Stability and Interest Corridor: Panel Data Analysis of OECD Countries

Prepared by: Sibel İREZ

ABSTARCT

Since the early 1970s; financial stability has always been a major concern for financial system investors, creditors, regulators, auditors and financial economists. However, financial stability is not a widely analyzed and investigated issue by central banks, such as price stability or financial economic issues. 1994 Mexico and 1997 as a result of the financial crises in East Asia. After the most recent global financial crisis of 2008-2009, financial stability has once again attracted attention worldwide, and this time more alarmingly.

After the 2008 crisis, the central banks of many countries adopted the sustainability of financial stability as well as price stability, and after 2010 they introduced policy instruments to ensure financial stability. Policy instruments for financial stability are interest rate corridor, one-week repo rate, liquidity management and required reserves. In this study, financial stability and interest corridor were examined and the effect of interest corridor on financial stability was measured.

In our study, annual data were used for 2010-2018 period. The reason for the data starting from 2011 is that it is not desired to see the crisis effect that occurred in 2008. The results of the econometric analysis showed that the interest rate corridor affected financial stability.

Key Words: Financial Stability, Panel Data Analysis, İnterest Corridor

ÖNSÖZ

Tezimin her aşamasında büyük bir sabır ve titizlikle bana yardımcı olan ve beni yönlendiren, her zaman anlayış ve desteğini hissettiğim danışman hocam Sayın **Prof. Dr. Ayhan AYTAÇ** ‘ a sonsuz teşekkür ederim. Hayatım boyunca her anımda yanımda olan, bana güvenen, her zaman beni destekleyen, maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen canım aileme çok teşekkür ederim. Beni her zaman dinleyen, yönlendiren, sevgisini hissettiren Annem Didar İREZ’ e her zaman sabırlı ve sakin olmayı öğrettiği için babam Suat İREZ’ e ve bu süreçte daima yanımda olan abim Sercan İREZ’ e sonsuz teşekkürler. Son olarak bana inanan ve beni destekleyen arkadaşlarıma teşekkürlerimi iletiyorum.

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **I**
ABSTARCT ..... **II**
ÖNSÖZ ..... **III**
İÇİNDEKİLER ..... **IV**
TABLOLAR DİZİNİ ..... **VI**
ŞEKİLLER TABLOSU ..... **VII**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **VIII**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM **2**
1.1. FİNANSAL İSTİKRAR 2
1.1.1. İKTİSAT EKOLLERİNDE FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMININ TANIMLANMASI 2
1.1.2. KLASİK EKOL 2
1.1.3. KEYNESYEN EKOL 3
1.1.4. MARKSİST EKOL 4
1.1.5. RASYONEL BEKLENTİLER VE PARASALCI YAKLAŞIM EKOLÜ 6
1.1.6. YENİ KALSİK İKTİSAT EKOLÜ 8
1.2. FİNANSAL İSTİKRAR TANIMLAMASI 9
1.3. FİNANSAL İSTİKRAR BİLEŞENLERİ 16
1.4. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖNEMİ VE UNSURLARI 18
1.5. FİNANSAL İSTİKRARI TEHDİT EDEN RİSKLER 21
1.6 FİNANSAL İSTİKRARIN MAKRO GÖSTERİMİ VE FİNANSAL İSTİKRAR ENDEKSİNİN OLUŞTURULMASI 23

İKİNCİ BÖLÜM **27**
2. FAİZ KORİDORU 27
2.1. FAİZ KORİDORUNUN ORTAYA ÇIKIŞI SÜRESİ 27
2.2. FAİZ KORİDORUNUN TANIMI, İŞLEYİŞİ VE ÖZELLİKLERİ 28
2.3. FAİZ KORİDORUNUN ETKİ KANALLARI 33

2.4. FAİZ KORİDORU UYGULAMALARINDA ÇEŞİTLİ ÜLKE DENEYİMLERİ 37
2.5. TCMB'NİN FAİZ KORİDORU UYGULAMALARI 55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM 58
3.FİNANSAL İSTİKRAR VE FAİZ KORİDORU ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ÇALIŞMA 58
3.1. Model, Yöntem ve Veriler 58
3.2. Araştırmanın Amacı 57
3.3. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlıkları 57
3.4. Panel Veri Analizinin Tarihçesi 59
3.5. Panel Veri Analizi 59
3.6. Panel Veri Analizlerinin Avantajları 61
3.7. Veri Seti ve Değişkenler 61
3.8. Değişkenlerin Tanımlanması ve Betimsel İstatistikler 61
3.9. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi 64
3.9.1. Pesaran CD_{LM} Testi , Friedman R Testi, Frees Q Testi 65
3.10. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi 73
3.11. Granger Nedensellik Testi 70
3.12. Varyans Ayrıştırma Testi 73

SONUÇ 79
KAYNAKÇA 81

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Finansal İstikrar Tanımları ..... 11 – 12
Tablo 1.2. Merkez Bankalarının Finansal İstikrar Tanımları 13
Tablo 2.1. Endonezya Likidite Seviyesi ve Endonezya Rupi Döviz Kuru 48
Tablo 2.2. Para tabanının geniş tanımdaki yapısı 50
Tablo 2.3. Endonezya Bankası Faiz Koridoru 51
Tablo 2.4. İsviçre Merkez Bankası faiz koridoru evrimi 53
Tablo 3.1. Çalışmada Ele Alınan Ülke Grubu 61
Tablo 3.2. Modelde Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması 61
Tablo 3.3. Değişkelere Ait Betimleyici İstatistikler 62
Tablo 3.4. Değişkelere Ait Çarpıklık ve Basıklık Ölçümleri 62
Tablo 3.5. Değişkelere Ait Grafikler 64
Tablo 3.6. Pesaran CD_{LM} Testi 65
Tablo 3.7. Friedman R Testi 66
Tablo 3.8. Frees Q Testi 67
Tablo 3.9. Kredi ve Enflasyon Değişkenlerinin Birim Kök Testi 70
Tablo 3.10. Döviz Kuru ve Cari Açık/ GSYH Değişkenlerinin Birim Kök Testi Sonuçları 69
Tablo 3.11. Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi 70
Tablo 3.12. Granger Nedensellik Testi Sonuçları 71
Tablo 3.13. Varyans Ayrıştırma Sonuçları 74

ŞEKİLLER TABLOSU

Şekil 2.1. Kanada Bankasının Faiz Koridoru..... 41
Şekil 2.2. İsveç'e ve İsveç Kronu döviz kuruna net sermaye girişi/çıkışı..... 43
Şekil 2.3. Riksbank Faiz Koridoru..... 43
Şekil 2.4. İsveç Merkez Bankası faiz koridorunun sınırlarının kilit faiz oranından sapması..... 44
Şekil 2.5. İsveç Merkez Bankası pasif yapısı, milyar kron..... 45
Şekil 2.6. Endonezya Merkez Bankası Ödemeler Dengesi Finansal Hesap Yapısı 47
Şekil 2.7. İsviçre Bankası Faiz Koridoru..... 54
Şekil 3.1. Öz Değerler Grafiği..... 72

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ECB	(European Central Bank) Avrupa Merkez Bankası
EU	(European Union) Avrupa Birliği
FED	(Federal Reserve System) Federal Rezerv Sistemi
FCI	Financial Cuolitions Index
FSH	Finansal İstikrarsızlık Hipotezi
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
OECD	(Organisation For Economic Co-Operation And Development) Ekonomik Kalkınma Ve İşbirliği Örgütü

GİRİŞ

1970'lerin başından beri; finansal istikrar her zaman finansal sistem yatırımcıları, alacaklılar, düzenleyiciler, denetçiler ve finansal ekonomistler için büyük bir endişe kaynağı olmuştur. Ancak finansal istikrar, merkez bankaları tarafından fiyat istikrarı veya finansal ekonomik konuları gibi geniş çapta analiz edilen ve araştırılan bir konu değildir. 1994 Meksika ve 1997 Doğu Asya'da meydana gelen mali krizler sonucunda tekrar gündeme gelmiştir. En son 2008-2009 küresel finansal krizinden sonra finansal istikrar bir kez daha ve bu kez daha endişe verici bir biçimde dünya genelinde dikkat çekmiştir. Finansal istikrar, karmaşık ve belirsiz bir kavramdır. Bu yüzden, finansal istikrarı tanımlamak ve ölçmek çok zordur. Bu zorluklara rağmen; birçok araştırmacı, finans uzmanı ve ekonomist finansal istikrarı tanımlamaya çalışmışlardır. Literatürde Borio ve Drehmann bir takım finansal istikrar tanımlamaları vardır. Finansal istikrarın çoğu tanımı üç faydalı unsurdan bahsetmektedir. Birincisi, bireysel kurumların aksine, finansal sisteme bir bütün olarak odaklanmaktadır. İkincisi, finansal sistemi izole olarak görmemektedirler. Ancak sonuçta ekonomik (refah) faydaları ve maliyetleri "reel ekonomi" açısından ölçmektedirler. Üçüncü olarak, daha somut ve gözlenebilir olan istikrarın bir karşılığı olan finansal istikrarsızlığa açıkça atıfta bulunmaktadırlar.

Bankalar arası piyasayı dengelemek için birkaç ülkenin merkez bankaları "faiz koridoru sistemi" veya "kanal sistemini" tanıtmaktadır. Minimum ve maksimum kısa vadeli oranlar üzerindeki bir kısıtlamayı temsil etmektedir. Merkez Bankası, bir yandan ticari bankalara, bankalar arası pazarın mevcut oranından daha yüksek bir faiz oranından (genellikle finansal varlıklar ile teminatlandırılmış) sınırsız miktarda likidite sağlamaya hazırdır. Bu nedenle, para otoriteleri piyasa limitinin "tavanı" olan maksimum limiti belirlemektedir.

Çalışmamızda, 2010 - 2018 dönemi için yıllık veriler kullanılmıştır. Verilerin 2011 yılından başlamasının sebebi 2008 yılında meydana gelen kriz etkisinin görülmek istenmemesidir. Ekonometrik analizin sonuçları değerlendirildiğinde faiz koridorunun finansal istikrarı etkilediği tespit edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.1. FİNANSAL İSTİKRAR

1.1.1. İKTİSAT EKOLLERİNDE FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMININ TANIMLANMASI

Ekonomi tarihinde birçok düşünce ekol ve akımlarının olduğu bilinmektedir. Merkantilist, Klasik, Parasalcı, Marksist, Keynesyen ve Yeni Klasik gibi bilhassa dönemsel olarak belli olay hadiselerin tetiklediği değişik iktisadi düşünce yönleri bulunmaktadır. Bu iktisadi düşünce ekolleri yaşanan finansal krizlerden sonra finansal istikrarın benimsenmesiyle ilişkin farklı tanım ve açıklamalarda bulunmuşlardır.

1.1.2. KLASİK EKOL

İngiltere'deki Merkantilist okul ve Fransa'daki Fizyokratik okul, ekonomik olarak "artı değer" kavramının önemini vurgulamışlardır. Fakat klasik ekonomistler, artı değer kavramına değişik bir yorum yüklemişlerdir. Merkantilist okul, dış ticaret artığını ifade eden bir artı değer yaklaşımını savunurken, Fizyokrat okul, artı değerin sadece ticaretle değil, tarımsal üretimle de gerçekleştirilebileceğini savunmuştur. Klasik ekonomistler daha önceki analizlerin dar kapsamlı bakış açılarını eleştirmişlerdir, artı değerin hususlarına ve büyüklüğüne tesir eden etkenlere daha çok yoğunlaşmışlardır. Klasik iktisatçıların önderleri, merkantilist ve fizyokratlar iktisadi sistemin Newton mekaniğini tasvir ettiği fiziksel kâinata benzer olduğuna inanmaktadırlar (Barber,1991: 18-22; Tiryaki, 2012:3).

Klasik iktisatçılar, kendinden öncekiler gibi, doğal sistemin olduğuna inanmışlar, “görünmez el gibi" hareket ederek işleyen fiyat mekanizmasının herhangi bir müdahale söz konusu olmadan ekonomiyi tam istihdama getireceğini kabul etmektedirler. Bu bağlamda, klasik iktisat teorisinde firmaların ve hane halklarının

yargılarının mutlak fiyatlardan ziyade nispi fiyatlara dayandığını varsaymaktadırlar. Nitekim firmaların yatırım kararları, işçi tarafından üretilen ürünün değeri, işçinin ücretini aştığında, fiyat ve ücretlerdeki artış nedeniyle aynı şekilde değişmemektedir. Bu nedenle klasik iktisatçılar parayı ekonomiyi kapsayan bir örtü olarak görmektedirler. Klasik iktisatçılar "görünmez elin" olduğu bir fiyat mekanizmasında, ekonomideki şokların geçici olduğu, maliye ve para politikalarının kararsızlığa sebep olacağından dolayı faydasız olabileceğini savunmaktadırlar. Kısacası, klasik ekolde sistematik bir kriz tanımının olmadığını iddia etmektedirler (Damar, 2014: 95-96; Tiryaki, 2012:4)

1.1.3. KEYNESYEN EKOL

Keynes, ekonomik krizleri yetersiz talep krizleri olarak açıkladı, ancak yetersiz tüketim teorisyenlerinin kendisinden önce yaptığı gibi açıklamamıştır. Yatırım tüketimi, Keynes'in ekonomik sisteminde belirleyici bir rol oynamaktadır. Yatırım tüketimi, yetersiz kişisel tüketimi telafi etmektedir. Yatırım tüketimi (harcama) para politikası ve faiz oranı politikasıyla etkilenebilmektedir. Ancak, sermayenin marjinal etkinliğinin düşme eğilimi vardır. Sermayenin marjinal etkinliği şu nedenlerden dolayı azalmaktadır:

1) Mal arzının fazla olduğu sermaye fazlası,
2) Bir iş döngüsünün refah aşamasında devam eden fiyat artışı,
3) Aynı zamanda üretim maliyetinin artması (Keynes, 1964: 322).

Krizler, aniden azalan sermayenin marjinal verimliliğinin bir sonucudur. Bunun sonraki aşamaları, gelecekteki artan malvarlığı verilerini ve artan üretim maliyetlerini ve artan üretim maliyetlerini ve muhtemelen de faiz oranındaki artışı dengelemek için yeterince güçlü olan iyimser beklentilerle karakterizedir. Organize yatırım pazarlarının doğası gereği, alıcıların etkisi altında ne satın aldıklarını ve spekülatörleri büyük ölçüde görmezden gelmektedirler (Keynes, 1964: 314).

Keynes'e göre, krizler sermaye amortisman sürecini temsil ediyor. Sermayenin değerindeki değer düşüklüğü süreci, sermaye kıtlığı ve dolayısıyla marjinal etkinliğinin artması için bir önkoşul oluşturmaktadır. Piyasa güçlerinin otomatik işleyişiyle bir krizden kaçınılabilir veya otomatik olarak daha yumuşak hale getirilebilir. Bu şartlar altında, nispeten yüksek faiz oranlarındaki artış politikası partikül tahrip edici olabilir. Keynes, krizleri önlemek ve kapitalistin sistemini kurtarmak istedi (Keynes, 1964).

Para ve gerçek faktörler arasında dikotomi yoktur; çünkü "para kendi başına bir rol oynar ve motivasyonları ve kararları etkiler ve kısacası, durumun işleyişindeki faktörlerden biridir; ilk devlet ile son arasındaki para davranışını bilmeden, uzun veya kısa sürede tahmin edilebilir". Keynes'in reel ekonomiyi şekillendiren faktörler olarak para ve banka vizyonu, modern para teorisinin aksinedir. Ekonominin bu en gelişmiş modelinin para için yer bulamadığı da iyi bilinmektedir (Hahn 1982: 1). Keynes, Genel Teori' deki likidite tercih teorisini "likidite (tercih) faiz teorisini", kusurlu klasik "faiz tasarruf teorisi" olarak gördüğü boşluğu doldurması gereken bir teori olarak sunar. likidite tercih teorisi faiz teorisine likit varlıkları tutma arzusunu, bankacılık sisteminin sağladığı mevcut likidite havuzu ile dengeleyen portföy dengesi olarak "çökmekte". Bu faiz likidite (tercih) teorisi, "klasik" sistemde tespit edilen önemli açığı kusurlu "faiz tasarruf teorisi" ile doldurmak için gereken "saf adım" olarak sunulmaktadır (Keynes, 1937).

1.1.4. MARKSİST EKOL

Artı-değer oranındaki çarpıcı artışa ve sermaye-çıktı oranındaki sınırlı düşüşe rağmen kârlılık, geciken sermayelerin hayatta kalması ve verimsiz emek kullanımının artması nedeniyle neo-liberal dönemde yeterince iyileşmedi. Finansallaşma düşük karlılığın etkilerinden biridir. Son yıllarda finansal kabarcıklar ilişkili servet etkileri ve tüm yerel sektörlerin borçlarındaki önemli artış, toplam talebi artırmış ve dönemin anemik büyümesi için teşvik sağlamıştır. Baloncukların

kırılması, reel ekonominin zayıf temellerine ve muhtemelen derin ve uzun süreli durgunluk ve kriz dönemlerine dönüş anlamına gelir (Maniatis, 2012).

Marks finansallaşmayı bir dizi araç, teknik, uygulama düzeyi ve hedeflerden oluşan örgüt türü ve kapitalist iktidarı kullanma şekli olarak vurgulamaktadır. Süreçlerin karmaşık sisteme genelleştirilmesi olarak finansallaşma, sermaye hakimiyetinin uygulanması için belirleyici yer içermektedir. Marx'ın analizinde iki temel fikir var:

1. Kapitalist kriz, kapitalist toplumun altında yatan temel çelişkilerin bir ifadesidir; üretimin sosyal karakteri ve tahsisatın özel karakteri ve sonuç olarak bir yandan sınırsız, üretimin hızlı bir şekilde genişlemesi, diğer yandan tüketimin sınırlılığı.

2. Kâr oranının düşme eğiliminde yer alan iç çelişkiler, krizlerde ifade bulur.

Kriz teorisi, ticaret döngüsünü, patlamalar ve gecekonduların düzenli periyodik değişimini açıklamalıdır; hem bir süre için göreceli bir denge, çeşitli üretim dalları arasında, arz ile talep arasında belirli bir oranın oluşması ve bu dengenin sürdürülememesi ve aniden ve şiddetli bir şekilde bozulmaması. Dolayısıyla ne yetersiz tüketim ne de kendi içindeki üretim anarşisi, krizin bir açıklaması olarak görülemez (Winternitz, 1949).

Finansal krizler bazen aşırı sermaye birikimi krizinin başlangıcı ve bazen de sonucudur. Finansal kriz, daha geniş ekonomik konjonktürden “bağımsız olarak” kendini gösterir; yani, yukarıdaki ekonominin diğer sektörlerinde kârlılık düzeyi ve “üretim faktörlerinin” istihdam düzeyi üzerinde önemli bir etkisi yoktur ve finansal alanın veya bunun belirli bölümlerinin ötesinde. Bu, örneğin, 1987'deki uluslararası finansal kriz durumunda, uluslararası borsalarda hisse fiyatlarında bir çöküş yaşandığında meydana gelen şeydi. Mevcut kriz, kapitalist üretim ve üreme ilişkilerinin kalıcı özelliklerinin, aynı zamanda bu ilişkinin neo-liberal

örgütlenmesinin özüne özgü, yani özünün özüne olan özelliklerinin sonucudur (Brenner, 2008).

Finansal kriz hala gelişmekte olduğu için, finansal sektördeki acımasız bir sıkıntıdan başlayarak diğer sektörlerde de süren ve ekonomik sistemi bir bütün olarak ekonomik olarak yetersiz tasfiye operasyonlarına sokan aşırı birikim krizinin özelliklerini aldı. kıymetlendirilmiş sermaye (belli ki farklı ülkelerdeki eşitsizlikte ve her bir ülkedeki gelişmeleri hem diğer ülkelerdeki gelişmelerle hem de finansal sistemle birbirine karıştırarak). Model için pazarları çok sayıda oyuncu ile zenginleştirdiği ve üretim sürecine doğrudan yatırım yapılamayan her sermaye miktarını harekete geçirerek, gelecekteki kar talep piyasasına katılmasını sağlar. Bu "derinlik", risksiz kâr için, menkul kıymetlerin ihraç edilmesi, yani yoğun rekabet için, yani keşfedilmemiş piyasaların kredi dünyasına tabi kılınabilmesi için büyük baskılar, güvenli kar tehlikeye girdiğinde, katılım ve finansman riskleri ve büyük oranda geri çekilme anlamına gelir (Balibar, 1984).

1.1.5. RASYONEL BEKLENTİLER VE PARASALCI YAKLAŞIM EKOLÜ

Ekonomik teoride "beklenti" fikrini kullanmak yeni değildir. 1930'larda, ünlü İngiliz ekonomisti John Maynard Keynes, insanların geleceklerini ve "iyimserlik ve karamsarlık dalgaları" olarak adlandırdıkları gelecekleriyle ilgili beklentilerini, iş döngüsünün belirlenmesinde önemli bir rol üstlendi. Ancak, gerçek rasyonel beklentiler teorisi John F. Muth tarafından 1961'de Econometrica dergisinde yayınlanan "Akılcı Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" adlı final makalesinde önerildi. Muth, terimi insanların ne olacağını bekleyeceğine bağlı olduğu çok sayıda senaryoyu tanımlamak için kullandı (Becker, 1962: 13).

Bireysel davranışlarla ilgili temel varsayım, ekonomik ajanların sahip olduklarıyla ellerinden gelenin en iyisini yaptıklarıdır. Tüketim, üretim ve insan sermayesi teorisi gibi temelleri oluşturur. Şimdi bu çok ilke beklentilerin oluşumu için geçerlidir. Akılcı beklenti, rasyonel davranış ilkesinin bilginin edinimi ve işlenmesi ile beklentilerin oluşmasına uygulanmasıdır. Eğer ekonomik ajanlar

rasyonel azami seviyedeyse, aynı prosedür tarafından belirlenen “bilgi toplama” ve “beklenti oluşumunu” dikkate almaktadır. Rasyonel beklentiler yaklaşımı, beklentilerin mevcut tüm bilgilere dayanarak oluştuğunu vurgulamaktadır. Orneğin, Federal Reserve, ekonomiye 2008 krizi sırasında yardım etmek için niceliksel hareketlilik programı kullanmaya karar verdiğinde, ülke için istemeden erişilmez beklentileri belirledi. Program yedi yıldan fazla faiz oranlarını düşürdü. Böylece, teoriye sadık kalarak, insanlar faiz oranlarının düşük kalacağına inanmaya başladılar (Soros, 2009).

Ekonomi, çoğu birbiriyle ilişkili olan model ve teorilere dayanır. Örneğin rasyonel beklentiler, ekonomideki başka temel düşünce ile kritik bir ilişkiye sahiptir: denge kavramı. Buna bir örnek, mevcut modellerin 2007–2008 mali krizinin nedenlerini öngöremediği veya çözemediği konusundaki tartışmalar. Sayısız faktör ekonomik modellerde yer aldığından, asla çalışmak ya da çalışmamak gibi basit bir soru değildir. Modeller, gözlemlenen olayları açıklamak için tasarlanan gerçekliğin öznel yaklaşımlarıdır. Bir modelin öngörüleri, açıklamak istediği temel verinin rastgeleliği ve denklemlerini yönlendiren teoriler tarafından yerine getirilmelidir (Ayala, 2014).

Keynesyenler, iş çevrimlerinin toplam harcama davranışındaki değişikliklerden kaynaklandığını iddia ediyorlar. İşletmeler ve tüketiciler iyimser olduğunda, harcamalarını arttırırlar ve ekonomi gelişir. Öte yandan, parasalcıların nedeni kısa sürede ortaya çıktı. Mali krizden önce para ve kredi arzı artmaya devam etti. Nitekim, Aralık 2007’de durgunluğun başlamasına giden yılda, para arzı önceki iki yılın ikisinden de daha hızlı bir şekilde artmıştır (Van Order, 2007).

Ancak bizi krizden kurtaracak politikalar konusunda, Monetaristler daha da parlıyorlar. Milton Friedman’ın “ABD’nin Parasal Bir Tarihi” adlı anıtsal çalışması, 1930’ların Büyük Buhran’ına neden olanın, krizin Fed’in kredi piyasalarına yardım etmemesinde daha kötü olduğunu savundu. 1930'larda, ekonomi kötüleştikçe, milyonlarca mevduat sahibi fonlarını bankalardan çekmeye çalıştı (o zamanlar mevduat sigortası yoktu). Kongre Federal Rezervi acil durum rezervlerini sağlayabilmesi için oluştursa da, Fed hiçbir şey yapmadı ve milyarlarca dolarlık

mevduat kaybedildi. Para arzı keskin bir şekilde düştü ve neredeyse tüm finansal faaliyetler durma noktasına geldi (Klein, 2007: 322).

Para arzındaki düşüş, sadece borsada ve emlakta değil, aynı zamanda emtiada da büyük bir deflasyon başlattı. Tüketici fiyatları endeksi Aralık 1929 ile Aralık 1932 arasında yüzde 24 oranında düştü. Fiyat seviyesindeki çöküş borçluların yükünü kötüleştirdi ve zaten keskin bir şekilde artan temerrüt seviyesine ekledi. Friedman, Fed'in bankacılık sisteminin çöküşünü engellemesi ve para arzını sabitleştirmesi durumunda deflasyonun önlenebileceğini ve Büyük Buhran'ın asla gerçekleşmeyeceğini iddia etti. Monetaristler, bir durgunluğun depresyona girmesini önlemek için bankacılık sisteminin korunmasının çok önemli olduğunu iddia ediyorlar (McCulley, 2002).

Birçok monetarist yaklaşımını savunanlar piyasa ekonomilerinin para arzında beklenmedik büyük dalgalanmalar olmadığında doğal olarak istikrarlı olduğu eski fikrini yeniden gündeme getirdi. Serbest piyasa ekonomilerinin istikrarına dair bu inanç ayrıca aktif talep yönetiminin, özellikle de maliye politikasının gereksiz olduğunu ve aslında ekonomik olarak zararlı olacağını belirtti. Bu argümanın temeli, "teşvik edici" mali harcamalar ve gelecekteki faiz oranları arasında oluşan bir denge etrafında toplandı. Friedman'ın modeli, cari mali harcamaların, tüketim yaratmak için olduğu kadar faiz oranlarını artırarak ekonomi üzerinde de bir kayma yarattığını savundu. Monetaristlere göre, maliye politikasının toplam talep üzerinde gerçek bir etkisinin olmadığı, ancak sadece yatırım sektöründen tüketici sektörüne olan talebin kaydırıldığı gösterilmiştir (Heaney, 2003).

1.1.6. YENİ KALSİK İKTİSAT EKOLÜ

Yeni Klasik okul, Adam Smith, Alfred Marshall ve Keynes'in gelmeden önce var olan diğer “klasik” ekonomistlerin çalışmalarına dayanan okulun “yeni” sürümüdür. Çoğunlukla üç varsayım üzerine kuruludur. Birincisi, insanların maksimize etmesi: Haneler ekonomik refahlarını en üst düzeye çıkarmaya çalışır ve firmalar karı maksimize etmeye çalışır. İkincisi, Yeni Keynesçiler gibi, insanların

ileriye dönük olduklarına inanırlar. Üçüncüsü, Monetaristler gibi, piyasaların da değiştiğine inanıyorlar - fiyatlar değişiyor, böylece alıcılar ve satıcılar işlem yapabiliyorlar - ve ekonomi normalde potansiyel olarak çalışıyor (Blinder, 1987: 130).

Yeni Klasik iktisatçılar için, durgunlukların mutlaka tipik olarak Yeni Keynesyen'de olduğu kadar "kötü" olması gerekmez. Durgunluk (patlama) bunun yerine ekonominin sağlıklı şekilde yeniden dengelenmesi olarak görülür. Bilgi sınırlı olduğu için yanlış algılar kaçınılmazdır. Ancak daha fazla bilgi bulundukça, davranışlar hatalar düzeldikçe değişir. Yeni Klasik iktisatçılar, hükümetin ve Fed'in krize tepkisinin çok agresif olduğunu ve gelecekte daha fazla sorun yaratacağını savunuyorlardı. Kredi patlamasının, Fed'in krediyi çok uzun süre çok ucuz tutması nedeniyle kısmen desteklendiğini iddia ediyorlardı (firmalar ve hanehalkı, kredi ucuz olduğu için borç aladılar; faiz oranları düşüktü ve kredilerin elde edilmesi kolaydı). İnsanlar ileriye dönük olduklarından belirsizlik risk almayı engelliyor, bu da piyasaların iyileşmesini engellemektedir (Hoover, 1988).

Yeni Klasikler için belirsizlik, Fed' ve hükümetin TARP gibi pahalı ve kötü tanımlanmış programlarla ürettikleri şeydir. Piyasa bir şeyi doğru olarak değerleyemezse, yeteri kadar iyileşme kabiliyeti gecikir. Benzer şekilde, gelecekteki enflasyon ve refah konusundaki belirsizlik, hükümetin harcamasını teşvik eden teşvik faturasıyla da tanıtılmaktadır. Kişisel tasarruf oranındaki son artışın, yalnızca bugünkü borcun artması için ödemek zorunda kalacakları hanehalkının para biriktirdiği gerçeğini yansıtabileceği iddia edilmiştir. Monetaristler gibi, Yeni Klasik okul da piyasaların verimli bir şekilde işlemesi için para politikası ile ilgili net bir gündem gerektiğine karar verecek (Galbraith, 2014).

1.2. FİNANSAL İSTİKRAR TANIMLAMASI

1970'lerin başından beri; finansal istikrar her zaman finansal sistem yatırımcıları, alacaklılar, düzenleyiciler, denetçiler ve finansal ekonomistler için

büyük bir endişe kaynağı olmuştur. Ancak finansal istikrar, merkez bankaları tarafından fiyat istikrarı veya finansal ekonomik konuları gibi geniş çapta analiz edilen ve araştırılan bir konu değildir. 1994 Meksika ve 1997 Doğu Asya'da meydana gelen mali krizler sonucunda tekrar gündeme gelmiştir. En son 2008-2009 küresel finansal krizinden sonra finansal istikrar bir kez daha ve bu kez daha endişe verici bir biçimde dünya genelinde dikkat çekmiştir.

Finansal istikrar, karmaşık ve belirsiz bir kavramdır. Bu yüzden, finansal istikrarı tanımlamak ve ölçmek çok zordur. Bu zorluklara rağmen; birçok araştırmacı, finans uzmanı ve ekonomist finansal istikrarı tanımlamaya çalışmışlardır. Literatürde Borio ve Drehmann bir takım finansal istikrar tanımlamaları vardır. Finansal istikrarın çoğu tanımı üç faydalı unsurdan bahsetmektedir. Birincisi, bireysel kurumların aksine, finansal sisteme bir bütün olarak odaklanmaktadır. İkincisi, finansal sistemi izole olarak görmemektedirler. Ancak sonuçta ekonomik (refah) faydaları ve maliyetleri "reel ekonomi" açısından ölçmektedirler. Üçüncü olarak, daha somut ve gözlenebilir olan istikrarın bir karşılığı olan finansal istikrarsızlığa açıkça atıfta bulunmaktadırlar (Tiryaki, 2012). Aynı zamanda Borio, finansal ve makroekonomik istikrarın madalyonun iki yüzü gibi birbirini tamamladığını ifade etmektedir. Bu yüzden, finansal istikrarı yerine getirme vazifesi, sadece para politikasına bırakılması çok ciddi bir sorundur. Foot, tek ve kapsamlı bir finansal istikrar tanımının olmadığının ve bu tanımının türetilmesinin çok zor olduğunu belirtmektedir. Ancak, finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmayı, finansal piyasaların ve kurumların genelliği bağlamında tanımlayabilmektedir. Goodhart ise, finansal istikrarı tanımlamanın iyi bir yolu olmadığını belirtmektedir. Large ise finansal sisteme gösterilen itimadı finansal istikrar olarak tanımlamıştır (Varlık,2008: 22-23).

Ayrıca, finansal istikrarı belirleme yöntemleri ile ilgili geniş bir çalışma, finansal istikrarı tanımlarken dikkate alınması gereken beş temel ilkeyi belirleyen Schinasi tarafından yapılmıştır:

1) finansal istikrar, finansal sistemin altyapı, kurum ve pazarlar gibi farklı yönlerini içeren geniş bir kavramı temsil eder;

2) finansal istikrar yalnızca kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesini, risk yönetimini, tasarrufların mobilize edilmesini ve refah birikiminin kolaylaştırılmasını değil, aynı zamanda ödeme sisteminin yeterli şekilde işletilmesini de içermez;

3) finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmamasıyla değil, aynı zamanda sistemin dengesizlikleri ve bulaşıcılık fenomenini sınırlandırma kapasitesiyle de bağlantılıdır;

4) reel ekonomi üzerindeki potansiyel sonuçlara bağlı olarak finansal istikrara yaklaşılması;

5) Finansal istikrar, sürekli bir fenomen anlamına geldiğinde analiz edilebilir (Albulescu-Breznik-Dermol, 2016: 944).

Bununla birlikte, Tablo 1'de bazı bilim adamlarının finansal istikrar tanımlamaları verilmiştir.

Tablo 1.1. Finansal İstikrar Tanımları

Ekonomi Yazımı	Finansal İstikrar Tanımı
G-10	Finansal krizler meydana gelmeden önce finansal istikrarsızlık oluşturan sorunların çözüldüğü ve krizlere tepki gösterme kabiliyetinin sağlandığı durumlardır.
Foot **Caruana** **Kregel**	Varlık fiyatlarının stabilize olduğu ve parasal istikrarın oluştuğu durumdur.
Large	Finansal sisteme gösterilen itimadı finansal sistem olarak adlandırır.
Srejber	Bankaların parasal açıdan durumlarının iyi olmasıdır.

Cihak	İstikrarsızlık semptomlarının rastlanmadığı ekonomilerdir.
Capie ve Wood	Bankacılık bölümünün istikrarının yanı sıra varlık fiyatlarınında istikrarlı davrandığı durumlardır.
Hauben	Finansal istikrar kavramı, finansal krizlerin meydana gelmediği durumlar olarak gündeme gelmemelidir. Aynı zamanda finansal istikrarsızlık sonucu ortaya çıkabilecek riskleri önleme durumlarınıda kapsamalıdır.
Carare	Finansal yöntemin şoklarla karşılaşma riskinin minimum seviyede olmasıdır.

Kaynak: Tablo tarafımızca hazırlanmıştır.

2008'de meydana gelen küresel finansal kriz, son yüz yılın şok edici ekonomik felaketlerinden biri olmuştur. Gelişmiş ülkelerde bulunan çok sayıda banka, finansal sisteme ve reel ekonomiye onarılamaz bir hasar vermiştir. Merkez bankaları, herhangi bir krize dayanabilmeleri için bankaların iyi bir şekilde düzenlenmesi gerektiğini öğrenmiştir. Krizden sonra, tarihte benzeri görülmemiş güçlü düzenlemeler de dahil olmak üzere bankacılık sistemi için çok sayıda politika geliştirilmiştir. Krizden sonra, dünya genelindeki merkez bankaları, bankacılık sistemini istikrarlı tutmak için düzenleme ve denetim gibi önlemleri güçlendirmiştir. Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD)' ye bağlı çoğu merkez bankası, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da para politikasının temel amacı olarak eklemiştir. Finansal istikrar kavramı bankalar için önemli bir öncelik haline gelmiştir. Tablo 1.2'de OECD ülkelerine bağlı birkaç merkez bankasının finansal istikrar tanımı gösterilmiştir.

Tablo 1.2. Merkez Bankalarının Finansal İstikrar Tanımları

Merkez Bankaları	Finansal İstikrar Tanımları
Japonya Merkez Bankası	Finansal istikrar, finansal sistemin gerektiği gibi işlediği şirketler ve bireyler gibi katılımcıların sisteme güvendiği bir durumu ifade eder (Bank Of Japan,2019).
İspanya Merkez Bankası	Finansal istikrar, finansal sistemin sağlam işleyişini ve istikrarını sağlama işlevini yerine getirmektedir (Banco de Espane, 2019).
İngiltere Merkez Bankası	Finansal istikrar, hane halklarına ve işletmelere iyi ve kötü zamanlarda önemli hizmetler sağlayabilen bir sistemdir (Bank Of England, 2019).
Dünya Bankası	Finansal istikrar, finansal krizlerin sistem genelindeki bölümlerin yokluğuyla ilgilidir.(The World Bank,2019).
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası	Finansal istikrar, bir ekonominin finansal sistemdeki dengeleri bozabilecek beklenmeyen gelişmelere karşı dayanıklılığı olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2019)
Kanada Merkez Bankası	Kredileri ve para birimlerini ülkenin ekonomik hayatının yararına düzenlemek, ulusal para birliğinin dış değerini kontrol etmek, korumak ve istihdam düzeyindeki etki dalgalanmalarını azaltmaktır (Bank Of Canada, 2019).

Kaynak: Tablo tarafımızca hazırlanmıştır.

İstikrarlı bir finansal sistem, kaynakları etkin bir şekilde tahsis edebilir, finansal riskleri değerlendirip yönetebilir, istihdam seviyelerini ekonominin doğal oranına yakın tutabilir, parasal istikrar veya istihdam seviyelerini etkileyecek reel veya finansal varlıkların göreli fiyat hareketlerini ortadan kaldırabilmektedir. Kısacası finansal istikrar, finansal piyasalarda içsel olarak ortaya çıkan, öngörülemeyen olayların bir sonucu olarak görülen ve finansal dengesizlikleri yayan bir finansal sistemdir (Worldbank, 2016). Başka bir deyişle finansal istikrar, ortalama bir ailenin ve işletmelerin, bir ev ya da araba almak için ödünç para almaları, emeklilik ve eğitim amacıyla para biriktirmek için ihtiyaçlarını karşılayan bir finansal sistemdir (Federalreserve, 2019). Bazı ekonomistler finansal istikrarı tersten tanımlamayı seçmişlerdir. Bu yüzden finansal istikrar yerine finansal istikrarsızlığı tanımlamışlardır.

Hicks; finansal piyasaların daha verimli hale gelmesi, işlem maliyetlerinin azalması sonucu, spekülatif kurumsal yatırımcı davranışının finansal piyasa dengesini bozabileceğini ve finansal piyasaları istikrarsızlaştıracağını belirtmektedir. Hicks'in finansal piyasa istikrarsızlığı konusundaki görüşü, Minsky'nin "finansal istikrarsızlık hipotezi (FIH)" nin bir başlangıcıydı (Obata, 2011:2-3). Finansal istikrarsızlık kavramı, finansal istikrarın sürdürülebilmesi olarak adlandırılmaktadır. Minsky'e göre, finansal istikrarsızlık, varlık fiyatlarındaki ani değişikliklerin, mevcut üretim fiyatlarına göre gerçekleştiği bir süreçtir (Minsky, 1982:13). Minsky'e göre, finansal istikrarsızlık, finansal sistemin şoklarının bilgi akışını engellediği bir durumda, finansal sistemin fonları üretken yatırım fırsatlarına yönlendirme işlevini yerine getiremediği durumdur (Minsky,1999:6). Bu açıdan bakıldığında, finansal istikrarsızlık kavramını tanımlarken, Minsky'nin ikili fiyat sisteminden faydalandığı ve bilgi asimetrisini vurguladığı görülmektedir (Minsky, 1991:7). Finansal istikrarsızlık hususu ekonomi alanında ciddi bir konu olduğundan, finansal istikrarsızlığın sebeplerini ve sonuçlarını geçmişten günümüze açıklamak için pek çok kuramsal yaklaşım geliştirilmiştir (Darıcı,2012:52). Tablo 1.3' te finansal istikrarsızlığa ait kuramsal yaklaşımlar verilmiştir.

Tablo 1.3. Finansal İstikrarsızlığa Ait Kuramsal Yaklaşımlar

Yaklaşım	Öncüleri	Özellikleri
Klasik: Borç Yaklaşımı	Fisher	Mali krizler, finansal piyasalarda meydana gelen şoklara karşı verilen tepkilerdir. Kazançlı yatırımlara sebep olan dış olaylar, döngüsel yükselişi başlatmaktadır. Aşırı borçlanma problemi meydana gelmektedir.
Parasalcı Yaklaşım	Friedman ve Schwartz Cagan	Finansal krizler mali daralmaya sebep olan bankacılık şokları ile ifade edilmektedir. Enflastyonist hareketlilik istikrarsızlığı desteklemekte ve bankalara yönelik sosyal itimat öne sürülmektedir.
Belirsizlik Yaklaşımı	Knight Meltzer Shafer Benink	Belirsizlik, nesnel olasılıklara basitçe indirgenemeyen hadiselere bağlıdır. Gelecek hiçbir zaman tam anlamıyla bilinmez. Bireyler öteki bireylerin hareketlerine dikkat ederler. Toplumsal hata finansal kriz anlamına gelmektedir. İstikrarsız makroekonomik yöntemlerden kaçınılmalıdır, denetim otoritelerinin ve piyasaların aracılar üzerindeki etkisi artırılmalıdır.
Yeni Keynesyen Yaklaşım: Asimetrik Bilgi	Stiglitz ve Weiss Mishkin Mankiw	Bilgi asimetrisinin yol açtığı ters seçim ve ahlaki tehlike durumları gözlenmektedir. Faiz oranlarındaki belirsizliklerin artması, bu problemleri ağırlaştırmaktadır.

Post Keynesyen Yaklaşım: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	Minsky Kindleberger Kaufman	Finansal krizler iş döngülerinin dönüm noktasında görülmektedir. Merkez bankasının son ödeme fonksiyonunun etkin kullanımı, etkin maliye politikası, otomatik kararlılık sağlayıcılar teklif edilmektedir.
Yeni Klasik Yaklaşım: Rasyonel Beklentiler	Muth Flood ve Garber Krugman Blanchard ve Watson Obstfeld	Bu yaklaşımda sosyal delilik rasyonel spekülatif balonlar, banka saldırıları, fiyat dengeleme programlarına spekülatif saldırılar, panik ise gerçek anlamda ifade edilmeyen sürü hareketi olarak adlandırılmaktadır.

Kaynak: Yamak, Korkmaz,2015:53

Minsky, finansal istikrarsızlığı riskten korunma amaçlı, spekülatif ve ponzi finansmanını ekonomik birimler için farklı gelir-borç ilişkileri olarak tanımlamaktadır. Riskten korunma finansmanı hâkim olursa, o zaman ekonominin denge arayan ve içeren bir sistem olabileceğini iddia etmektedir: tersine, spekülatif ve ponzi finansmanının ağırlığı arttıkça, ekonominin "sapma artırıcı" bir sistem olma olasılığı da artmaktadır. Bu nedenle FIH, uzun süreli refah dönemlerinde, kapitalist ekonomilerin hedge finansmanı hakim bir finansal yapıdan (istikrarlı) artan oranda spekülatif ve ponzi finansmanı (kararsız) vurgulayan bir yapıya geçme eğiliminde olduğunu ileri sürmektedir. Kısacası FIH, değişen şiddette iş çevrimleri üretmek için dışsal şoklara dayanamayan kapitalist bir ekonomi modelidir (Minsky,1992:74).

1.3. FİNANSAL İSTİKRAR BİLEŞENLERİ

Ekonomik sürdürülebilirlik; finansal, endüstriyel, teknik, ticari, Organizasyon el, yenilikçi ve sosyal sürdürülebilirlik bileşenleri ile ayırt edilebilir. Finansal istikrar,

işletmenin etkin bir şekilde kullanımıyla kesintisiz üretim ve ürün satışı, üretimin genişletilmesi ve maliyetlerinin sağlanması için etkin kullanabildiği mali kaynak durumunu tanımlamaktadır. Ticari istikrar, faaliyet düzeyi, ekonomik ilişkilerin güvenilirliği, şirketin rekabet potansiyeli ve satış pazarındaki payı ile belirlenmektedir. Örgütsel sürdürülebilirlik, iç organizasyon yapısının istikrarını öngörmektedir. Yenilikçi sürdürülebilirlik yeni teknolojiler ve üretim yöntemleri sunma, yeni iş ve hizmet türleri gerçekleştirme ve sunma özelliğini karakterize etmektedir. Sosyal sürdürülebilirlik, sosyal refahın büyümesini ve sosyal güvenlik seviyesini teşvik ederek sosyal süreçlere katılmasını gerektirmektedir (Mackenzie, 2014).

Finansal istikrarın en önemli bileşenleri ödeme gücü, varlıkların likidite derecesi, kredibilitesidir. Gelişmiş piyasa ekonomisine sahip ülkelerde (birleşme ve satın almalar, organizasyonel ve yönetsel yapılardaki değişiklikler, yeni pazarlara girme vb.) sürdürülebilir ekonomik gelişme kavramı yeni bir anlam kazanmaktadır: değişen bir çevreye uyum sağlama başarısı değil, bu çevrenin kendisinin aktif oluşumu ve buna yeni tepki ilkelerinin inşası.

Finansal istikrar göstergeleri aşağıdaki amaçlar için kullanılmaktadır:

1) şok durumunda finans sektörünün kırılganlığını değerlendirmek;

2) finansal olmayan sektörlerin durumunu değerlendirmek;

3) kredi riski, likidite riski ve piyasa riski nedeniyle finansal sektördeki kırılganlıkları izlemek;

4) finansal sektörün, örneğin sermaye yeterliliği göstergelerinin belirlediği zararları karşılama yeteneğini değerlendirmek.

Makroekonomik koşullar, borcun ekonomik olarak kabul edilebilirliği ve finansal sektörün aracılık potansiyelinin azaltılması üzerindeki etki hakkında fikir sahibi olmak için makro-finansal ilişkilerin analizi. Şokların makroekonomik durum dinamikleri ve borç sürdürülebilirliği üzerindeki etkilerini değerlendirmek için makroekonomik koşulların gözlenmesi (Reinhart, 2002).

1.4. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖNEMİ VE UNSURLARI

Ülkelerin finansal sistemi karmaşık bir yapıya sahiptir ve birçok işlevi yerine getirmektedir. Çok sayıda finansal, kredi kuruluşunu, sigorta şirketini, menkul kıymetler piyasasında işlem yapan yatırım fonlarını, para piyasasını ve finansal piyasayı bir araya getirmektedir. Her yıl yüzlerce milyar para birimi finansal sistemde işlem görmekte olup, bunların özü, fonları biriktirenlerden etkili bir şekilde kullananlara aktarmaktır. Finansal sistem hem ulusal hem de özel birçok görevle karşı karşıya gelmektedir.

Finansal sorunların çözümlerinin en önemli koşulu finansal sistemin istikrarlı bir biçimde sürdürülmesidir. Böylece finansal istikrarın ekonomideki kriz koşullarını önleme önemi artmaktadır. 1990'larda dünya ekonomisi Güneydoğu Asya, Meksika, Brezilyada olan bir dizi finansal şokları yaşamaktadır. Bu da çoğu ülkenin ekonomisinin gelişimini önemli ölçüde etkilemektedir. Bu olaylar, özellikle krizin yaklaşımını öngören göstergelerin belirlenmesi açısından, kriz olaylarının başlaması ve gelişmesi sürecindeki ilginin artmasına neden olmaktadır. Makroekonomik göstergelerin istikrarını ve siyasi ve ekonomik duruma, parasal ilişkilerde katılımcıların yasal korunmasına, banka lisanslarının kullanılmasını içeren ihtiyati düzenlemelere, banka lisanslarının iptali işlemlerine, bankaların tasfiyelerine ve finansal risk yönetimi programlarına dayanarak, ülkenin bankacılık sisteminin istikrarı için en önemli koşul finansal istikrardır (Minsky, 1992: 10).

Finansal istikrarın sağlanması, birçok ülkenin ekonomik politikalarının öncelikli görevlerinden biridir. Nedeni finansal istikrarın, ekonomik kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesine ve risk dağılımına katkıda bulunmasından, ekonomik aktiviteyi teşvik etmesinden ve ülkedeki refahı arttırmasından kaynaklanmaktadır. Finansal istikrarın analizi, modern bilimde nispeten genç bir alandır. Literatürde finansal istikrar üç düzeyde ele alınmaktadır: mikro seviye, ulusal ve uluslararası düzeyler ve bu seviyeler arasında yakın ilişki vardır. Mikro düzeyde finansal istikrar, yani bireysel organizasyonlar düzeyinde, ulusal düzeyde finansal istikrarın oluşmasına katkıda bulunur, bununla birlikte, ulusal düzeyde

finansal istikrarın, yani bireysel ülkeler düzeyinde finansal istikrarın uluslararası düzeyde korunmasına yardımcı olmaktadır (Schinasi, 2004).

Finansal istikrar göstergeleri istatistiklerine duyulan ihtiyacın tanınması, uluslararası toplumda 1990'ların mali krizleri nedeniyle ortaya çıkmıştır. Son 20 yılın gözden geçirilmesi, çoğu IMF üye devletinin ekonomik faaliyetlerde sık-sık ciddi aksaklıklara yol açan finansal krizlerden kurtulduğunu göstermektedir. Hem doğrudan (özellikle mevduatlı kurumların yeniden sermayelendirme maliyetleri) hem de dolaylı (örneğin, reel sektörde ekonomik faaliyetlerde düşüş) olan bu krizlerden kaynaklanan önemli hasar bir dizi istatistiksel veri hazırlama ihtiyacını vurgulamıştır.

Deneyimler, bireysel ekonomik varlık açısından uygun görünebilecek önlemlerin veya politikaların istenmeyen sistemik sonuçlara yol açabileceğini göstermiştir. Örneğin, finansal piyasalardaki duruma bağlı olarak algılanan daha yüksek bir risk koşullarında veya düşük kar nedeniyle bireysel yeterlilik kurumlarında sermaye yeterliliği oranlarında bir düşüş olması durumunda kredi koşullarını sıkılaştırır. Bu, ekonomik faaliyete uzun süre engel teşkil edebilir veya finansal piyasadaki gerilimler için koşullar yaratabilir ve daha düşük varlık fiyatlarında riski artırabilir (Borio, 2003).

Finansal istikrar göstergeleri ve ilgili verilerin analizi için bir finansal istikrar değerlendirme sisteminin geliştirilmesi hala gelişmenin nispeten erken bir aşamasındadır ve verilerin yaygınlaştırılması daha fazla deneysel araştırmayı kolaylaştıracaktır. Bu amaç için kullanılabilecek araçlar arasında erken uyarı sistemlerinin modellerinde kullanılan göstergelerdir. Göstergeler genellikle ülkeye özgü verilere, küresel ekonomideki durumun dinamikleri ve politik risk bilgilerine dayanmaktadır (IMF, 2007).

Finansal sistemin unsurlarına dayanarak finansal istikrar faktörleri belirlenmektedir. Finansal sistem yapısal unsurların bir kombinasyonu olarak yorumlanabilir: devlet ve belediye, hane halkı, ticari kuruluşların, finansal aracı kuruluşları, kar amacı gütmeyen kuruluşların, finansal piyasaların, altyapı ve emlak piyasasının finansmanları. Ancak finansal kaynakların, ekonomik kaynakların tahsisi, risklerin ve ödemelerin dağıtılması gibi temel işlevlerin uygulanması,

finansal aracılar, finansal piyasalar ve altyapı bileşeni gibi daha önce sıralanan unsurlardan sadece üçü tarafından gerçekleştirilir. Buna göre, finansal sistemin bileşimi belirtilen üç unsurla sınırlanmaktadır (Schinasi, 2005: 311).

Kalan unsurlar finansal sisteme dahil edilmese de, finansal aracıların, piyasaların ve altyapının mali kaynakları ile yakından bağlantılı oldukları için finansal istikrarın analizinde göz ardı edilemezler. Bu bağlamda iki finansal istikrar faktörü grubu tanımlanmaktadır: iç ve dış faktörler. İç faktörler arasında finansal sistem kaynaklı faktörler, yani bankacılık ve finansal sektörün, finansal piyasaların istikrarı ve altyapının kalitesi yer almaktadır. Dış faktörler grubu, finansal sistemin unsurları ile doğrudan ilişki içinde iken finansal sistemin dışında oluşan faktörleri içererek finansal istikrar üzerinde önemli etkiye sahip olabilmektedir. Dış faktörler şunlardır: kamu maliyesinin istikrarı, kurumsal sektörün istikrarı, hane halkının finansmanının istikrarı ve emlak piyasasının istikrarı (Chant, 2003: 14).

Finansal piyasa, ekonomik varlıkların belirli davranış kurallarına uygun olarak finansal talepleri alıp satabileceği bir pazardır. Taleplerinin niteliğine bağlı olarak, aşağıdaki finansal piyasa türleri ayırt edilmektedir: para piyasaları, tahvil piyasaları, hisse senedi piyasaları, türev piyasaları, emtia piyasaları ve döviz piyasası. Bankalar gibi finansal piyasalar, ekonominin geri kalanı için borç alınan fonların kaynağı olarak görev yapmaktadırlar. Özellikle para piyasası, kamu kurumları ve şirketler için kısa vadeli likidite kaynağı olarak hizmet etmektedir. İyi işleyen para piyasası, ekonomik kuruluşların likiditesini etkin bir şekilde yönetmelerine izin vererek, artı fonların yatırımlarını kolaylaştırmaktadır (IMF, 2006).

Finansal istikrarı değerlendirmek için kullanılan sistem şokun etkisinin finansal sistem üzerinden nasıl iletilebileceğini göstermektedir, ancak sebep-sonuç ilişkilerinin odağı kesin olarak belirlenmemiştir. Örneğin, bankaların sermaye yeterliliği oranlarındaki bozulma, finansal olmayan sektörün durumunu etkileyecek kredi standartlarının sıkılaştırılmasına yol açabilir; ve finansal olmayan şirketler sektöründe borç servis yeteneklerini azaltan verimlilik ve gelirdeki düşüş, finansal sistemi savunmasız bırakabilir.

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, bankacılık sektörünün istikrarını ve bankacılığın sistematik risklerini değerlendiren makro ihtiyati göstergelerdir. Finansal istikrar göstergelerinin uygulanmasının amacı, genel olarak bankacılık sektörünün istikrarını ve en önemli banka gruplarını tehdit eden riskleri belirlemektir. Finansal istikrar göstergelerinin listesi 2 bölüme ayrılmıştır. İlk kısım - finansal istikrarın temel göstergeleri (core set of FSI) finansal sektörün analizi için gereken minimum miktarı sağlar ve sadece banka hesap özetlerine göre hesaplanır. Sermaye yeterliliği göstergeleri, bankacılık şirketlerinin varlık kalitesi, rekabet gücü ve karlılık özellikleri, likidite göstergeleri, piyasa riskine duyarlılık göstergeleri içerir. Ek finansal istikrar göstergeleri (encouraged set of FSI) sadece bankaların değil, aynı zamanda finansal piyasadaki diğer varlıkların raporlarından da hesaplanmaktadır (Slack, 2003).

1.5.FİNANSAL İSTİKRARI TEHDİT EDEN RİSKLER

Finansal piyasaların artan karmaşıklığı, yalnızca henüz tam olarak keşfedilmemiş yeni araçların getirilmesi ve teknik ilerleme ve küreselleşme süreçleri ve kredilerin menkul kıymetlere dönüştürülmesi ile ilgilidir, aşağıdaki dört geniş alanda yeni karmaşık sorunların çözülmesini gerektirmektedir: şeffaflık ve bilgi açıklaması, pazar dinamikleri, ahlaki ve sistemik risk.

Şeffaflıkta azalma. Örneğin, Çinli şirketin hisse satın alan ve ardından nakit akışlarını, yatırım maliyet kazanımlarını ve karşı taraf temerrüt riskini paylaşan ve ilgili pozisyonları farklı ülkelerdeki yatırımcılara satarak Hong Kong'daki yatırım banka. Bu tür operasyon, fon sağlama, yatırım yapma ve risk aktarma olanaklarını genişletir. Ancak, bu işlemlerin önemli bir kısmı bilançolara yansıtılmadığından yatırımcılar ve bankacılık denetçileri ilgili bilgi alamamaktadır (Hu, 1997).

Pazar dinamikleri. Finansmanın küreselleşmesi ve bankalar yerine menkul kıymetler piyasası firmalarının artan kullanımı, pazar dinamiklerini önemli ölçüde değiştirmektedir. İşlem maliyetleri minimuma indirilerek, çok kısa sürede büyük miktarda işlem gerçekleştirmektedir. Sürü davranışı adı altında gerçekleşen

sürdürülebilir toplu alım veya satım işlemleri, fiyat artışlarını tetiklemektedir. Sürü davranışları dengesiz bir pazarda ortaya çıkan sorunların sürdürülebilir pazarlara aktarılacağına da yol açmaktadır (Lane, 2002).

Ahlaki risk. Piyasa dinamikleri ile ilgili olan yeni belirsizlikler, özel piyasa katılımcılarının ticari faaliyetlerini, net gelirlerini ve bilançolarını keskin fiyat dalgalanmalarından ve piyasa likiditesindeki değişikliklerden korumak için önlem için harekete geçmek gerekmektedir. Bununla birlikte, en büyük pazar katılımcılarının bazıları, ulusal ve uluslararası ödeme sistemlerinin önemli unsurudur ve çöküşleri tüm finansal sistem için yıkıcı sonuçlar doğurabilir. Bu riski önlemek için, politika yapıcılar mevduat sahipleri, finansal kurumlar ve piyasalar (devlet tarafından likidite düzenleyen) için finansal koruma sistemleri yaratırlar. Kamu sektörünün krizi önlemek için önlemler almaları, piyasa disiplinini baltalamakta ve ahlaki tehlike yaratmaktadır (Mauro,1997).

Sistemik risk, bankacılık sektöründen sermaye piyasaları ve türev finansal araçlara kaymıştır. Düzenleyiciler ve düzenlenmiş kurumlar arasındaki teknoloji ve bilgi tabanındaki genişleme boşluğu göz önüne alındığında denetim otoritelerinin tanımlaması daha zor olabilir. Teknolojik gelişmeler, özel girişimcilik alanındaki teşvikler ve finansal hizmet sunumunda artan rekabet, özel finans firmalarının denetimsel ve düzenleyici otoritelerin bunlara verebileceğinden çok daha hızlı bir şekilde yapısal değişikliklere uyum sağlamasına neden olmaktadır (Dziobek, 1998).

Risk ve kırılganlık faktörleri içsel olabilir, yani finansal sistem kaynaklı ve dışsal - örneğin, reel ekonomiden gelir. Farklı risk türleri, farklı politikalar gerektirir. İçsel dengesizliklerin büyüklüğü ve olasılığı, genellikle finansal otoriteler tarafından düzenleme, denetleme veya kriz yönetimi yöntemleriyle ayarlanabilir. Aksine, dış ihlallerin kontrol edilmesi daha zordur ve makroekonomik politikalardan etkilenebilir. Dışsal risk durumunda, politika önlemleri temel olarak yalnızca finansal sistem üzerindeki etkiyi, örneğin sistemin şoklarla başa çıkma kabiliyetini ve hayati bilgileri korumak için yedekleme mekanizmalarını birleştirerek sınırlayabilir (Berg, 2000).

İçsel riskler, finansal sistemin aşağıdaki üç unsurundan birinde ortaya çıkabilir: kurumlar, piyasalar ve altyapı.

1. Bir finans kurumunda sorunlar ortaya çıkabilir ve sonra finansal sistemin diğer bölümlerine yayılırlar veya aynı risklere maruz kaldıkları için birkaç kurumda aynı anda başlayabilirler.

2. Piyasalar, karşı taraflar tarafından temerrüde düşme, varlık fiyatlarındaki tutarsızlıklar, katılımcıların pazarlardan toplu çekilmesi ve zincirleme reaksiyonlar gibi risklere maruz kalmaktadır.

3. Finansal kurumlarda ortaya çıkan sorunlar (örneğin, başarısız operasyonlar, varlıkların yoğunlaşması ve domino etkisi ile ilişkili riskler nedeniyle) finansal altyapıda, örneğin, finansal sonuçlar için daha derinde sonuçlanacak takas ve ödeme sisteminde sorunlara neden olabilir. Örneğin hukuk sistemi veya muhasebe sistemi gibi altyapının zayıflığı işletmelerin iflasına neden olabilir (Quintin, 2004).

Dış riskler finansal sistemin dışında ortaya çıkan sorunlara neden olmaktadır. Finansal istikrar, doğal afetler, ülkenin ticaret koşullarındaki değişiklikler, siyasi olaylar, petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar, teknolojik yenilikler, pazardaki keskin değişiklikler ve komşu bir ülkenin devlet borcundaki temerrüdü gibi dış şoklara karşı hassastır. Büyük bir şirketin iflası gibi makroekonomik olaylar, piyasa güvenini baltalayabilir ve tüm finansal sistemi etkileyen dengesizlikler yaratabilir.

1.6 FİNANSAL İSTİKRARIN MAKRO GÖSTERİMİ VE FİNANSAL İSTİKRAR ENDEKSİNİN OLUŞTURULMASI

Makro ihtiyatlı göstergeler yararlı olsalar da çoğunlukla sektöre özgüdür ve bu nedenle finansal istikrar meta kavramını ölçmezler. Finansal stres ölçütleri genellikle sistemin tek bölümü ile de ilgilidir. Örneğin, ekonomik, piyasa ve bankacılık sektörü değişkenleri bazında bankacılık krizi öngören erken uyarı göstergeleri (EWI-Early Warning Indicators) bulunmaktadır. Finansal istikrar için bir bilgi değişkeni için bir çıkış noktası olarak, para politikası için karşılaştırılabilir işlev gören Parasal Koşullar

Endeksi (MCI-Monetary Conditions Index) ve Finansal Koşullar Endeksi (FCI-Financial Conditions Index) ile faydalanmaktadır (Illing, 2003).

FCI'lar, finansal sektörün ekonomi üzerindeki etkisine dayandığından, finansal istikrar endeksi için yararlı bir çıkış noktasıdır. Güçlü bir pozitif/negatif etki, etkin talebe göre yeterli/sıkı finansman arzı gösterebilir ve bu da fazla veya az üretime neden olabilir. Borç verenin kararlarını belirleyen dengesiz varlık fiyatı seviyesi, böylesine verimsiz fon tahsisi olmaktadır. Finansal sektörün ekonomi üzerindeki aşırı olumsuz etkisi genellikle finansal stres ile ilgilidir. FCI'lar (iş döngüsünün finansal değişkenler tarafından açıklandığı yer) ve EWI'ler (finansal strese işaret eden) diğer tüm bileşenleri tamamlamaktadır. FCI'ların avantajı, endeksin kompozisyonu için,yapılması zor olan stres değerlendirmesi yapmak şart değildir. Ancak, FCI'lerin stres göstergesi olarak sınırlamaları vardır, çünkü şokların doğrusal ve simetrik beslendiğini varsaymaktadırlar. Stres durumlarında durum böyle olmayabilir. Ayrıca, FCI'lar öncelikli olarak aktadrım sürecini özetleyen ve EWI'ler gibi tahmin etmeyen bilgi değişkenleridir (Hanschel, 2005).

Genellikle, FCI'ler (belirli EWI'lerin aksine) finansal kurumlar hakkında bilgi içermez. Kurumların konumu, parasal aktarımda, özellikle de piyasadaki kusurları hesaba katan kredi görünümünde rol oynamaktadır (Kakes, 1999). Eksik piyasalarda, parasal aktarım kısmen borç alanların ve borç verenlerin konumuna bağlıdır. Örneğin, banka borç verme kanalında, bankaların bilanço pozisyonu, faiz oran düzeltmelerinin ekonomiye nasıl beslendiğini etkiler. Yetersiz likidite veya sermaye tamponları olan bankalar artan faiz oranlarına nispeten daha güçlü tepki gösterdiğinden - borç vermelerini azaltarak - parasal aktarım yoğunlaşmaktadır (Peek, 1995). Bu şekilde, bankaların bilanço pozisyonu ekonomiyi etkiler. Aynı durum, olası ekonomik etkileriyle birlikte katkı paylarını veya fayda koşullarını ayarlayarak borç ödeme durumlarını yönlendiren emeklilik fonları ve sigorta şirketleri için de geçerlidir. Finansal kurumların borç ödeme oranı ekonomik ve finansal döngüye bağlı olduğundan, finansal kuruluşlar genellikle döngüsel olarak tepki göstermektedir.

Finansal kurumların bilanço pozisyonu böylece finansal aracılık bozan sürtünmelere neden olabilir. Makroekonomik etkileri ölçmek için bazı genel denge modelleri finansal kurumların pozisyonunu içermektedir (İngiltere Merkez Bankası, 2004). Bu bakış açısı, örneğin finansal kurumların değişkenlerini de dahil ederek finansal istikrar endeksine de yansıtılmaktadır. Finansal kurumların pozisyonunu içeren FCI, hisse senedi, konut, tahvil ve döviz piyasalarındaki değişkenlere ek olarak, neredeyse tüm finansal sistemi kapsayacaktır. Bu, finansal istikrar için bilgi değişkeni olarak kullanışlılığını arttırmaktadır. Ana hedef MCI ve FCI'da yer alan değişkenlerin para politikasından ve finansal istikrarı hedefleyen politikadan Finansal İstikrar Koşulları Endeksindeki (kurumların finansal durumu dahil) değişkenlerinden etkilenebileceğidir (DNB, 2006: 7).

Örneğin, Hollanda için FCI, Finansal İstikrar Koşulları Endeksi (FSCI) oluşturmak için bankalar, emeklilik fonları ve sigortacılar hakkında verilerle genişletilmiştir:

$$FSCI_t = w_1 rr_t + w_2 reer_t + w_3 hp_t + w_4 sp_t + w_5 solv_t + w_6 vol_t$$

$solv_t$- borç çözme tamponu olup, vol_t - hisse senedi fiyatı endeksinin oynaklığıdır (değişimler açısından veya trendden sapmalar açısından değişkenlerle). Finansal kurumların değişkenlerinin seçimi, bilanço verilerini ve piyasa bilgilerini birleştiren bankalar için EWI'lere dayanmaktadır. Bilanço değişkeni olarak, kurumların borçluluğu, banka borç verme kanalının finansal aracılık (verimlilik) üzerindeki etkisini ve şokları absorbe etmeye yönelik tampon kapasitesini (şok direnci) yansıtarak dahil edilmiştir. Şoklar sadece finansal kurumlar tarafından değil, şirketler ve hane halkı tarafından da emilmektedir. Bu soğurma kapasitesi dolaylı olarak FSCI'ya yansır, çünkü işletmeler ve hane halklarının uğradığı varlık kayıpları kurumların bilançolarına zarar verebilir. Bilanço verilerinin yanı sıra, piyasa verileri kurumlar tarafından yönetilen riskler hakkında ek bilgi içerir ve stres göstergesinin baş karakterine katkıda bulunur (Gropp et al, 2002).

FSCI, her ikisi de finansal kurumlar hakkında aynı bilgileri içeren sistem genelinde finansal istikrar önlemleri olduğu için Makrofinansal Risk modeli

temelinde geliştirilen göstergeye karşılık gelmektedir. Merton opsiyon modeline dayanan Mf Risk önlemine ve dolayısıyla finansal sektörlerin temerrüt riskine kıyasla, FSCI daha geniş bir kapsamı vardır. Hem finansal piyasaları hem de kurumları kapsayan sistemdeki finansal koşullara dayanmaktadır. FSCI, finansal sistemin istikrarının gelişimini açıklar ve özünde bir bilgi değişkenidir. Varlık fiyatları ve dolayısıyla olası finansal dengesizlikler dikkate alınarak, gelecekteki finansal istikrar hakkında bilgi içermekle birlikte, istikrarın öngörülmesi amaçlanmamıştır (Van den End, 2005).

İKİNCİ BÖLÜM

2. FAİZ KORİDORU

2.1. FAİZ KORİDORUNUN ORTAYA ÇIKIŞI SÜRESİ

Bankaların ve diğer finans aracılarının bir bütün olarak ekonomi ile olan faaliyetlerinde kullandıkları faiz oranları, para piyasasında kısa vadeli faiz oranlarını hedeflemek ve dolayısı ile hem uzun vadeli para piyasası oranlarını hem de dolaylı olarak etkilemek için faiz oranı kaldıracını kullanmaktadır. Para politikasını uygularken, merkez bankaları nihayetinde, yalnızca para piyasasını doğrudan etkileyebilecekleri gibi, temel olarak bir likidite politikasına veya bir faiz oranı politikasına odaklanmaktadır. Para politikasını yürütürken değerlendirebilecekleri göstergeler (kıyaslamalar) olarak, bankaların toplam likiditesini veya para piyasası oranını kullanmaktadır (Kwon, 1986: 75).

Bankacılık sektörüne nakit akışı bütçe ve para birimi kanalları üzerinden de mümkündür. İlk durumda, örneğin Rezerv Fonu kullanılarak devlet bütçe açığını finanse ederken mali ve ekonomik kriz bağlamında, para arzında bir artış mümkündür; Ayrıca, federal bütçeden geçici olarak ücretsiz fonları kredi kuruluşlarının depozitolarına koyarak bankalara ek likidite sağlanabilir. İkinci durumda, döviz müdahalelerinin yapılması (iç piyasada döviz alımı), bankacılık sektöründe likidite artışına ve para arzında artışa yol açmaktadır. Diğer ekonomik koşullarda, bütçe ve para birimi kanalları ters yönde hareket edebilir. Bu nedenle, uygun bir ortamda, devlet bütçesinin ek gelirleri, para arzının büyümesini sınırlayacak olan Rezerv Fonuna yönlendirilebilir (Kashyap, 1995: 195).

"Koridor" sistemi, merkez bankası para piyasasında (çoğunluk) günlük toptan satış işlemlerinin üst ve alt sınırlarını belirlediğinde ve günlük vade ile kalıcı kredi ve mevduat mekanizmaları oluştururken kullanılır. Çoğu durumda, beyan edilen politika oranına göre simetrik bir sınır ile belirlenirler. Ancak (en azından kriz öncesi), kısa vadeli piyasa fiyatlarının politika hedefine uygun olarak ve koridorun ortasında açık

piyasa operasyonları kullanılarak çok daha dar bir koridora gönderilmesi bekleniyordu.

Çoğu ülke merkez bankası, faiz politikası sayesinde ekonomideki toplam para miktarını etkilediğinde, daha modern ve farklı yaklaşıma geçmeye çalışıyor. Ayrıca, enflasyonla net bir şekilde bağlantılı oldukları kantitatif göstergeler ön planda değildir. Faiz oranı politikasını sürdüren merkez bankası, genel enflasyon oranındaki olası bir değişikliği tahmin etmek için piyasalarda ortaya çıkan arz ve talep tahminlerini verir.

Önde gelen merkez bankaları bankalar arası para piyasasında faiz oranlarını yönetmeye vurgu yaparak para politikası uygulamaktadır. Kısa vadeli faiz oranı yönetimi, ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere'de para politikasının temelidir. Merkez bankaları para piyasası oranlarında düşük dalgalanmayı sürdürmek için çaba harcamaktadır, sadece günlük olarak değil, sık-sık çalışma günü boyunca. Bankalar arası piyasayı dengelemek için bir dizi ülke "faiz koridoru sistemi" getirdi.

2.2. FAİZ KORİDORUNUN TANIMI, İŞLEYİŞİ VE ÖZELLİKLERİ

Bankalar arası piyasayı dengelemek için birkaç ülkenin merkez bankaları "faiz koridoru sistemi" veya "kanal sistemini" tanıtmaktadır. Minimum ve maksimum kısa vadeli oranlar üzerindeki bir kısıtlamayı temsil etmektedir. Merkez Bankası, bir yandan ticari bankalara, bankalar arası pazarın mevcut oranından daha yüksek bir faiz oranından (genellikle finansal varlıklar ile teminatlandırılmış) sınırsız miktarda likidite sağlamaya hazırdır. Bu nedenle, para otoriteleri piyasa limitinin "tavanı" olan maksimum limiti belirlemektedir.

Diğer taraftan, ticari bankalardan mevduat kabul eden merkez bankası, bankalar arası piyasa oranından daha düşük bir fiyatla sınırsız miktarda likidite çekmeye hazırdır. Bu nedenle, para otoriteleri bankalar arası faiz oranının "katı" olan minimum eşiği korur. Faiz koridoru, piyasadaki dalgalanmaları hedeflenen seviyenin

veya istenen seviyenin günlük olarak koruyacağı şekilde ayarlanmaktadır. Minimum ve maksimum limitler mutlaka kredi ve mevduat işlemleri ile desteklenmemektedir. Merkez Bankası, REPO veya SWAP işlemleri gibi parasal sürekli işlem araçlarının sayısından diğer faaliyetlerin de yardımıyla faiz koridoru sağlayabilmektedir. Faiz koridorunu kullanarak, merkez bankalarının para politikasını sıkılaştırmak veya genişletmek için iki seçeneği vardır. İlk olarak, koridoru değiştirmeden yukarı veya aşağı hareket yapmaktadır. İkincisi, koridor sınırları simetrik olarak veya sınırlarından birinin hareket ettirilmesiyle değiştirebilmektedir. Avrupa Merkez Bankası da dahil olmak üzere merkez bankalarının büyük çoğunluğu ilk manevraya başvurmaktadır. İkinci manevra şu ana kadar araştırma ve bilimsel literatürde ele alınmıştır (Berentsen, 2007: 24).

Gelişmiş ülkeler arasında faiz koridorları sistemi Avustralya, Kanada, İzlanda, İsveç, Norveç, Yeni Zelanda ve Euro bölgesinde faaliyet göstermektedir (AB'ye girmeden önce, Almanya, Fransa ve İtalya'da işletilen faiz koridoru). Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ve geçiş sürecinde olan ekonomiler 2007 sonu itibariyle bile faiz koridorunu desteklemektedir: Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Slovakya, Hindistan, Brezilya, Mısır, Katar, Tayland, Sri Lanka, Nijerya.

2000'li yılların ilk yarısında gelişmiş ülkelerin deneyimi faiz koridorunun para piyasasını yönetmek için etkili bir araç olduğunu göstermektedir. Bu uygulama günlük olarak piyasa oranını hedef seviyeye yakın tutmaya izin verdi. Örneğin, koridor sisteminin yürürlüğe girmesinden önce, Mısır'daki bankalar arası piyasa oranları aralığı %3 - %12 idi. Mısır Merkez Bankası 2005 yılında %2'lik oranla genişleme ile koridor sistemini uygulamaya koyduktan sonra, dalgalanmalar %8 - %10 ortalama piyasa oranı düşmüştür. Faiz koridoru geliştikçe genişliği daralır. Örneğin, 1999'da %5.5'lik genişlemeye başlayan İzlanda Merkez Bankası, faiz oranlarındaki artışa rağmen, koridorun genişliğini 2007'de %2.5'e çıkardı (Werner, 2014: 77).

Görüldüğü gibi belirgin avantajlara rağmen, faiz koridorunun iki önemli dezavantajı vardır. İlk olarak, merkez bankası bankacılık sistemindeki likiditeyi doğru bir şekilde tahmin edebilmelidir. Koridor sisteminde merkez bankası ile

hesaplarda nakit bakiyelerinde bankalar arası ticaret vardır. Bankalar arası işlemlerdeki yerleşim yerlerinin çoğu bir gecede yapılan işlemlere bağlıdır. Merkez bankası toplam kısa vadeli likidite arzını yönetebilmektedir. Açık piyasada sabit bir oranda işlem yaparak, faiz oranını veya bunların hacmini ayarlayarak borç alınan kaynakların fiyatını kontrol edebilir. Likiditeyi başarılı bir şekilde yönetmek için yetkililerin, borç alınan kaynakların hem talebini hem de arzını göz önüne alarak, merkez bankası ile hesap bakiyelerindeki değişiklikleri tahmin etmesi gerekir. Merkez bankası, yaklaşmakta olan likidite değişimini hatalı tahmin ederse, koridor sınırlarını yanlış sabitleyecektir ve net borç alanın veya net borç verenin fazlalık pozisyonunu alacaktır. Devlet bütçesi işlemleri, nakit talebindeki değişiklikler vb. nedeniyle hesap bakiyelerinin öngörülemeyen dinamikleri içinde zorluklar olacaktır. Bankacılık sektörünün likiditesini etkileyen bu faktörler, mesleki, parasal araçlarla doğrudan ilişkili olmadıkları için "özerk" olarak adlandırılmaktadır. Merkez bankası bu faktörleri ancak kısmen tahmin edebilir. Hatalar, faiz koridorunda yanlış parametrelere ve bankalar arası piyasada istenmeyen dalgalanmalara neden olmaktadır (Whitesell, 2006: 31).

Koridorun ikinci dezavantajı, faiz oranlarının geçici yapısının çarpık bir şeklidir. Uygulamada, merkez bankası faiz koridorunun alt ve üst bölümlerinde eşit fırsat maliyetini sağlayamamaktadır. Gerçek şu ki, merkez bankası araçları ve bankalar arası krediler mükemmel bir alternatif değil. Bir yandan, bankalar arası kredinin ihracına her zaman kredi riski eşlik ederken, merkez bankası ile mevduatların yerleştirilmesi herhangi bir risk taşımamaktadır. Öte yandan, kısa vadeli bankalar arası krediler teminatsız verilebilir, merkez bankası kredileri ise genellikle teminat karşılığında verilebilir. Sonuç olarak, merkez bankası tarafından borç alınan kaynaklar için talep eğrisi, bankalar arası kredilerden daha az diktir. Mükemmel ikame edicilerin bulunmamasından (parasızlık) dolayı, para piyasasında talep eğrisi kırılmaktadır. Faiz oranları yüksek, kredi riskleri ve teminat değeri değiştiğinde bankaların fırsat maliyetleri istikrarsız dönemlerde artmaktadır. Dolayısıyla, faiz oranlarından oluşan koridorun sürdürülmesi, borç alınan kaynaklar için talep eğrisinde bozulma yaratmaktadır. Uygulamada, para piyasası ortamında

daha hızlı değişime yansır: mevcut sınırına yaklaştıkça, değişim oranı artar (Ewerhart, 2004: 36).

Bazı Amerikalı iktisatçılar, koridor sisteminin kusurlarının aşırı piyasa faiz oranlarındaki oynaklığa neden olduğunu vurgulanmaktadır. Merkez bankası, aşırı dalgalanmalarla ilgilenmemektedir, çünkü bunlar, verim eğrisine yansımaktadır ve hatta uzun vadeli faiz oranlarının zaman yapısının bozulmasına yol açabilmektedir. Büyük oyuncular, bankalar arası piyasayı da değiştirerek faiz koridorunun eksikliklerinden yararlanabilir. ECB uzmanları hatalardan para piyasasındaki aşırı bozulmalardan ve manipülasyonlardan kaçınmak için koridorun genişletilmesini tavsiye etmektedir (MacGorain, 2010: 9).

Ancak, oranların genişlemesindeki artış, koridorun etkinliğinde bir kayba yol açmaktadır. Faiz koridorunun yararları ve kusurları hakkındaki tartışma, lehine gelişmiş bir para piyasası bulunan ülkelerde sona ermiştir. Hatta uzun süredir koridordan geçme olasılığını tartışan İngiltere Merkez Bankası'nın yönetimi bile, 2006'da koridoru vurgulayarak para politikası prosedürlerinde reform yapmaktadır.

Faiz Koridoru Genişliği: Pasif vs. aktif yaklaşım

Operasyonel para politikası prosedürlerinin geliştirilmesinde merkez bankası, bankacılık sektörü likidite yönetimine pasif veya aktif bir yaklaşım arasında seçim yapmaktadır. Bazı para otoriteleri, temel olarak bankacılık sektörünün likidite durumunu doğru tahmin edememesi nedeniyle pasif bir yaklaşım izlemektedir. Ya likiditeyi yönetmenin ana aracı olarak kalıcı para mekanizmalarına güveniyorlar ya da sadece piyasada fazla likidite bırakıyorlar.

Diğer merkez bankaları likiditeyi yönetmek için açık piyasa işlemlerini kullanarak aktif bir yaklaşımı tercih etmektedir. Bu durumda kalıcı araçlar, olağanüstü durumlarda likiditeyi düzenleyen bir çeşit vana görevi görür. Her iki yaklaşımdaki fark, koridorun faiz oranları arasındaki yayılmaya da yansır. Formun önemli bir belirleyicisi bankalar arası işlemler için teminattır. Teminat olarak

sağlanan varlıklara yatırım yapma fırsat maliyeti ne kadar yüksek olursa, spread o kadar küçük olmalıdır (Stein, 2000: 428).

Böylece, merkez bankası aşırı maliyetleri ticari bankalara karşı koyar. Uygulamada bu teminat açığı, düşük likidite veya negatif gerçek kârlılık durumunda, koridorun daraltılması gerektiği anlamına gelir. Pasif yaklaşım daha dar faiz aralığına sahiptir. Ayrıca, ortalama bir mekanizma ile gerekli rezervlerin yokluğunda dar yayılmanın etkili olduğu belirlemektedir. Küçük spread, bankalar arası piyasayı tamamen kontrol etmenize izin verir ve bu işlemlerin çoğu merkez bankası ile sonuçlanır. Pasif düşünceli merkez bankaları, koridorun genişliğini %2'den daha fazla değilken, Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve hatta 2007'de işletme prosedürlerinde reform yapan ve %0.5'ten daha az olan Tayland'da bile belirledi (Werner, 2014: 19).

Nesnel nedenlerden ötürü, pasif yaklaşım gelişmiş ülkelere bağlı kalmaya meyillidir. Bu yaklaşım, bankaların sorumsuz davranış riskiyle karşı karşıya olduğu gerçeğiyle doludur ve merkez bankasının yardımına dayanarak kendi likiditesini yönetme konusunda daha az özen göstermeye başlarlar. Radikal bir durumda, spread sıfır olduğunda, merkez bankası bankalar arası satıcı rolü üstlenir ve kısa vadeli para piyasasının yerini alır. Bu seçenek saf bir teori olarak kabul edilir, ancak pratikte de bulunabilir. Basra Körfezi'nin merkez bankalarından biri, iç banka piyasasını tamamen değiştirerek bankalar arası tüm işlemleri kendi kendine kapattı. Bu, likiditesini dengelemesini ve ABD dolarına sabit döviz kurunu sağlamaktadır. Sıfır faiz koridoru açık piyasada işlem yapmadan uygulamayı mümkün kılar ve bankalardaki likidite yönetimini büyük ölçüde kolaylaştırır. Bununla birlikte, bankalar arası tek bir satıcının rolü, kredi riskleri ve bankalardaki yetersiz likidite yönetimi nedeniyle ağırlaşabilir (Berentsen, 2006: 9).

Aksi durumda, merkez bankası piyasada çok çeşitli oranlar ve ilgisiz likidite bırakır. Bunun nedeni, bankalar arası piyasada kalıcı bir kaynak kıtlığı ve piyasa oranının yüksek oynaklığından kaynaklanıyor olabilir. Likidite yönetimine aktif bir yaklaşım, çok çeşitli oranlar sağlar. Bu nedenle yetkililer, bankaları aktif olarak bağımsız taraflar aramaya teşvik eder. Sürekli eylem mekanizmaları, piyasa

gerçeklerinden uzak, yalnızca son çare araçlarıdır. Radikal bir versiyonda, aktif bir yaklaşım risklerle doludur, çünkü çok geniş bir koridor aşırı piyasa kuru oynaklığına yol açmaktadır. Bu durumda bankalar, ihtiyati nedenlerden dolayı piyasada fazla kaynak ticareti yapmak yerine fazla likidite biriktirmeye başlar (Gray, 2008: 82).

ECB faiz politikası izlerken, faiz koridorunu korumaktadır. Koridorun üst sınırı – marjinal borç verme oranıdır (marginal lending facility rate). Bu hızla, ECB para piyasasının günlük (overnight) faiz oranındaki artış durumunda bankacılık sektörüne likidite sağlar. Koridorun alt sınırı günlük depozito oranı (deposit facility rate) oluşturur. ECB normalde mevduatlardaki fazla likiditeyi çekmektedir. Ancak, niceliksel genişleme politikası bağlamında ECB ticari bankaları rezervlerini kullanmaya teşvik etmek için eksi %0,4'e negatif mevduat oranı belirlemiştir (Farag, 2013: 215).

2.3. FAİZ KORİDORUNUN ETKİ KANALLARI

Faiz koridoru kullanılırken, önde gelen ülkelerin merkez bankaları hem nakit likidite teklifini (hedef faiz oranının koridorun üst sınırına ulaşması durumunda) hem de aşırı likidite alımını mevduatlara çekerek (hedef oran koridorun alt sınırına ulaşırsa) uygular. Bu tür düzenleyici önlemleri uygularken, bankalar arası faiz oranı kurulan koridorun ortasındadır. Hedeflenen faiz oranının belirlenen koridordaki hareketini tahmin ederken, merkez bankalarının özerk faktörler - bankacılık sisteminin nakit ve devlet hazine işlemleri için talepleri - arasındaki değişiklikleri dikkate alması önemlidir.

Başlangıçta, ECB ve Avustralya, Kanada ve Yeni Zelanda merkez bankaları tarafından faiz koridorları uyguladı. Listelenen dört merkez bankasından sadece biri - ECB - zorunlu bir rezerv sistemi kullanıyor. Faiz koridorları, ortaya çıktıkları andan itibaren merkez bankalarının sağladığı para likiditesini düzenlemede evrensel bir araç olarak görülmeye başlandı. ABD'de ise bankacılık sisteminin aşırı likiditesi mevduattan etkilenmiyor, ancak faiz ödeniyor (Bindseil, 2014: 320).

Para yatırma işlemlerinin parasal mekanizmasının ve hesaplardaki (yedeklerin) nakit bakiyelerinin para arzının iki ayrı unsuruna dönüştürülmesi sırasında modern

ekonomideki faiz koridorlarının işleyişinin özelliklerini önceden belirlemiştir. Rezervler üzerindeki faiz oranının, yani merkez bankası parasının düzenlenmesini sağlarlar. Ancak bu paraya ticari bankalardan talep, müşteri mevduatının yani borç verme sürecinde yarattıkları para transferinin sonucudur. Ticari bankalar tarafında rezerv talebinin merkez bankası tarafından arzını aşması durumunda, ikincisi, faiz oranını belirli bir koridorda tutma sorununu çözme, yarattığı para miktarını arttırmaya zorlanır. Bu, aslında faiz koridorunun merkez bankasının para miktarını ticari bankalar tarafından yaratılan para miktarına uyarlamak için bir araç olduğu anlamına gelir. Ancak uygulamada, böyle bir mekanizmanın çalışması ekonominin aşırı borçlanmasına ve faiz oranlarında düşüşe yol açmaktadır (Bowdler, 2012: 621).

Faiz koridorunun kullanılması emtia para birimleri denilen ülkeler için önemli bir tehlike oluşturmaktadır. Bu ülkelerde başlıca ihracat ürünleri için dünya fiyatlarındaki düşüş ulusal para piyasalarında karışıklığa yol açmaktadır. Bu durumun gelişmesinde, ticari bankalar merkez bankasının ödeme sistemi aracılığıyla para birimini döviz borsasına transfer ederler. Üstelik bu fonlar, ticaretin kendileriyle ve bankalarla yarattığı paradır. Belirlenen koridordaki hedeflenen faiz oranını destekleyerek, merkez bankası likiditeyi artırmakta, yani rezervleri para arzının özel bir unsuru olarak yaymaktadır. Ulusal para birimine karşı spekülatif saldırıya karşı koymanın tek yolu, hedefleme oranını artırmak ve böylece ticari bankalar için spekülatif döviz işlemlerinin karlılığını keskin bir şekilde azaltabilmesi. Ancak, deneyimlerin gösterdiği gibi, kilit faiz oranındaki artış ulusal ekonomideki borç verme sürecini olumsuz etkileyecektir (Christiano, 1998: 95).

Para politikası faiz oranlarının etkinliğini arttırmak için, birçok merkez bankası politika belirlemeye (merkez bankasının para politikasının müdahale işlevini açıklamaya) ve kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmanın önemli olduğunu düşünmektedir. Piyasanın gelecekteki politika oranının evrimi üzerine fikir oluşturmasını sağlar ve kısa vadeli oynaklığın "gürültüsünün" kısa vadeli oranların uzun vadeli karlılık üzerindeki etkisini "boğmadığı" anlamına gelir. Politika faiz oranı koridorunun daraltılması, kısa vadeli bankalar arası faiz oranının oynaklığını mekanik olarak azaltacaktır. Ancak, piyasanın politika faizini getiri eğrisinin geri kalanına güvenli aktardığı istikrarlı bir pazar oranına ulaşmak için, merkez bankası

likidite yönetimini iyileştirmek de gerekir ve çoğu durumda yapısal likidite fazlalığından açığına geçmek yararlı olabilir (Bridges, 2012: 52).

İngiltere, 2006 yılında "koridor" sisteminin tanıtılmasına ilişkin ilginç bir örnek sunmaktadır. 2004 yılında, para politikasının uygulanması için operasyonel çerçevenin politika hedefine uygun olarak günlük bankalar arası kredilerde nispeten istikrarlı faiz oranının sağlanması amacıyla yeniden yapılandırılmasına karar verilmiştir. Güçlü oynaklık, para politikasının seyrini anlamayı zorlaştırabilir. Ek olarak, piyasa katılımına daha yüksek engel oluşturulmuş olması, merkez bankası ile ekonomi arasındaki etkileşimde sınırlı rekabete sahiptir. Tam ölçekli para piyasası reformunun yapılması - diğer özelliklerin yanı sıra ortalama sözleşme rezervleri de dahil olmak üzere - çok zaman harcadığından, geçici bir önlem olarak dar koridor uygulamaya kondu. Bu oynaklık azaldı, ancak ortadan kaldıramadı. Mayıs 2006'da yeni para politikası çerçevesinde likidite yönetiminin iyileştirilmesiyle birlikte, merkez bankasının politika faizini +/-25 bp'den genişletmesini sağlayacak şekilde piyasa istikrarı büyük ölçüde sağlanmıştır. +/-100 bp'ye kadar piyasada aktivitenin artırılması ancak faiz oranlarında oynaklığa neden olmadan (Collins, 2007).

Asimetrik koridor olduğunda "alt limit" sistemi kullanılmaktadır. Piyasa oranlarının üst ve alt limitleri, kalıcı mekanizmalar tarafından belirlenir; piyasa oranlarının mevduat oranlarına yakın, ancak seviyelerinin biraz üzerinde olması bekleniyor. Merkez bankaları normalde "üst limitli" sistemleri kullanmamakla birlikte, döviz kurundaki baskı karşısında merkez bankalarının bir süredir faiz oranlarında politika faiz koridorunun üst sınırına kadar artış sağlamak. "Alt limit" sistemi zayıf likidite yönetiminden veya Talep üzerine fazla rezervleri tüketmenin bedelini ödemeyen ekonomik politika kararları ya da kantitatif gevşetme veya para birimi müdahalesi politikası.

Açık piyasadaki merkez bankası işlemleri tarafından tamamen absorbe edilmeyen yapısal aşırı rezerv parası olan piyasa, bankaların gecelik mevduat mekanizmasında önemli miktarda rezerv bırakmalarını beklediği için "düşük limit" sistemi olarak çalışacaktır. Buna karşılık, başlangıçta yedek para açığı olan piyasaların kısa vadeli piyasa oranlarının hedef politika oranına uygunluğunu

sağlamak için APİ aktif olarak kullanıldığı bir "koridor" sistemi olarak faaliyet göstermektedir. Bu, kısmen, bazı merkez bankalarının APİ yoluyla likidite enjekte etmeye meyilli olduklarından daha fazla eğilimde olmalarından kaynaklanmaktadır, çünkü borç verme gelirini alırlar, ancak likidite maliyetini ödemelidirler. Daha genel olarak, merkez bankaları genellikle kalıcı bir kredi imkanını, ceza oranında verilmesi gereken "son çare" kredi olarak görür; ve tanım gereği, piyasadaki işlemlerin böyle bir oranda düzenli olarak sonuçlandırılması durumunda, oran değişmez. Merkez bankası neredeyse her zaman kanaldan veya diğerinden, özellikle de ödeme sistemindeki arızaları önlemek için rezerv para sağlar; bu nedenle "üst limit" sistemleri yoktur (Basu, 2001).

Finansal krizler bağlamında bazı gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları, rezerv para dengesinde belirgin artış ile bankalar arası piyasada süregelen zayıflık durumunda geçici olarak "koridor" sisteminden geçici olarak koşulların veya merkez bankası aracılığının niceliksel genişleme ile devlet menkul kıymetlerinin alımına karşı "düşük limit" sistemine geçmektedir. Buna örnek ABD, Euro bölgesi ve İngiltere'dir. Bu merkez bankaları için durumdaki değişiklik: finansal sektör için güçlü bir şok, "düşük limitli" sisteme geçişin gerçekleşmesidir.

Hindistan'da iki önemli faktör bankalar arası günlük borç verme faiz koridorunun ortasına getirmiştir. Birincisi, merkez bankası döviz kuru müdahalelerini bırakma politikasına karar vererek, piyasanın döviz kurunu belirlemede daha önemli bir rol oynamasına izin verdi. 2008-2009 yıllarında dolar fonlarıyla yoğun gerilimler sırasında yabancı para biriminin bir kısmını sattı. Resmi döviz alımları artık ulusal para biriminde likidite yaratmadığından, rezerv para talebindeki artış eğilimi, piyasayı hızlı bir şekilde yapısal açıklara kaydırdı ve merkez bankasının kaldıraç oranını güçlendirdi. İkincisi, merkez bankası faaliyetlerinin yapısını, koridorun ortasındaki pazar oranlarını yönlendirmek ve dolayısıyla oynaklığı azaltmak için açık piyasa operasyonlarını kullanarak düzenlemiştir. 2005 yılında, piyasanın yapısal bir fazlalıktan ulusal para biriminde rezervlerin yapısal bir açığına geçmesini sağlamak ve likidite sağlamak için APİ kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinin merkez bankası düzenlemesini güçlendirmek için rezerv şartlarının karşılanmasını ayarlayan Hırvatistan Ulusal Bankası'dır.

Koridor genişliğinin değeri şu ölçüde artmaktadır: piyasa katılımcıları APİ eksikliği nedeniyle, APİ ve diğer likidite yönetimi araçlarının rezerv talebi ve talep arasındaki dengeyi sağlamada güvenilir olamayacağı için kalıcı mekanizmalar daha fazla kullanılmaktadır. Oldukça dar bir koridorda para, fazla likidite sahibi bankaların likidite olmayan bankalara borç vermeye hazır olmayacağı bölümlenmiş pazarda koridor genişliğinin değeri artmaktadır. Tüm pazarlar için bankalar arası işlemleri teşvik etmek için genişliği +/-25 bp'den az olan koridor çok dardır. Koridorun genişliği +/-100 bp'yi aşarsa, merkez bankası için genişlemiş yayılmanın likidite biriktirmek yerine bankalar arası işlemleri teşvik edeceği (veya döviz kurundaki baskıyı hafifleteceği) belirlenmektedir (Shleifer, 2005: 151).

2.4. FAİZ KORİDORU UYGULAMALARINDA ÇEŞİTLİ ÜLKE DENEYİMLERİ

Enflasyon hedeflemesi rejimini kullanan birçok ülkede para politikasının operasyonel temeli, bankalar arası krediler için kısa vadeli oranlar üzerinde kontroldür (overnight). Bir günlük bankalar arası krediler için para politikasının operasyonel hedefi (açık veya kapalı) olarak faiz oranı seçimi, bu oranın verim eğrisinin en kısa ucunda olmasından kaynaklanmaktadır. Beklenti hipotezine göre, kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklik, uzun vadeli faiz oranlarındaki değişimi belirler. Ek olarak, bir günlük oran, kısa vadeli para piyasası segmentindeki temsili borçlanma maliyetini yansıtmaktadır. Kısa vadeli işlemler genellikle bankalar arası borç verme işlemlerinin en büyük bölümünü oluşturur.

Kısa vadeli bankalar arası kredi faiz oranlarındaki dalgalanmalar, sınırlarını merkez bankasının sürekli işlem oranları ile oluşan “faiz koridoru” içinde meydana getirmektedir. Bu oranların değerleri genellikle piyasa katılımcılarının bankalar arası kredi piyasasında aktif finansal aracılık sağlamaları için çekici olmayan düzeyde belirlenir. Faiz koridoru sistemi şu anda İngiltere, Yeni Zelanda, Kanada Merkez Bankalarının yanı sıra ECB, ABD Federal Rezerv, Rusya Merkez Bankası ve diğer merkez bankaları tarafından kullanılmaktadır.

Farklı ülkelerdeki faiz koridorunun genişliği farklıdır. Örneğin, son birkaç yıl içinde Kanada Merkez Bankası normal şartlarda 50 baz puan, finansal krizde 25 baz puan genişliğinde dar koridor kullandı. İsveç Bankası, resmi olarak 100 baz puan genişliğinde (Haziran 2009 - 150 baz puandan önce) koridor kullanmaktadır, ancak her iki yönde de faiz oranlarından (policy rate) 10 baz puan günlük bazda "ince ayar" işlemleri yapmaktadır. ECB, uzun süredir 200 baz puanlık koridor kullandı ve dalgalanma dönemlerinde 50 baz puan noktaya kadar daralttı. İngiltere Merkez Bankası'nda, rezervlerin ortalama rezervlerinin son günü hariç tüm günler boyunca koridorun genişliği 200 baz puandır (koridor 50 baz puan daralmaktadır). Macaristan ve Polonya'da, faiz koridoru 200 baz puan genişliğindedir.

İlk kez, faiz koridoru uygulaması 1994 yılında Kanada Merkez Bankası likidite yönetim sisteminde ortaya çıkmıştır. Bu aşamada, merkez bankası kalıcı erişim araçlarının oluşturduğu sınırlar nedeniyle faiz dalgalanmalarını sınırlamak suretiyle, para piyasasının kısa vadeli segmentinde borçlanma maliyetindeki dalgalanmaları azaltmak için ana hedefi açıkça izlemiştir. Başlangıçta, Kanada Merkez Bankası faiz koridoru nispeten dardı, sadece 50 baz puandı. Bu yaklaşımın, büyük ölçüde zorunlu ticari rezerv sisteminin olmaması nedeniyle, ticari bankaların likidite talebinin yüksek volatiliteye maruz kaldığı sonucuna varıldığı vurgulanmalıdır.

Uygulamadaki bu son faktörün kısa vadeli para piyasası oranlarında öngörülemeyen ve yüksek dalgalanmalara yol açması muhtemeldir. Uygun faiz koridoru genişliğini belirlerken, Kanada Merkez Bankası sadece faiz oranlarındaki dalgalanmayı sınırlandırma görevi ile değil, bankalar arası kredi piyasasında işlemlerin tahmini işlem maliyetlerini ve operasyonlarla ilgili riskleri göz önünde bulundurarak işlemleri teşvik etmek amacıyla yönlendirildi. Aksi takdirde, eğer işlem maliyetleri para piyasası oranındaki izin verilen dalgalanmaların aralığını aşarsa, piyasalar arası işlem hacmi teorik olarak sıfıra yakın olmalıdır, çünkü bankalar arası kredi piyasası ticari bankalar için bir fon kaynağı olarak çok pahalı olacaktır (Clinton, 1997).

İsveç Bankası faiz koridoru sistemini uygulamaya koyma deneyimi, çoğu bankanın likidite durumuna bağlı olarak sürekli araçlar ile operasyonlar kullanma

potansiyeline sahip olması koşuluyla, dar faiz koridorunun para piyasası oranındaki dalgalanmaları sınırlamak için etkili bir önlem olduğunu belirtmiştir. Merkez bankası kaçınılmaz olarak bankalar arası kredi piyasasındaki faaliyetlerle ilişkili risklerin bir kısmını üstlenmektedir. Faiz koridorunun optimal genişliğinin belirlenmesi para otoriteleri tarafından büyük ölçüde tecrübe ile çözülmesi gereken zor bir iştir (Mitlid, Vesterlund, 2001).

Merkez bankası sınırlamayı hedefliyorsa çözümü faiz bandını en aza indirgemek ve "sıfır" bant oluşturmak olacaktır. Uygulama para politikasının operasyonel çerçevesi için istenen aşağıdaki özelliklere dayanmaktadır:

- Verimlilik. Para politikasının operasyonel hedefi basit ve etkili şekilde gerçekleştirilir. Merkez bankasının faaliyet sisteminin öngörülememesi ve anlaşılması zor olsaydı, bankalar merkez bankasının eylemlerinin mantığını anlamaya çalışırken çok çaba harcarlardı. Para piyasasının bölümlere ayrılması, para otoritelerinin faaliyetlerini öngörebilecek sofistike ve deneyimli bankalar için kaynakların bulunması nedeniyle, bazı piyasa katılımcıları diğer bankalara göre avantajlarından dolayı kar etme şansına sahipler. İkinci bankalar için, bu genellikle fonlama maliyetinde artışla doludur. Sonuç olarak, piyasa katılımcıları için aşırı karmaşık ve kafa karıştırıcı araç sistemi, bankalar arası kredi piyasasının verimsizliğinde artışa neden olabilir.

- Karlılık (parsinomy). Bu özellik eğer merkez bankası para piyasası oranını sınırlı ve nispeten basit bir araç seti ile normal şartlarda seviyeye yakın tutabiliyorsa, bu uygulamayı gelecekte bırakıp daha karmaşık araç sistemine geçmenin nedeni olmadığını ileri sürmektedir.

- Otomasyon. Bankacılık sektörünün merkez bankası tarafından likidite yönetimi, merkez bankasının takdirine bağlı olarak piyasa katılımcılarına karşı şeffaf olan bir kural doğrultusunda yürütülmektedir. Sıfır koridor, para politikası işlemlerinin uygulanmasında en "otomatik" yaklaşımdır (Bindseil & Jablecki, 2011).

Ancak merkez bankası, faiz koridorunun sıfır olmayan genişliğini seçmeye teşvik eden bir dizi faktörü göz önüne alarak belirlemektedir. Merkez bankası faiz

koridorunun üst ve alt sınırları arasında pozitif yayılma olması gerekmektedir. Optimum faiz oranı bandının değeri, üç faktör faktörü ile belirlenir:

- Merkez bankasının değişkenleri doğrudan ilgili koridorun genişliğine bağlı olan kilit değişkenlerin değerlerine ilişkin tercihleri (özellikle, bankalar arası kredi piyasası faiz oranlarındaki oynaklık, işlem hacmi ve merkez bankasının aracılık maliyetleri);

- Bankalar arası piyasa katılımcılarının işlem maliyetleri pazara giriş ve işlemlerle ilgili krediler;

- Belirli bir ülke veya ülke grubunun bankalar arası pazarında likidite şoklarının görece büyüklüğü.

Faiz koridorunun optimal genişliğinin ülkelerin bankalar arası kredi piyasasının özelliklerini belirleyen çeşitli faktörlere bağımlılığının analizine dayanarak, aşağıdaki ana kararlar alınmıştır:

- Merkez bankası ve ticari bankaların aracılık maliyetlerindeki artış, faiz koridorunun genişlemesi (merkez bankasının göreceli tercihleri ne olursa olsun);

- Ortalama olarak likidite şoklarının büyüklüğünde büyüme piyasa karşı karşıya olduğunda, optimal faiz oranı bandının daralması (merkez bankanın nispi tercihlerinden bağımsız olarak);

- Faiz bandının optimal genişliği ile artar.

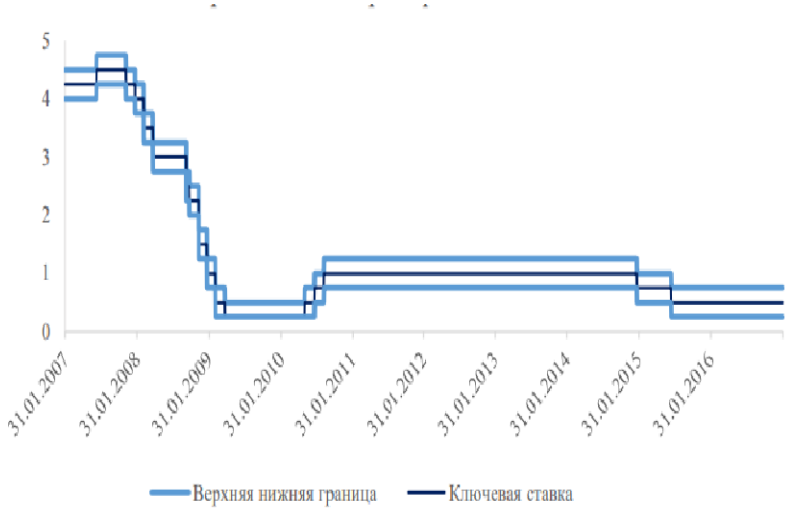
Kanada ve İsveç'in Merkez Bankalarının Deneyimi

Faiz oranı politikasının uygulanmasına yönelik pratik yaklaşımlar, Bundesbank'ın sözde faiz koridorunu kullanmaya başladığı 20. yüzyılın ortalarından bu yana oldukça belirgin bir şekilde gelişti. Halen, faiz oranı politikasını uygulama yöntemleri, ekonomik ve finansal kalkınmanın özelliklerine bağlı olarak ülkeler arasında önemli ölçüde değişmektedir. Son yıllarda faiz politikasının uygulama kapsamı önemli ölçüde genişlemiştir. Derinlemesine bütünleşmiş küresel ekonomide,

mekanizmaları ulusötesi sermaye akışını yönetmek için merkez bankaları hedefleyen enflasyonla aktif olarak kullanılmaktadır. Bu tür yöntemler hem gelişmekte olan ülkeler, örneğin Endonezya, ve ayrıca gelişmiş ülkeler tarafından kullanılmaktadır. Modern anlamda "faiz koridorunu" ilk uygulayan ülkelerden biri olan İsveç'tir.

Merkez Bankası faiz koridorunun para politikasının uygulanmasında ana mekanizma olarak kullanılması, Kanada ve İsveç bankalarının giriş yaptıklarını açıklayan 1994 yılına kadar uzanıyor. Kanada Bankası, başlangıçta simetrik faiz koridorunun genişliğini 50 bp ile sınırlandırdı; bu da bankalar arası kredinin işleyişine müdahale etmeden kısa vadeli faiz oranlarının oynaklığını sınırlamayı mümkün kılıyor. Kanada Merkez Bankası, faiz koridoru sistemini kullanmanın tümünde bu prensibe bağlı kaldı. İstisna olarak Nisan 2009 - Haziran 2010'da, artan deflasyonist riskler fonunda (Mart-Nisan 2009'da, fiyat artışının yıllık %0,4 ve yıllık %0,1'e düştüğü) oldu. Kanada Merkez Bankası tarihinde ilk kez, faiz oranı bandının alt sınırına faiz oranı belirlendi. Aynı zamanda, bilgi politikası mekanizmaları harekete geçirildi: Kanada Bankası son derece düşük bir seviyedeki fiyat eğilimini dikkate alarak, oranların en azından 2010'un ortasına kadar devam edeceğini belirten açıklama yaptı: 1 Haziran'da Kanada Merkez Bankası temel oranı yıllık %0,5'e çıkardı.

Şekil 2.1. Kanada Bankasının Faiz Koridoru



Üst – alt sınırı

Kilit faiz oranı

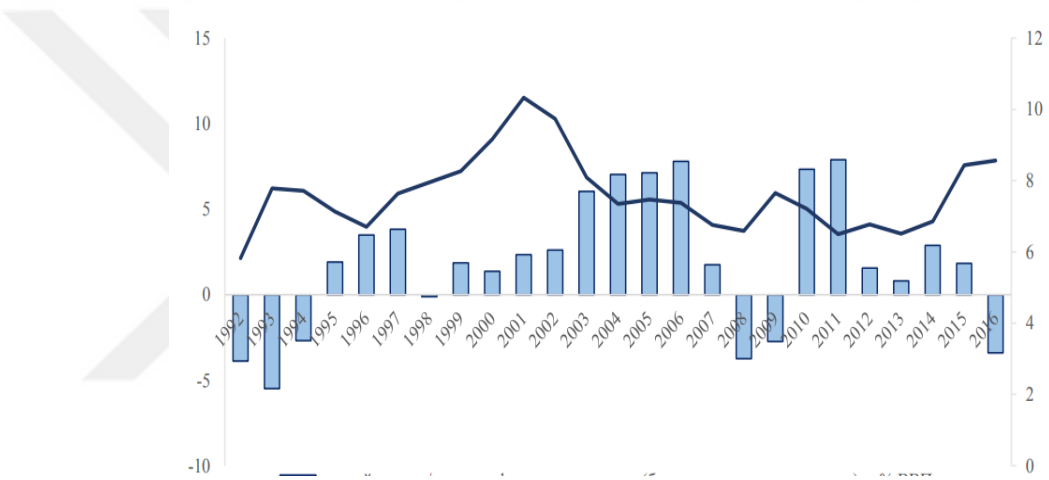
Kaynak: Kanada Merkez Bankası

İsveç Bankası, Haziran 1994'te repo faiz oranının 1 hafta boyunca oluşturduğu faiz koridorunun ve kilit faiz oranının getirildiğini açıkladı. Operasyonel hedefi, bankalar arası kredi piyasasında gecelik faiz oranlarını kilit faiz oranına karşılık gelen bir seviyede tutmaktı. Bu amaca ulaşmak için İsveç Merkez Bankası sadece koridorun genişliğini değil, aynı zamanda kilit faiz oranının yerini de düzenlemiştir.

1993'te İsveç'te değişken döviz kuruna geçiş, döviz kuru oluşumunun esnekliğini artırmaya karar veren çoğu ülkede olduğu gibi, ulusal para biriminin önemli bir değer düşüklüğü eşlik etmiştir. 1993'te İsveç kronu ABD dolarına karşı %25'ten fazla değer kaybetti, ancak 1994'te güçlenmesi ardından 1994'te faiz koridorunun yapılandırmasını önceden belirledi. İsveç kronu döviz kurunu kontrol etmek için faiz mekanizmalarının kullanımını kolaylaştırmak amacıyla, üst sınırının faiz orandan 55 bp ve alt sınırın 95 bp saptığı bir asimetrik faiz koridoru getirmeye

karar vermiştir. İsveç Merkez Bankası'na göre, kredi kuruluşlarının faydaların ortaya çıkan likidite dengesizliklerini karşılaması için teşvikler yaratan en uygun genişlik 150 bp'de kaldı. Ağustos 1994 - Nisan 1995'te faiz koridorunun genişliğinin 200 bp'ye çıkarıldı ve parasal ve finansal varlıkların net giriş geldi.

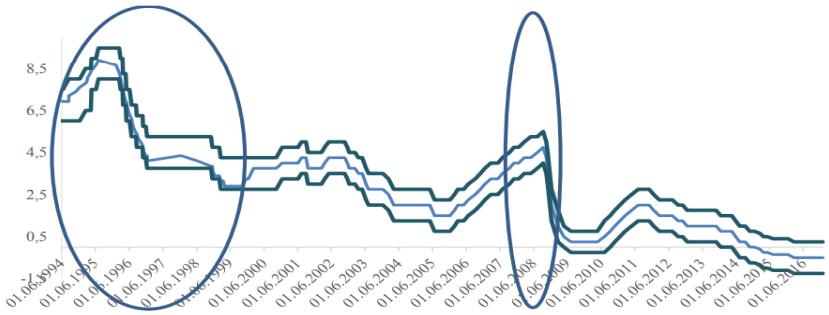
Şekil 2.2. İsveç'e ve İsveç Kronu döviz kuruna net sermaye girişi/çıkışı



- GSYİH'nın % olarak bir finansal hesaba net giriş/çıkış (rezerv varlıklar hariç)
- Doların İsveç kronuna karşı ortalama yıllık kur oranı (sağ ölçek)

Kaynak: İsveç Merkez Bankası

Şekil 2.3. Riksbank Faiz Koridoru

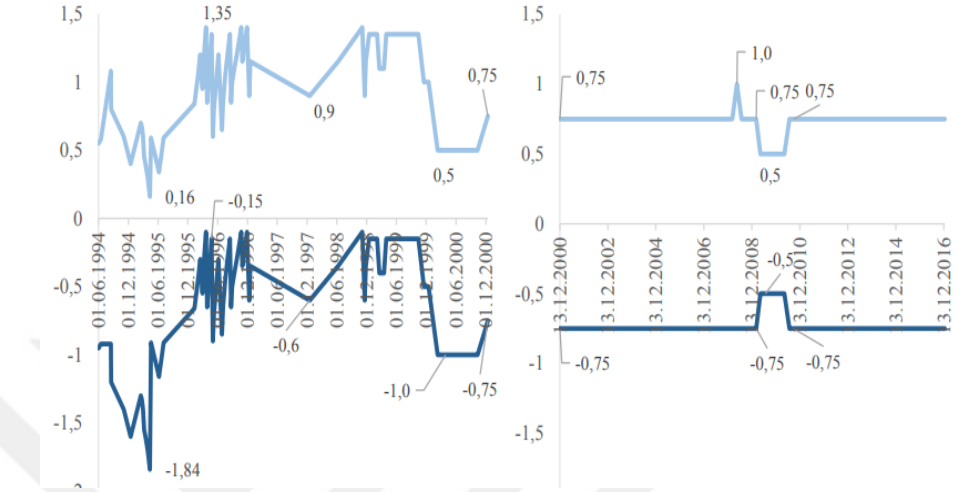


- **Üst – alt sınırı**
- **Kilit faiz oranı**

Kaynak: İsveç Merkez Bankası

2000 Aralık ayının ortasına kadar İsveç Merkez Bankası sık-sık faiz oranlarını değiştirdi. Bununla birlikte, daha uzun süre boyunca faiz oranı, 1997'de oluşan yapısal likidite açığına rağmen faiz koridorunun alt sınırının yakınında yer aldı. 2000 yılı Aralık ayı ortasında, küresel enerji fiyatlarının düşmesi, küresel belirsizliğin artması ve küresel ekonomideki yavaşlamanın risklerinin artması nedeniyle, İsveç Merkez Bankası asimetrik koridoru kullanmaktan vazgeçti. Kredi ve mevduatta artış ile 0,5 puanla faiz oranları % 475'e ve yıllık bazda %3.25'e yükselmiştir. 150 bp genişliğindeki bandın yılda % 4'e kadar faiz oranındaki daha önemli artış İsviçre'deki ekonomik büyümedeki yavaşlama riskleri ile de engellenmiştir. 2008-2009 küresel krizine kadar İsveç Merkez Bankası simetrik faiz bandını korumuştur.

Şekil 2.4. İsveç Merkez Bankası faiz koridorunun sınırlarının kilit faiz oranından sapması



- **Üst – alt sınırı**
- **Kilit faiz oranı**

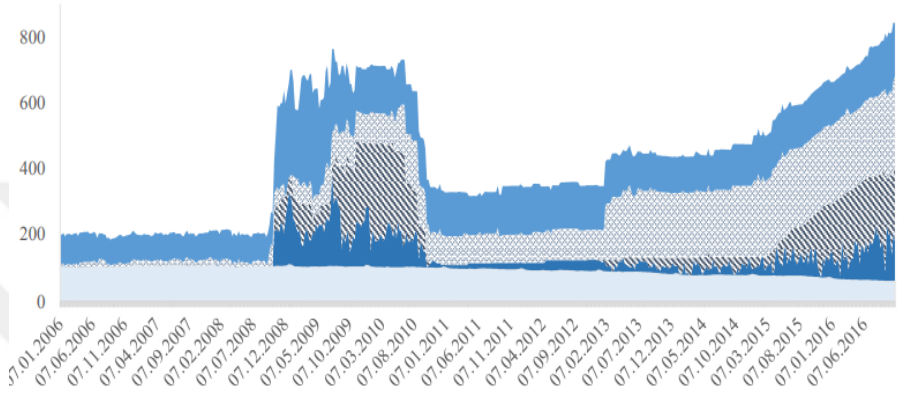
Kaynak: İsveç Merkez Bankası

Nisan 2008'de, İsveç Merkez Bankası, faiz koridorunun üst sınırını 0,25 puan artırmaya karar verdiğinde acil durum önlemi olarak asimetrik faiz koridorunun kullanılmasına tekrar başvurdu. Yıllık %5.25'e kadar ve kilit faiz oranı ve mevduat oranını sırasıyla%4.25 ve %3.5'te tutma. Bu formda faiz koridorunun yapısı, tüketici fiyat dinamikleri 1990'ların ortasından itibaren maksimum değerlere yükseldiği için Temmuz 2008'in başlangıcına kadar kalmıştır. Hem kilit hem de mevduat faiz oranları 0,25 puan artırıldı.

Küresel kriz döneminde, Nisan 2009'daki Riksbank'ın faiz oranını 0,5 puan düşürmektedir. Böylece, faiz oranı bandının alt sınırı sıfıra ayarlanmıştır. Negatif değerler alanında (yıllık %-0.25), oranın yıllık % 0.25'e düşürülmesinden sonra Temmuz 2009'da değişti. Böylelikle, rezerv birikimini kredi kurumlarının biriktirmesini istememiştir, ancak ekonomik gerileme koşullarında (2008'de GSYH'nin 2009'da %0,6 ve %5,2 oranında azalması) ve deflasyon riskinin artması,

hesaplarındaki kredi kurumlarının fon miktarının ve İsveç Merkez Bankası menkul kıymetleri artmaya devam etti.

Şekil 2.5. İsveç Merkez Bankası pasif yapısı, milyar kron



- diğer yükümlülükler; - yabancı para cinsinden döviz borçları; - İsveç Merkez Bankası menkul kıymetleri; - ulusal para birimindeki işlemler için kredi kuruluşlarına borçlar; - dolaşımdaki nakit para.

Kaynak: İsveç Merkez Bankası

Ekonomik büyümenin yeniden başlamasından sonra 2010 yılının ikinci çeyreğinde izlenen kredi kurumlarının likit varlıklarının hacmindeki istikrarlı düşüş ve Temmuz 2010'da İsveç Merkez Bankası, para politikasını "normalleştirmeye" başladı ve kilit faiz oranını yıllık %0,5'e, faiz bandını ise 150 bp'ye çıkardı. Faiz grubunun negatif aralıktaki alt sınırı Eylül 2010'a kadar kaldı, ardından İsveç Merkez Bankası defalarca faaliyetlerinde faiz oranlarını yükseltmeye başladı.

Para politikasının bir sonraki zayıflama turu, Aralık 2011 sonunda İsveç'te üretimdeki düşüşün yeniden başlaması ve önlenemeyen deflasyon risklerinin oluşması ile sonuçlandı: 2012'nin ikinci yarısında, İsveç'te fiyat artışı durdu ve

2013'te düşüşü takip etti. Kilit faiz oranı, Şubat 2015 gibi erken bir zamanda negatif değerlere düşürüldü. İsveç Merkez Bankası tahminlerine göre, 2016 yılının üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatlarındaki artışın devam etmesine rağmen, son derece yumuşak para politikasının devam etmesini haklı çıkaran hedef %2 enflasyon oranına ulaşmak oldukça uzun zaman almaktadır. Mevduatın negatif değerleri ve yıllık %-1.25 ve %-0.5 düzeyindeki kilit faiz oranlarının korunmasında ve ekonominin geleneksel olmayan parasal uyarma önlemlerinin genişletilmesinde ifade edilmektedir. 2017 yılının ilk çeyreğinde tüketici fiyat artışı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,4 seviyesine yükselmiştir.

Böylelikle Kanada ve İsveç Bankalarının kurucularının tecrübelerini izleyerek kısa vadeli para piyasası oranlarını yönetme mekanizması olarak faiz koridorunun oluşumunun özellikleri, iç ve küresel ekonomilerin durumu tarafından belirlenmektedir. Bu parametreler göz önüne alındığında, koridorun genişliği ve kilit/hedef faiz oranının konumu gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde değişebilir. Ancak, merkez bankası en sık olarak küresel finans piyasasında artan gerilime yol açan bu yöntemlere başvurmaktadır; bu, parasal otoritelerin yalnızca enflasyon hedefinin (Kanada Bankası) değil, aynı zamanda döviz kuru dinamiklerini de (İsveç Bankası) etkilemesini sağlama arzusundan kaynaklanmaktadır.

Endonezya Bankası'nın faiz politikasının özellikleri

Endonezya Merkez Bankası'nın 2005 yılında enflasyon hedeflemesine geçiş üç temel ilkeye dayanıyordu:

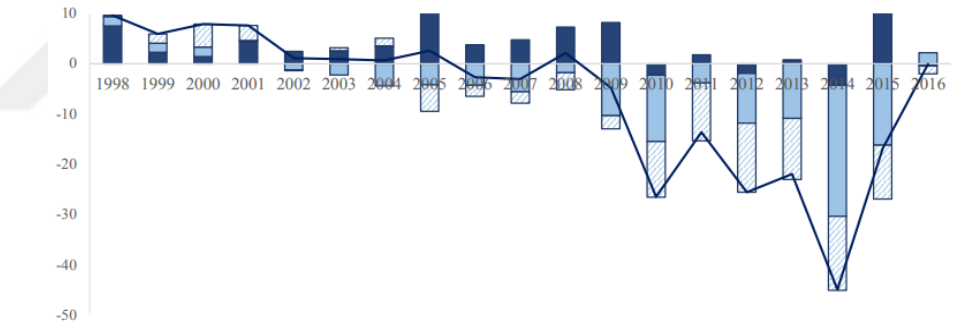
1. faiz sistemini değiştirerek faiz politikasının etkinliğini artırmak, para politikası için operasyonel kriter olarak kilit faiz oranı uygulama;

2. “İleriye dönük” bir para politikasına geçiş;

3. para politikasının açıklık ve şeffaflığının arttırılması (iletişim stratejisi).

Mevcut faiz oranı sisteminin reformu sırasında faiz koridoru oluşturulmuştur. Endonezya Bankası'nın faiz oranı politikasının özelliklerini belirleyen önemli faktör, 1998 krizinden sonra oluşan istikrarlı likidite fazlasıydı. Başlıca kaynağı, yabancı sermayenin yalnızca uzun vadeli yatırımlar veya daha kısa vadeli portföy yatırımları yada bütçe açığını finanse etmek için tahsis edilen finansal kaynaklar değil, aynı zamanda kısa vadeli spekülatif sermaye şeklinde girişidir. Dalgalı döviz kurunun bir parçası olarak, Endonezya'ya sermaye girişi, ulusal para biriminin döviz kuru üzerinde önemlietkiye sahipti. 2006'da Endonezya net döviz cinsinden finansal hesaba giriş koşulları altında faaliyet göstermektedir (2008 kriz yılı istisna idi).

Şekil 2.6. Endonezya Merkez Bankası Ödemeler Dengesi Finansal Hesap Yapısı



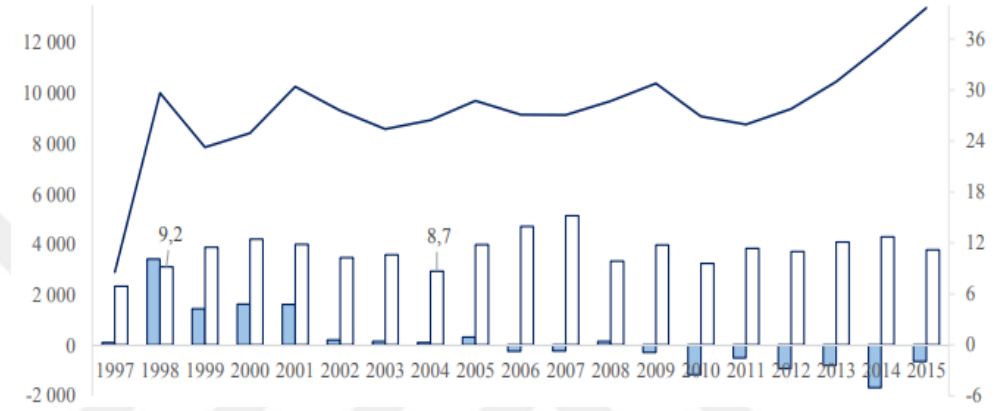
- Doğrudan yabancı yatırım; - Portföy yabancı yatırım;
- Diğer yatırımlar; - Finansal hesap bakiyesi.

Kaynak: Endonezya Merkez Bankası

Sabit likidite fazlası durumunda, Endonezya Merkez Bankası 1 ay süreyle işletme sertifikası olarak verilen sertifikaların faiz oranını seçti. Para piyasası oranlarını yöneten Endonezya Bankası, Endonezya Merkez Bankası'nın sertifikalarını almaya operasyon sıklığını düzenlemiştir. Aynı zamanda, mevduat operasyonlarındaki faiz koridorunun alt sınırını oluşturdu. Endonezya Bankası, 2005

yılında kredi kuruluşlarıyla borç verme faaliyetlerine başlamıştır. Ayrıca, Endonezya Merkez Bankası zorunlu karşılıklarını kullanmıştır.

Tablo 2.1. Endonezya Likidite Seviyesi ve Endonezya Rupi Döviz Kuru



- bakiyesi ödemeler dengesi; - Likidite oranı;

- ABD Doları/Endonezya Rupisi döviz kuru.

Kaynak: Endonezya Merkez Bankası

Faiz oranı politikasının işletme mekanizması 2008 sonunda Endonezya Merkez Bankası'nın:

1. Kilit faiz oranını değiştirdi: 2008'de bu işlev bankalar arası kredi faiz oranının bir gecede vadesiyle yerine getirildiği;

2. Bandın genişliğini 100 bp ile sınırlandırılmış;

3. Asimetrik faiz oranı bandını kullanmayı reddetti;

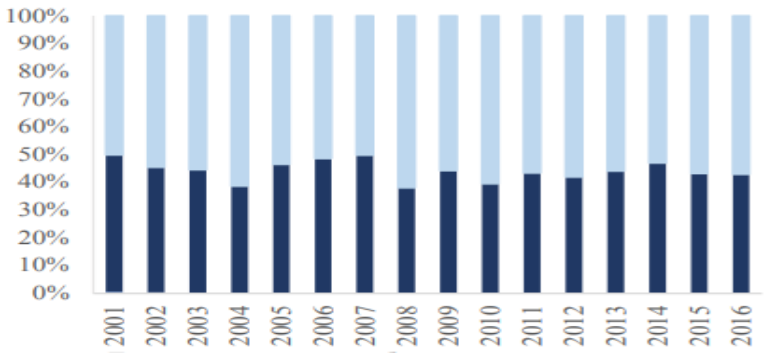
4. İnce ayar işlemleri için azami sürenin 14 günden 3 aya çıkarılması ve 7 günden 1 aya kadar döviz takası süresinin artırılması;

5. Teminat olarak kabul edilen menkul kıymetler listesine, Endonezya Merkez Bankası (SBI) ve devlet tahvillerinden (SUN) oluşan sertifikalar listesine eklendi;

6. Hint rupilerindeki depozitolara uygulanan rezerv gereklilikleri için gereklilikleri bir araya getirerek, depozito büyüklüğüne bakılmaksızın% 7'ye ayarladı.

Önceden, kredi kuruluşları zorunlu %5'e, mevduat büyüklüğüne bağlı olarak %1-3 oranında düşmüştür. Yabancı para mevduat için standartlar %3'ten% 1'e düşürüldü. Yerleştirilen sertifikalarda kilit faiz oranını kullanmayı reddetmesinin ardından, Endonezya Merkez Bankası kredi kuruluşlarına karşı yükümlülüklerinin yüksek oranda olması nedeniyle, ihraç edilen menkul kıymetlerin yerleştirilmesinin özelliklerine büyük önem vermiştir. Parasal taban yapısındaki payları 2004 ve 2008 yıllarında asgari %38,2 ve %37,8 oranlarına gerilerken, Ocak ayında da %44,8 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 2010 yılında değerleri, para tabanına dahil olan ve maksimum değer olan yükümlülüklerden %82 daha yüksekti.

Tablo 2.2. Para tabanının geniş tanımdaki yapısı



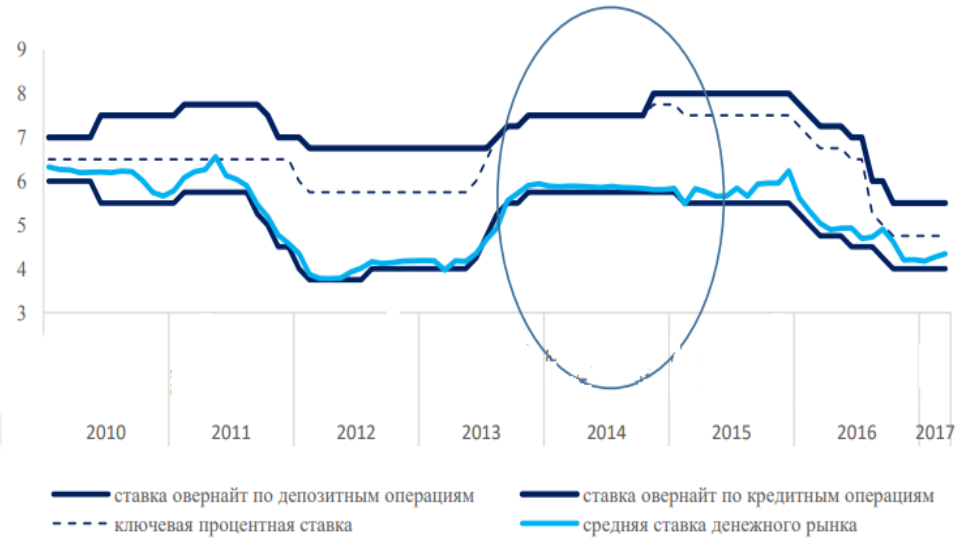
- Dolaşımdaki nakit para;
- Kredi kuruluşlarına borçlar.

Kaynak: Endonezya Merkez Bankası

Para politikasının aktarım mekanizmasının etkinliğini ve iç derinliğini arttırmak amacıyla 2010 yılının ikinci yarısında mevcut likidite miktarının emilmesine yönelik mevcut reformun bir sonraki aşaması gerçekleşti. 2010 yılında, krizin zirvesinden sonra, net sermaye girişindeki (rezerv varlıklar hariç) GSYİH'nın %3,5'e yükselmesi, 2009 yılında GSYİH'nın %0,9'una, özellikle kısa vadeli portföy yatırımlarındaki artışa bağlı olarak artmıştır. Ağustos 2010'da Endonezya Merkez Bankası, faiz grubunu 100 baz puan üzerinden genişletti. 200 bp'ye kadar, Şubat 2011'de asimetrik faiz bandının kullanımına geri döndü, kilit faiz oranı alt sınıra kaydırıldı, spread 0,75 puan, en yüksek oran ise 1,25 puandı. Eylül 2011'de Endonezya Merkez Bankası, faiz koridorunu 50 baz puan daha genişletti. 250 bp'ye kadar, ancak simetrik bir faiz oranı bandını kullanmaya da geri döndü.

Bununla birlikte, böyle bir önlem, sadece hedef oran koridorun üst sınırına kaydırıldığı asimetrik faiz koridorunun yapısını değiştirmeye geçiş aşaması olarak alınmıştır. Öyleyse, Ekim 2011'de, koridorun alt sınırı ile kilit oran arasındaki fark 1,25 puandan yükseltilmiştir. 1,5 bp'ye kadar, ardından Kasım ayında 2 bp'ye, Ekim 2011'de ise üst sınır ile anahtar oran arasındaki fark 1 puan, Kasım'da ise 0,5 puan düşürüldü. Endonezya Finansal Piyasa Bankası, sertifikaların yerleştirilmesi için haftalık açık artırmalar yapmayı reddetti ve bunları aylık işlemlerle değiştirdi. Bu koşullar altında, para piyasasında keskin dalgalanmaları önlemek için, Mart-Haziran 2010, Endonezya Bankası'nın ayın her ikinci haftasında açık artırma yaptığı ve aynı zamanda daha yüksek belirlenmiş (hedef) verime sahip çeşitli dönemler için menkul kıymetler koyduğu geçiş dönemi olarak belirlenmiştir. 2011 yılında, Endonezya Merkez Bankası 6 aylık bir süre için sertifika vermeye başladı. Bu önlem, düzenleyici tarafından bankaların likiditesinin daha uzun bir zaman aralığında yönetimini sağlayan ve iç mali piyasaların gelişmesine katkıda bulunan mekanizma olarak değerlendirilmiştir.

Tablo 2.3. Endonezya Bankası Faiz Koridoru



- mevduat işlemlerinde gecelik faiz oranı,
- - kredi işlemlerinde gecelik faiz oranı,
- - kilit faiz oranı,
- - ortalama para piyasası oranı

Kaynak: Endonezya Merkez Bankası

Para politikasını normalleştirme girişimi, Ağustos 2012'de Endonezya Merkez Bankası'nın faiz oranını daraltmaya (25 baz puan) başladığı dönemde yapıldı. 2013 ortasında faiz oranını keskin bir şekilde 50 baz puan düşürerek, Endonezya Merkez Bankası faiz oranını faiz koridorunun üst sınırına eşitledi. Yılda% 5,25 olarak belirlenen kilit faiz oranı, genişliğinin 1,5 puan olduğu faiz koridoruna simetrik olarak yerleştirilmiştir. Faiz oranı sistemi, geri alım işlemlerinde 7 gün boyunca kilit faiz oranlarının açıklandığı 2016 yılında Endonezya Merkez Bankası tarafından bir kez daha değiştirildi ve faiz koridorunun sınırları, bir gecede kalıcı operasyonlar için faiz oranları oluşturmaya devam etti. Yılda% 5,25 olarak belirlenen kilit faiz oranı, genişliğinin 1,5 puan olduğu faiz koridoruna simetrik olarak yerleştirilmiştir.

2016 yılının başlarında faiz oranlarının zaman yapısını düzenlemek için Endonezya Merkez Bankası, tüm likidite araçları için faiz oranlarında asimetrik değişiklik yaparak 1 ve 3 ay boyunca sağlanan kaynak maliyetini yalnızca 0,1 puan artırmıştır. En kısa ve uzun vadeli finansal kaynaklardaki faiz oranları 0,25 puan artırıldı. Bu yaklaşım, finansal piyasa segmentinin hızlandırılmış gelişimine katkıda bulunan bir unsur olarak kabul edildi.

Endonezya Merkez Bankası'nın deneyimine ilişkin bir araştırma, faiz oranı politikasının istikrarlı bir likidite fazlası bağlamında uygulanmasının özelliklerini yansıtmaktadır. En yaygın uygulamanın aksine, Endonezya Merkez Bankası, para politikasının kilit oranı olarak likiditeyi sağlamayan, ancak sağlamayan operasyonlarda faiz oranlarını kullanmaktadır. Başlangıçta, düzenleyiciler tarafından verilen sertifikaların oranı bu kapasitede kullanılmışsa, o zaman, 2016'dan başlayarak - ters repo faiz oranı. Endonezya'nın deneyimlerinin gösterdiği gibi, bu uygulama, Endonezya'daki istikrarlı likidite fazlasına rağmen, tüketici fiyat dinamiklerinde 2005'te% 17,1'den 2006'da% 6,6'ya, 2016'da ise 3,0'e yavaşlama sağladı.

İsviçre Bankası'nın faiz politikası

İsviçre Frangı'na fon sağlayarak ya da emerek, İsviçre Merkez Bankası'nın parasal oranlar üzerinde doğrudan bir etkisi vardır. Para politikası için operasyonel kriter seçimini belirleyen pazar. Normal koşullar altında, İsviçre Bankası, İsviçre frangı operasyonlarında Libor oranını 100 bp hedef aralığının ortasında tutmaya çalışır. İsviçre Bankası, hem açık piyasada hem de sürekli faaliyetlerin bir parçası olarak likidite sağlama/emilim işlemlerini gerçekleştirmektedir. Düzenli açık piyasa işlemleri, geri alım sözleşmelerinin yanı sıra İsviçre Merkez Bankası bonolarının yerleştirilmesini de içermektedir. Küresel finansal ve ekonomik krizler sırasında faiz oranı ve genel para politikası uygulamalarında önemli değişiklikler yaşanmıştır.

Aynı zamanda, küresel finansal ve ekonomik kriz ve artan finansal riskler bağlamında, teminatsız krediler için bankalararası piyasada önemli ölçüde daha az önemli hale geldiği ve oranının daha az güvenilir bir finansal gösterge haline geldiği unutulmamalıdır. Ancak, LIBOR faiz oranı, yabancı taraflarla yapılan mali

anlaşmaların yapılmasında önemli bir bağlantı olmaya devam etmektedir. Aralık 2008'de hedef aralığın alt sınırı sıfıra indirerek, para piyasası oranlarının oynaklığını azaltmak için Mart 2009'da İsviçre Bankası daha geniş bir hedef faiz bandı kullanılması, genişliği 75 bp'ye düşürüldü.

2009 yılının sonunda İsviçre Merkez Bankası'nın amacı döviz kurunu korumak olan doğrudan döviz müdahalelerinde aktif kullanımı nedeniyle, tarafından uygulanan para politikası rejimi IMF tarafından döviz kuru hedeflemesi rejimi olarak sınıflandırılmıştır. Eylül 2011'de İsviçre Merkez Bankası, İsviçre Frangı'nın Euro oranının alt sınırını belirlerken döviz müdahalesi düzenlemeye hazır olduğunu açıkladı ve böylece döviz kurunun niceliksel rehber olduğunu belirledi. Ekim 2011'de, hedef faiz grubu 25 puan olarak daraltıldı. Kullanım geçmişindeki minimum hedef aralık genişliği 25 bp olarak 2014 yılına kadar 4 yıl uyguladı.

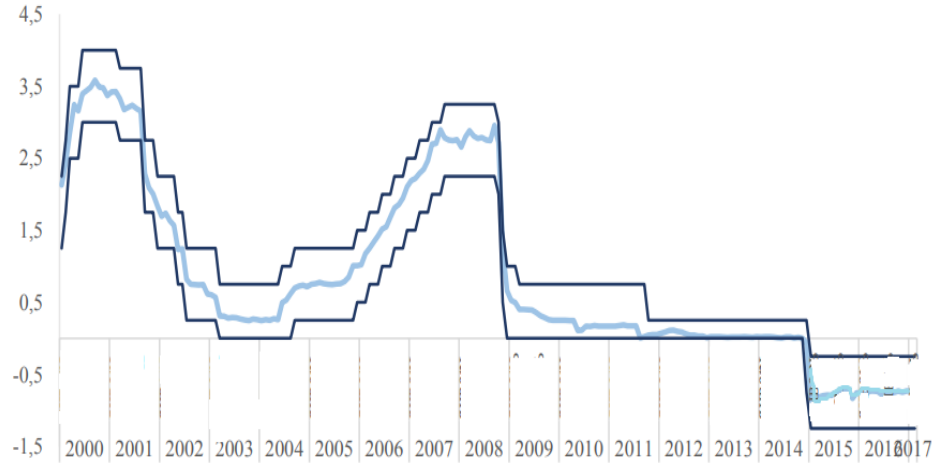
Tablo 2.4. İsviçre Merkez Bankası faiz koridoru evrimi

	Hedef Aralık Genişliği	**Reel faiz oranlarındaki değişiklik aralığı**
2000-2003	100	0.6 – 3.6
2003-2004	80	0.2 - 0.3
2004-2009	100	0.5 - 3.0
2009-2011	75	0.05 - 0.04
2011-2014	25	0.01- 0.1
2014-2018	100	-0.85 - -0.06

Kaynak: İsviçre Merkez Bankası

Aralık 2014'te, hedef aralığın alt sınırı yıllık% -0.75'e düşürüldü ve genişlik tekrar 100 bp'ye çıkarıldı. LIBOR oranı negatif değerler alanına taşındı. İsviçre Bankası, Ocak 2015'te para politikasını yumuşatmaya devam ederek, aralık üst sınırını yıllık % -0.25'e, alt sınır ise yıllık % -1.25'e indirdi ve faiz koridorunun genişliğini korudu.

Şekil 2.7. İsviçre Bankası Faiz Koridoru



- 3 aylık Libor oranı;
- hedef aralığı.

Kaynak: İsviçre Merkez Bankası

İsviçre Merkez Bankası'nın deneyimi, para piyasasının gerçek oranlarındaki hedef değişiklik aralıklarını politikasının özelliklerini yansıtmaktadır. İsviçre Bankası tarafından kullanılan operasyonel mekanizmanın ayırt edici özelliği, para piyasasında uzun vadeli faiz oranlarının hedeflenmesidir; bu, Japonya ve diğer gelişmiş ülkelerde böyle bir politikanın uygulanmasının sonuçları konusundaki artan tartışmalar ışığında, İsviçre Bankası'nın deneyimine ilişkin çalışmanın önemini belirlemektedir.

2.5. TCMB'NİN FAİZ KORİDORU UYGULAMALARI

Finansal sistemdeki belirsizlikler, merkez bankalarının finansal piyasalarda istikrarı sağlamak için araçlar ve para politikası önlemleri kullanmalarını gerektirmektedir. Para politikası uygulamalarının yardımıyla, TCMB fiyat istikrarını tehlikeye atmadan finansal istikrar arar ve politikasını geliştirir. TCMB, normal para politikasından farklı olan bu uygulamayı kredi büyümesine ve kurdaki

dalgalanmalara karşı korumak ve finansal riskleri azaltmak için ek bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Yeni para politikası araçlarının parçası olarak geliştirilen araçlardan biri de faiz koridoru. Faiz koridorunun uygulanması, merkez bankasının günlük borçlanma ve borç verme faiz oranları, ekonomik ve finansal değişkenlerdeki belirsizlikleri ortadan kaldırmak ve sermaye akımlarının bunlara etkisini en aza indirgemek arasındaki süredir.

Yeni politika çerçevesinde, TCMB faiz koridorunu, bir haftalık repo faiz oranını ve likidite yönetimi araçlarını ve zorunlu karşılıklarını politika aracı olarak benimsemiştir. Para politikasını uygularken TCMB, piyasa faiz oranlarını ve likiditesini etkilemek için kullanılan faiz koridoru aracılığıyla piyasaya ihtiyaç duyan bankalara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite sağlayabilir. TCMB'nin bir gecede bankalardan borç alabileceği ve ödünç alabileceği faiz oranları arasında bulunan faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. 2010 yılında faiz Para Politikası Komitesi teknik faiz oranını ayarlamaya karar vermiş ve faiz koridoru arasında 1 haftalık repo ihale faiz oranını politika faiz oranı olarak belirlemeye karar vermiştir.

2011 yılı sonunda TCMB'nin faiz koridoru stratejisi değiştirerek üst limiti oluşturan gecelik borç verme faiz oranları daha aktif kullanılmıştır. 2012 yılında faiz koridoru ve likidite politikasının, kredi büyümesini finansal istikrara uygun seviyelere düşürmede önemli bir rol oynadığı ve faiz koridorunun kredi temini için makro ihtiyati bir araç olarak değerlendirilebileceği belirtilmiştir. 2013 yılında enflasyon% 5 seviyesinde kalırken, finansal istikrar gözlenmeye devam etti. Ancak, Mayıs 2013 sonrasında Türk Lirasının değer kaybetmesi enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerinde olumsuz etki yarattı. TCMB, makro finansal riskleri göz önüne alarak ihtiyatlı bir para politikası uygulamıştır. Enflasyon göstergelerinin hedefleme üzerindeki fiyatlama davranışı üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak için ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. 2013 yılında ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak amacıyla gecelik borç verme faiz oranını artırarak faiz koridoru genişletilmiştir.

TCMB, 2015 yılında daha dar ve asimetrik bir faiz koridoru kullanmayı tercih etmiş ve iskonto oranını koridor tabanına yakın tutmuştur. 2015–2018 döneminde

Üst bant aşağı çekilerek faiz koridoru daraltıldı. Bununla birlikte, TCMB, kredilerdeki faiz oranını 5'ten 5'e yükseltti, 2018'de piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyatlamanın ve enflasyon beklentilerindeki artışın devam etmesinin genel davranış riskini artırdığı gerekçesiyle fiyat istikrarını korumak için güçlü bir parasal sıkılaştırma azaltılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.FİNANSAL İSTİKRAR VE FAİZ KORİDORU ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ÇALIŞMA

3.1. Model, Yöntem ve Veriler

Çalışmanın konusu ile ilgili literatür araştırması detaylı bir biçimde incelenmiş olup araştırma konusunun hangi metotla değerlendirileceği saptanmıştır. Böylelikle araştırmanın metodu belirlenmiştir. Araştırma konusu panel VAR metoduyla sınanıp değerlendirilmiştir.

3.2. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmada belirlenen krediler, enflasyon, döviz kuru ve cari açığın / GSYH oranı incelenip, tetkik edilmiş olup OECD ülkeleri açısından yorumlanması yapılmıştır. Bu çalışmanın amacı OECD ülkelerinin kredi, enflasyon, döviz kuru ve cari açığın / GSYH değişkenleri arasındaki ilişkinin mevcudiyetini tespit etmektir.

Yapılan bu çalışmada ulaşılmak istenen asıl hedef faiz koridorunun finansal istikrar üzerindeki etkisini ölçebilmektir. Ayrıca çalışmada yer alan değişkenlerin (krediler, enflasyon, döviz kuru ve cari açığın / GSYH) aralarındaki ilişkinin mevcudiyeti, değişkenlerin yönünün belirlenmesi ve bilimsel araştırmalara katkıda bulunmasına yönelik bilimsel sonuçlara ulaşmaktır.

3.3. Araştırma Kapsamı ve Sınırlılıkları

OECD ülkelerinden meydana gelen araştırma konusu 35 ülkeyi kapsamakta olup OECD ülkeleri içerisinden sadece 14 ülke analize dahil edilmiştir. Bu ülkeler

Avusturalya, Avusturya, Belçika, Şili, Danimarka, Estonya, Filandiya, Fransa, Yunanistan, Japonya, Meksika, Türkiye, İtalya, İspanya'dır. OECD ülkeleri içerisinden diğer ülke verilerinin bir kısmına ulaşılamaması neticesinde analize dahil edilmemiştir.

Çalışmada yer alan 14 ülkenin verileri Dünya Bankası, Federal Reserve Bank Of St. Louis ve data.oecd.org adresinden elde edilmiştir. Çalışma 2010 – 2018 yılları arasındaki dönemi içermekte olup değişkenlerin verileri yıllık olarak alınmıştır. Çalışmada 4 değişken (krediler, enflasyon, döviz kuru ve cari açığın / GSYH oranı) bulunmaktadır.

3.4. Panel Veri Analizinin Tarihçesi

Panel veri analizi, sosyal bilimlerde, epidemiyolojide ve ekonometride, iki boyutlu panel verilerini analiz etmek için yaygın olarak kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Veriler genellikle zaman içinde ve aynı bireyler boyunca toplanır ve daha sonra bu iki boyut üzerinde bir gerileme uygulanır.

Marc Nerlove 'ye göre, panel veri tekniklerinin sabit etkiler modeli, Gauss ve Legendre'nin astronomik çalışmalarındaki en küçük kareler yöntemlerinden ve İngiliz bir astronomla rastgele etkiler veya varyans bileşenleri modellerinden kaynaklanmıştır. 1861'de bir monografi yayınlayan George Biddell Airy, astronomik panel veri analizi için açıkça bir varyans bileşenleri modeli kullanmıştır. 953 yılında, CR Henderson, rastgele etkilerin ve karışık modellerin analizinde; ve 1967'de HO Hartley ve JNK Rao varyans bileşenleri modelleri için maksimum olabilirlik (ML) yöntemlerini tasarlamıştır. Dinamik panel modelleri ünlü Balestra-Nerlove modelleri ile başladı. Panel veri analizi, Pascal Mazodier tarafından düzenlenen, 1977 Ağustos'unda Paris'teki panel veri ekonometrisi konulu ilk konferans ile olgunlaşmıştır. O zamandan beri, alan hem metodolojik hem de uygulamalı araştırmalarda genişleyen faaliyetlere tanık olmuştur (Vijayamohanan, 2016:3).

Panel veriler (eski terminoloji), çoklu zaman dilimlerinde çoklu olaylarla ilgili gözlemleri içeren bir veri setini ifade etmektedir. Panel veriler mekansal (enine kesit) ve zamansal (zaman serileri) olmak üzere iki boyuta sahiptirler.

Genellikle kısa bir süre içinde bireylerin, hane halklarının, firmaların veya endüstrilerin araştırılması mikro panelleri verirken; yıllardan fazla sayıda ülke ve bölgeden oluşan araştırmaları da makro paneller oluşturmaktadır (Vijayamohanan, 2016:3).

3.5. Panel Veri Analizi

Panel verileri veya longitudinal veriler tipik olarak, birkaç kişinin zaman serisi gözlemlerini içeren verileri ifade etmektedir. Bu nedenle, panel verilerdeki gözlemler en az iki boyut içerir; alt simge ” i” ile gösterilen kesit boyutu ve alt simge ” t” ile gösterilen zaman dizisi boyutu. Bununla birlikte, panel veriler daha karmaşık bir kümelenme veya hiyerarşik yapıya sahip olabilmektedirler. Örneğin, y değişkeni, t anındaki i ülkesindeki j kentindeki istasyondaki hava kirliliği seviyesinin ölçümü olabilmektedir (Hsiao, 2006:1).

Panel veri çalışmaları metodolojik veya ampirik olarak çoğalmıştır. 1986 yılında, Hsiao’nun “Panel Veri Analizi’nin” ilk baskısı yayınlandığında, Sosyal Bilimler Atıf indeksine göre, “panel verileri veya longitudinal veriler” gibi anahtar kelimeleri listeleyen 29 çalışma ortaya çıkmıştır. 2004 itibariyle 687 ve 2005 yılında 773 çalışma olmuştur. Uygulanan çalışmaların büyümesi ve panel verilerinin yeni ekonometrik araçlarının metodolojik gelişimi, Balestra ve Nerlove'nin seminal makalesinden bu yana gittikçe artış göstermiştir. Panel veri çalışmalarının geometrik büyümesine katkıda bulunan en az üç faktör vardır. (i) veri kullanılabilirliği, (ii) insan davranışının karmaşıklığını modellemek için tek bir kesit veya zaman serisi verilerinden daha fazla kapasite ve (iii) zorlu bir metodoloji (Hsiao, 2006:1).

Panel verilerinin toplanması, enine kesit veya zaman serisi verilerinin toplanmasından çok daha maliyetlidir. Bununla birlikte, panel verileri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak kullanılmaktadır (Hsiao, 2006:1).

3.6. Panel Veri Analizlerinin Avantajları

Panel verileri, bireyler arası farklılıkları ve bireyler arası dinamikleri birleştirerek kesitsel veya zaman serisi verilerine göre çeşitli avantajlara sahiptir:

1. Model parametrelerinin daha doğru çıkarımı. Panel verileri genellikle T = 1 olan bir panel olarak görülebilen kesitsel verilerden veya N = 1 olan bir panel olan zaman serisi verilerinden daha fazla serbestlik derecesi ve daha fazla örneklem değişkenliği içerir, dolayısıyla ekonometrik tahminlerin verimliliğini artırırlar.
2. İnsan davranışının karmaşıklığını yakalamak için tek bir kesit veya zaman serisi verilerinden daha fazla kapasiteye sahiptirler.
3. Hesaplama ve istatistiksel çıkarımı basitleştirirler.
4. Panel veriler en az iki boyut, enine kesit boyutunu ve zaman serisi boyutunu içermektedirler.
5. Normal şartlar altında, panel veri tahmin edicisinin veya çıkarımının hesaplanmasının kesitsel veya zaman dizisi verilerinden daha karmaşık olması beklenmektedir.
6. Ancak, bazı durumlarda panel verilerin kullanılabilirliği aslında hesaplama ve çıkarımı daha da kolaylaştırmaktadır.

3.7. Veri Seti ve Değişkenler

Finansal istikrar ve faiz koridoru arasındaki ilişkiler, aşağıda sunulan Tablo 3.1' de ki 14 ülke için 2010 - 2018 dönemlerinde yıllık veriler olarak incelenecektir. Ekonometrik analizimizde OECD ülkelerinden diğer ülkeleri seçmememizin sebebi; diğer ülke verilerinin bir kısmına ulaşılamamasından kaynaklanmaktadır.

Çalışmada krediler, enflasyon, döviz kuru ve cari açık /GSYH değişkenleri veri seti olarak kullanılmıştır. Ekonometrik modelde kullanılan bütün veriler Dünya Bankası, Federal Reserve Bank of St. Louis ve data.oecd.org adresinden elde edilmiştir.

Tablo 3.1. Çalışmada Ele Alınan Ülke Grubu

Japonya	Türkiye
Avusturya	İtalya
Avustralya	Fransa
Belçika	Danimarka
İspanya	Estonya
Şili	Fillandiya
Meksika	Yunanistan

Kaynak: Tablo tarafımızca hazırlanmıştır**.**

3.8. Değişkenlerin Tanımlanması ve Betimsel İstatistikler

Panel veri analizi ekonomi alanında çok sık kullanılan analizlerden biridir**.** Bu analizde kullandığımız veri seti Reel Efektif Döviz Kuru (DVK), Enflasyon (ENF), Cari Açık / GSYH (CAS), Özel Sektör Kredilerinden (KRD) oluşmaktadır. Reel Efektif Döviz Kuru (DVK) yıllık dönemlerde Federal Reserve Bank of St. Lous 'ta açıklanmaktadır. Enflasyon (ENF) ise, yıllık dönemlerde OECD Data da oluşmaktadır. Analizde enflasyonu temsilen Tüfe kullanılmıştır. Özel sektör kredileri ve cari açık / GSYH oranı Dünya Bankasından elde edilmiştir. Değişkenlerin doğal logaritmaları alınarak analizlerde kullanılmıştır. Çalışmada dikkate alınan değişkenlere ait özet bilgiler Tablo 3.2' de sunulmuştur.

Tablo 3.2. Modelde Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması

Değişken	Değişkenin Tanımı	Değişkenin Kaynağı
KRD	Özel sektör kredileri	https://data.worldbank.org/
ENF	Tüfe	https://data.oecd.org/
DVK	Reel efektif döviz kuru	https://fred.stlouisfed.org/
CAS	Cari Açık / GSYH	https://data.worldbank.org/

Kaynak: Tablo tarafımızca hazırlanmıştır.

Modelde amaç doğrultusunda panel VAR modeli tahmin edilecektir. Model tahmin denklemi aşağıdaki gibidir:

$$KRD_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}\, ENF_{it} + \beta_{2it}\, DVK_{it} + \beta_{3it}\, CAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde KRD bağımlı değişkeni tanımlarken ENF, DVK ve CAS bağımsız değişkeni tanımlamaktadır. β_0 sabit parametreyi gösterirken $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ bağımsız değişkenlerin parametrelerini göstermektedir. ε simgesi ise modeldeki hata terimini göstermektedir. Modeldeki tüm değişkenlerin logaritmaları alınmıştır. Modeldeki değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.3 içerisinde gösterilmektedir.

Tablo 3.3 Değişkelere Ait Betimleyici İstatistikler

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
logkrd	126	4,36777	0,5890351	2,908539	5,262846
Logcas	125	0,7167215	0,8816938	-2,120264	2,407845
Logdvk	126	0,9136817	1,76431	-0,3285041	4,795791
Logenf	126	4,606801	0,86625	4,216562	5.056882

Ele alınan 2010- 2018 döneminde ortalama 4.37 kredi verilmiştir. Cari açık / GSYH oranı ortalama 0.72'dir. Değişkenlere ait betimleyici istatistiklerde; değişkenlere ait standart sapmaları, aritmetik ortalamaları, çarpıklık ve basıklık ölçüleri, maximun ve minimun değerlerini vermektedir. Değişkenlere ait bu betimleyici istatistikler modelde normal dağılım olup olmadığını göstermektedir.

Modelde zaman boyutu T = 9 ve yatay kesit sayısı n = 14'tür. N = n x T 'den model panel boyutunda 126 gözleme sahiptir. Model dengeli panel yapısını içermektedir. Tablo 3.4 içerisinde değişkenlerin çarpıklık ve basıklık ölçümleri verilmektedir.

.

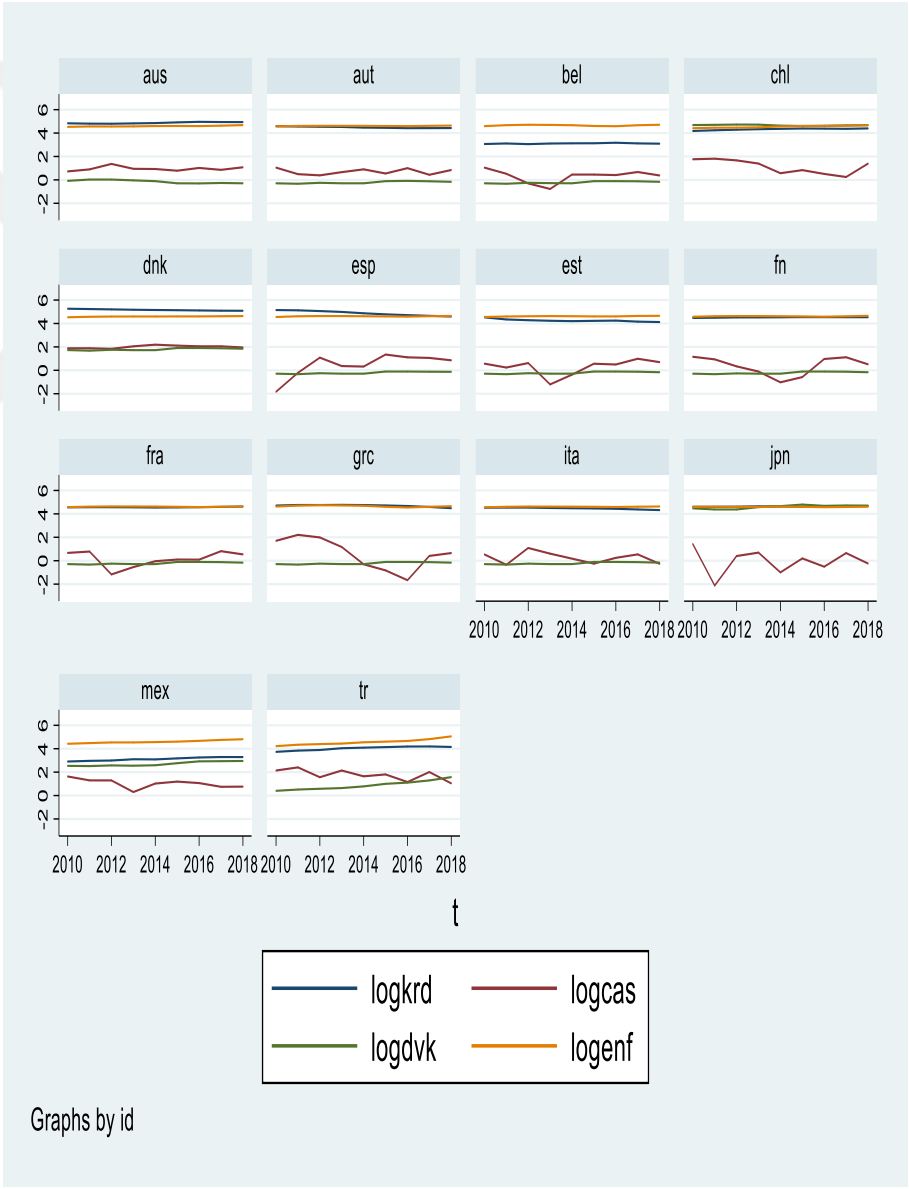
Tablo 3.4. Değişkelere Ait Çarpıklık ve Basıklık Ölçümleri

Variable	Obs	Skewness	Kurtosis	Adj. chi2 (2)	Prob>chi2
logkrd	126	0,0000	0,1919	17,66	0,0001
logcas	125	0,0057	0,1171	8,93	0,0115
logdvk	126	0,0000	0,6274	19,64	0,0001
logenf	126	0,6922	0,0000	24,53	0,0000

Yukarıdaki tabloya bakıldığında değişkenlerin çarpıklık ve basıklık değerleri görülmektedir. Çarpıklık, simetrik bir çan eğrisindeki bozulma veya asimetri veya bir veri kümesinde normal dağılım anlamına gelmektedir. Eğri sola veya sağa kaydırılırsa, eğri olduğu söylenmektedir. Çarpıklık, belirli bir dağılımın normal dağılımdan ne ölçüde değiştiğinin bir temsili olarak gösterilmektedir. Normal dağılımın eğriliği sıfır iken, örneğin lognormal bir dağılım bir dereceye kadar sağa eğik olmaktadır. Basıklık, bir dağılımın kuyruklarının normal dağılımın kuyruklarından ne kadar farklı olduğunu tanımlayan istatistiksel bir ölçüdür. Başka bir deyişle, basıklık, belirli bir dağılımın kuyruklarının uç değerler içerip içermediğini belirlemektedir. Ayrıca değişkenlerin çarpıklık ve basıklık ölçümlerine bakıldığında; katsayılarının ± 1 bant aralığında yer alması değişkenlerin normal

dağılım şartını taşıdıklarını göstermektedir. Değişkenlere ait grafikler Tablo 3.5'te gösterilmektedir. Modeldeki değişkenlere ait analizler Eviews 9 ve Stata 15 programları ile yapılmıştır.

Tablo 3.5. Değişkelere Ait Grafikler



3.9. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Yatay kesit bağımlılığı testi panel veri analizlerinde zaman serisi metotlarının uygulandığı modellerde önemlidir. Çünkü panel veri modelinde hangi birim kök testlerinin uygulanacağı yatay kesit bağımlılığı testi ile kararlaştırılmıştır. Eğer modelde yatay kesit bağımlılığı varsa 1. Nesil panel birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığı yoksa 2. Nesil panel birim kök testleri kullanılmaktadır. Pesaran CD_{LM} Testi, Friedman R Testi, Frees Q Testi yatay kesit bağımlılığı testlerindendir.

3.9.1. Pesaran CD_{LM} Testi , Friedman R Testi, Frees Q Testi

Pesaran CD_{LM} Testi , Friedman R Testi, Frees Q Testi yatay kesit bağımlılığı testi olup hem rassal etkili modellerde hem de sabit etkili modellerde kullanılmaktadır. Bu yatay kesit testinden sadece N > T olduğu durumlarda yararlanılabilinmektedir.

H_0: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1: Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 3.6. Pesaran CD_{LM} Testi

Correlation matrix of residuals:

	c1	c2	c3	c4	c5	c6	c7	c8	c9	c10	c11	c12	c13
r1	1.0000												
r2	-0.4283	1.0000											
r3	0.8530	-0.3083	1.0000										
r4	-0.4106	-0.0522	-0.4585	1.0000									
r5	-0.4008	0.9840	-0.2175	-0.0879	1.0000								
r6	-0.5267	0.9407	-0.3721	0.1616	0.9547	1.0000							
r7	-0.0262	0.8820	0.0957	-0.4008	0.8988	0.7509	1.0000						
r8	0.9769	-0.4819	0.7976	-0.4214	-0.4600	-0.5793	-0.0728	1.0000					
r9	0.5994	-0.4044	0.4644	-0.7274	-0.4379	-0.6347	-0.0682	0.6782	1.0000				
r10	-0.1196	0.6769	0.0915	0.1903	0.7537	0.8103	0.6154	-0.1991	-0.6326	1.0000			
r11	-0.2849	0.8546	-0.1383	0.1883	0.8895	0.9348	0.7597	-0.3767	-0.7452	0.9411	1.0000		
r12	0.5921	-0.6124	0.2664	-0.0826	-0.6843	-0.7483	-0.4588	0.6254	0.5104	-0.5505	-0.6227	1.0000	
r13	0.7842	-0.8596	0.6535	-0.1540	-0.8508	-0.9004	-0.5939	0.8106	0.6099	-0.5115	-0.7263	0.7703	1.0000
r14	0.5098	-0.4909	0.5614	0.2738	-0.4174	-0.3372	-0.4158	0.4489	-0.1511	0.2446	-0.0434	0.3798	0.6113

	c14
r14	1.0000

Pesaran's test of cross sectional independence = 1.766, Pr = 0.0773

Tablo 3.6 içerisindeki tüm değişkenlerde N > T durumundan dolayı yatay kesit birimleri arasında korelasyon yoktur. H_0 hipotezi red, H_1 hipotezi kabul edilir.

,

Tablo 3.7. Friedman R Testi

Correlation matrix of residuals:

	c1	c2	c3	c4	c5	c6	c7	c8	c9	c10	c11	c12	c13
r1	1.0000												
r2	-0.4897	1.0000											
r3	0.8773	-0.3139	1.0000										
r4	-0.4094	-0.0432	-0.4588	1.0000									
r5	-0.4338	0.9878	-0.2187	-0.0838	1.0000								
r6	-0.5568	0.9464	-0.3731	0.1652	0.9548	1.0000							
r7	-0.0916	0.8801	0.0970	-0.3995	0.9105	0.7626	1.0000						
r8	0.9829	-0.5889	0.8521	-0.4300	-0.5246	-0.6422	-0.1790	1.0000					
r9	0.5654	-0.5326	0.5098	-0.7779	-0.5220	-0.7273	-0.1980	0.6219	1.0000				
r10	-0.1170	0.6909	0.0918	0.1892	0.7582	0.8130	0.6418	-0.2038	-0.6874	1.0000			
r11	-0.2849	0.8546	-0.1383	0.1883	0.8895	0.9348	0.7597	-0.3767	-0.7452	0.9411	1.0000		
r12	0.5723	-0.6675	0.2703	-0.0727	-0.7157	-0.7750	-0.5344	0.6062	0.4807	-0.5566	-0.6227	1.0000	
r13	0.7877	-0.8925	0.6559	-0.1493	-0.8651	-0.9112	-0.6410	0.8352	0.6311	-0.5116	-0.7263	0.7698	1.0000
r14	0.5971	-0.4719	0.5780	0.2681	-0.4117	-0.3344	-0.3813	0.5832	-0.0624	0.2453	-0.0434	0.4443	0.6532

	c14
r14	1.0000

Friedman's test of cross sectional independence = 9.095, Pr = 0.7657

Tablo 3.7 içerisindeki tüm değişkenlerde T< N durumundan dolayı yatay kesit birimleri arasında korelasyon yoktur. H_0 hipotezi red, H_1 hipotezi kabul edilir.

Tablo 3.8. Frees Q Testi

Correlation matrix of residuals:

	c1	c2	c3	c4	c5	c6	c7	c8	c9	c10	c11	c12	c13
r1	1.0000												
r2	-0.4897	1.0000											
r3	0.8773	-0.3139	1.0000										
r4	-0.4094	-0.0432	-0.4588	1.0000									
r5	-0.4338	0.9878	-0.2187	-0.0838	1.0000								
r6	-0.5568	0.9464	-0.3731	0.1652	0.9548	1.0000							
r7	-0.0916	0.8801	0.0970	-0.3995	0.9105	0.7626	1.0000						
r8	0.9829	-0.5889	0.8521	-0.4300	-0.5246	-0.6422	-0.1790	1.0000					
r9	0.5654	-0.5326	0.5098	-0.7779	-0.5220	-0.7273	-0.1980	0.6219	1.0000				
r10	-0.1170	0.6909	0.0918	0.1892	0.7582	0.8130	0.6418	-0.2038	-0.6874	1.0000			
r11	-0.2849	0.8546	-0.1383	0.1883	0.8895	0.9348	0.7597	-0.3767	-0.7452	0.9411	1.0000		
r12	0.5723	-0.6675	0.2703	-0.0727	-0.7157	-0.7750	-0.5344	0.6062	0.4807	-0.5566	-0.6227	1.0000	
r13	0.7877	-0.8925	0.6559	-0.1493	-0.8651	-0.9112	-0.6410	0.8352	0.6311	-0.5116	-0.7263	0.7698	1.0000
r14	0.5971	-0.4719	0.5780	0.2681	-0.4117	-0.3344	-0.3813	0.5832	-0.0624	0.2453	-0.0434	0.4443	0.6532

	c14
r14	1.0000

Frees' test of cross sectional independence = 3.666

Critical values from Frees' Q distribution

alpha = 0.10 : 0.3169

alpha = 0.05 : 0.4325

alpha = 0.01 : 0.6605

Yukarıdaki Friedman test istatistiği incelendiğinde yatay kesit birimleri arasında korelasyon olmadığı gözlemlenmektedir**.** H_0 red, H_1 kabul edilir. Kısacası değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı yoktur.

Birimler arasında korelasyon olmaması sebebiyle, değişkenlerin birim kök derecelerinin saptanmasında 1. Nesil birim kök testlerinin daha kuvvetli sonuçlar vereceği öngörülmektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda Tablo 3.9 ve 3.10 içerisinde 1. Nesil birim kök test sonuçları verilmektedir (Levin, Lin ve Chu Testi- LLC, Harris ve Tzavalis Testi, Hadri Testi, Breitung Testi, lm, Pesaran ve Shin testi).

Tablo 3.9. Kredi ve Enflasyon Değişkenlerinin Birim Kök Testi

D(LOGKRD)		
Method	**Statistic**	**Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-3.77148	0.0001
ADF - Fisher Chi-square	59.8602	0.0004
PP - Fisher Chi-square	67.7812	0.0000
Hadri Z-stat	11.5445	0.0000
Harris – Tzavalis	0.5700	0.0000
Im, Pesaran ve Shin	-2.6244	0.0043
D(LOGENF)		
Levin, Lin & Chu t*	-6.65645	0.0000
ADF - Fisher Chi-square	88.5141	0.0000
PP - Fisher Chi-square	83.2849	0.0000
Hadri Z-stat	11.1733	0.0000
Harris – Tzavalis	-2.7091	0.0000

Yukarıdaki tabloda incelendiği gibi " Enflasyon" ve "Kredi" değişkenleri seviyede durağan olmadıkları için birinci düzey farkları alınarak seri durağan hale getirilmiştir.

Tablo 3.10. Döviz Kuru ve Cari Açık/ GSYH Değişkenlerinin Birim Kök Testi Sonuçları

D(LOGDVK)		
Method	**Statistic**	**Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-7.35406	0.0000
ADF - Fisher Chi-square	102.622	0.0000
PP - Fisher Chi-square	99.9596	0.0000
Hadri Z-stat	2.74393	0.0000
Harris – Tzavalis	0.5700	0.0000
Im, Pesaran ve Shin	-2.68589	0.0036
D(LOGCAS)		
Levin, Lin & Chu t*	-14.8501	0.0000
ADF - Fisher Chi-square	90.7388	0.0000
PP - Fisher Chi-square	118.796	0.0000
Hadri Z-stat	3.32519	0.0004
Harris – Tzavalis	-2.7091	0.0000
Im, Pesaran ve Shin	-6.01305	0.0000

Yukarıdaki tabloda incelendiği gibi “Döviz Kuru ” ve “ Cari Açık/ GSYH” değişkenleri seviyede durağan olmadıkları için birinci düzey farkları alınarak seri durağan hale getirilmiştir.

3.10. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Var, Granger ve Eş bütünleşme testleri kullanılmadan önce Var modelinin optimal gecikme uzunluğu varsayılan bilgi kriterlerine göre belirlenmesi gerekmektedir. Optimal gecikme uzunluğu tespit edilirken, gecikme uzunluğunun ne çok uzun ne de çok kısa olmamasına dikkat edilmelidir. Optimal gecikme uzunluğunun çok fazla olması bilgi kaybına sebep olurken, çok kısa olması ise hata terimleri arasındaki korelasyona neden olmaktadır**.**

Tablo 3.11. Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	216.0779	NA	1.72e-08	-6.525473	-6.391665	-6.472677
1	267.8020	95.49073	5.74e-09	-7.624678	-6.955636*	-7.360698
2	291.1173	40.17406	4.61e-09	-7.849764	-6.645488	-7.374600*
3	311.7029	32.93695*	4.07e-09*	-7.990859*	-6.251349	-7.304511

*Kriterler tarafından belirlenen gecikme seviyesini göstermektedir.

Tablo 3.11 incelendiğinde model için en uygun optimal gecikme uzunluğunun 3 olduğu görülmektedir. 3 gecikme bütün kriterler için minimum değeri vermiştir.

3.11. Granger Nedensellik Testi

Var modelinde değişkenler arasında ilişkinin yönünü belirlemek için Granger nedensellik testi kullanılmaktadır. Değişkenler arasında ya çift yönlü bir nedensellik ya da tek yönlü bir nedensellik vardır.

Ho: Değişkenler arasında nedensellik yoktur.

H_1: Değişkenler arasında nedensellik vardır.

Tablo 3.12. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Dependent variable: DLOGKRD			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOGENF	1.945515	3	0.5838
DLOGDVK	3.408009	3	0.3329
DLOGCAS	0.858974	3	0.8353
All	7.084265	9	0.6283
Dependent variable: DLOGENF			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOGKRD	10.26991	3	0.0164
DLOGDVK	21.86480	3	0.0001
DLOGCAS	6.498016	3	0.0897
All	41.59008	9	0.0000
Dependent variable: DLOGDVK			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOGKRD	2.124541	3	0.5470
DLOGENF	14.93641	3	0.0019
DLOGCAS	1.233069	3	0.7451
All	22.20718	9	0.0082
Dependent variable: DLOGCAS			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
DLOGKRD	1.663563	3	0.6451
DLOGENF	3.128521	3	0.3722
DLOGDVK	4.569819	3	0.2061
All	11.89176	9	0.2195

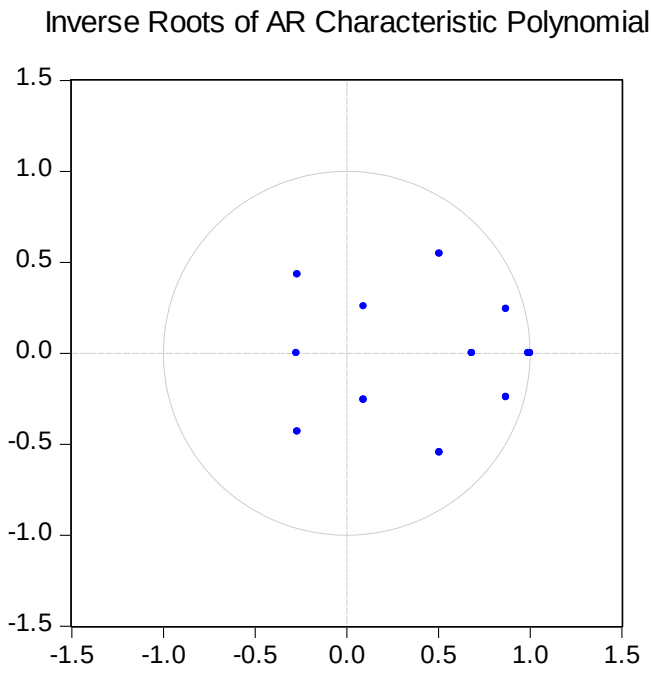
Özel sektör kredileri için Granger Nedensellik Testine bakıldığında değerleri 0.05'ten büyük olduğu için Ho reddedilir. Bu sebeple seriler arasında nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna varılmaktadır.

Cari Açık / GSYH için Granger Nedensellik Testine bakıldığında değerleri 0.05'ten büyük olduğu için Ho red ve H_1 kabul edilir. Bu sebeple seriler arasında nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna varılmaktadır.

Döviz kuru değişkenine bakıldığında, döviz kurunun özel sektör kredileri ve cari açık / GSYH ile arasında nedensellik ilişkisi var iken enflasyon ile arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır.

Enflasyon değişkeninin Granger nedensellik sonucuna bakıldığında ise, enflasyonun özel sektör kredileri ve döviz kuru arasında bir nedensellik ilişkisinin olmadığı fakat enflasyonun cari açık / GSYH ile arasında bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir.

Şekil 3.1. Öz Değerler Grafiği



AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki durumları modelin durağan olduğunu ifade etmektedir.

3.12. Varyans Ayrıştırması

Ekonometride ve çok değişkenli zaman serisi analizinin diğer uygulamalarında, bir vektör otoregresyon modelinin takılmasından sonra yorumlanmasına yardımcı olmak için bir Varyans ayrıştırması veya tahmin hatası varyansı ayrıştırması kullanılır. Varyans ayrıştırması, çok çeşitli değişkenlerde basitleştirici yapıları ortaya çıkarmak için çok değişkenli analizde uygulanan klasik bir istatistiksel yöntemdir. Faktör analitik yöntemleri ve ekonomik tahminlerde yaygın olarak kullanılmaktadır. Makroekonomik analizde " Varyans ayrıştırması" veya daha kesin olarak, " Tahmini hata Varyans ayrıştırması " terimi, vektör otoregresif (VAR) modelleri tarafından açıklanan değişkenler arasındaki ilişkileri yorumlamak için belirli bir araç için daha dar olarak kullanılmaktadır. Bu modeller Sims tarafından savunulmuş ve o zamandan beri birçok iktisatçı ve ekonometri uzmanı tarafından klasik eşzamanlı denklem modellerine alternatif olarak kullanılmıştır. Sims, ikinci modellerin nasıl belirlendiğini eleştirmiş ve özellikle eşzamanlı denklemler modellemesinde yaygın olan dışsallık varsayımlarını sorgulamıştır. Kısacası; varyans ayrışması, bir değişkene yapılan şokun farklı bir değerin (varyansının) tahmin hatasını ne kadar etkilediğini göstermektedir.

Tablo 3.13. Varyans Ayrıştırma Sonuçları

DLOGKRD

Period	S.E.	DLOGKRD	DLOGENF	DLOGDVK	DLOGCAS
1	0.032627	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.036296	97.56164	1.995381	0.432109	0.010868
3	0.039120	95.60168	1.725959	2.565304	0.107060
4	0.040717	94.85545	1.700489	3.067060	0.377000
5	0.041206	94.91251	1.684445	3.003093	0.399956
6	0.041598	94.83205	1.786850	2.971415	0.409685
7	0.041960	94.13821	2.470294	2.927553	0.463942
8	0.042143	93.67661	2.706092	3.024211	0.593089
9	0.042296	93.26005	2.696693	3.442993	0.600265
10	0.042368	93.08343	2.693885	3.617378	0.605305

Period	S.E.	DLOGKRD	DLOGENF	DLOGDVK	DLOGCAS
1	0.027057	1.772877	98.22712	0.000000	0.000000
2	0.040641	0.970456	93.56544	1.366750	4.097352
3	0.046817	0.738265	73.31300	19.30638	6.642359
4	0.050984	0.624755	61.89536	31.78243	5.697449
5	0.052170	0.680541	59.57041	33.15277	6.596282
6	0.054167	0.815491	61.67665	31.33867	6.169186
7	0.058777	0.865833	64.81943	28.67999	5.634744
8	0.063529	0.887492	63.50460	30.09056	5.517343
9	0.066974	0.908060	59.49338	34.46570	5.132857
10	0.069396	0.948794	56.67918	37.57183	4.800195

Period	S.E.	DLOGKRD	DLOGENF	DLOGDVK	DLOGCAS
1	0.081882	0.502812	0.512123	98.98506	0.000000
2	0.087998	4.221360	0.880904	94.23297	0.664764
3	0.088061	4.216887	0.940552	94.14717	0.695393
4	0.093579	4.527210	6.800377	87.44080	1.231617
5	0.106327	3.664730	25.34341	69.68892	1.302935
6	0.113917	3.210963	28.83583	65.05045	2.902755
7	0.121017	2.850887	26.57632	67.90509	2.667701
8	0.125580	2.647493	26.30163	68.40944	2.641437
9	0.129298	2.576373	28.40469	66.51904	2.499899
10	0.135567	2.437384	32.01151	63.20253	2.348581

Period	S.E.	DLOGKRD	DLOGENF	DLOGDVK	DLOGCAS
1	0.649535	1.177679	0.034022	7.291148	91.49715
2	0.686393	1.253438	0.906208	10.15558	87.68477
3	0.716429	1.701357	3.770300	12.37543	82.15291
4	0.730125	2.868879	5.747776	12.25106	79.13229
5	0.739909	2.896745	5.811192	14.23213	77.05993
6	0.742599	2.935902	6.185113	14.36117	76.51781
7	0.745458	2.967870	6.500605	14.34512	76.18641
8	0.748263	2.951450	7.080063	14.24015	75.72834
9	0.754953	2.948629	8.531482	14.00630	74.51359
10	0.759093	2.942554	8.847048	14.30436	73.90604

Özel sektör kredilerinin modelde yer alan bütün değişkenlere olan etkisini ölçebilmek için düzenlenen Tablo 3.13'te değişkenlerin 10 dönemlik varyans ayrıştırma sonuçları yer almaktadır. Modeldeki her bir değişken için varyans ayrıştırmaları elde edilmiştir. Varyans ayrıştırması değişkenlerinin verileri yıllık olduğu için 10. gecikmede özel sektör kredileri, döviz kurunu 3.6173, enflasyonu 2.6938, cari açık / GSYH oranını 0.6053 olarak açıklamaktadır. Enflasyon değişkeni ise 10 gecikmede 0. 9487 en fazla özel sektör kredilerini açıklamaktadır. Cari açık / GSYH oranı ise 14.3043 ile en fazla döviz kurunu açıklamaktadır.

SONUÇ

Merkez bankalarının 1990 yıllarından itibaren fiyat istikrarını sağlamak amacıyla faiz oranlarıyla enflasyonu kontrol etmeye çalıştıkları söylenebilir. Fakat, bir çok ülkenin merkez bankalarının fiyat istikrarı politikalarını sağlamasına rağmen, 2008 yılında küresel bir finansal kriz meydana gelmiştir. Dolayısıyla merkez bankaları fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da sağlayacak para politikalarını nasıl oluşturacaklarını düşünmeye başlamışlardır. Böylelikle finansal istikrarı sağlayabilecek politikalar üretmeye başlamışlardır. Bu politikalara makro riski azaltıcı politikalar demişlerdir. Makro riski azaltıcı politikaların amaçları, uygulaması, araçları ve yönetimi hakkında görüş birliği olmamasına rağmen bir çok ekonomik yazıda ilgi çeken bir konudur. 2008 yılında meydana gelen kriz finans sisteminin stabil olmaması durumunda hem fiyat istikrarının hem de makro ekonomik istikrarın uzun ve orta vadede bozulacağı görülmüştür. Bu durum sonrasında finansal istikrarın kavramının önem boyutunu belirlemiştir. Fakat finansal istikrar kavramının tanımı net bir şekilde ifade edilememiştir. Finansal istikrar kavramının tanımlanmasındaki zorluk, bu kavramı ölçme çabalarını ortaya çıkarmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarı ölçme çabaları devam etmektedir.

Çalışmada, 2010 – 2018 dönemlerinde OECD ülkeleri ele alınarak faiz koridorunun finansal istikrar üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Ekonometrik analizimizde ilk önce durağanlık testlerinin uygulanabilmesi için yatay kesit bağımlılık testleri uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılık testleri sonucunda 1.Nesil durağanlık testleri uygulanmıştır. Ekonometrik analizin devamında panel var analizi, Granger nedensellik testi, varyans ayrıştırma testleri uygulanıp sonuca ulaşılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda görüldüğü gibi OECD ülkelerinin özel sektör kredilerinin diğer değişkenler ile arasındaki ilişki olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak, OECD ülkelerinin finansal istikrara yönelik olarak uyguladığı faiz koridoru aracının krediler ve döviz kuru üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

KAYNAKÇA

Abiad, A. (2003). Early-Warnig Systems: A Survey And a Regime-Switching Approach.Washington: IMF Working Paper 03/32.

Afonso G., Lagos R. Trade Dynamics in the Market for Federal Funds // Econometrica. 2015. Vol. 83. No 1.

Akat, A. S. (2004, Nisan). Para Politikası ve Taylor Kuralı: Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi. Retrieved 02 26, 2014, from Asaf Savaş Akat Kitaplar: http://akat.bilgi.edu.tr/others/0404_kural.pdf

Akay, H. K., & Nargeleçekenler, M. (2009). Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği. Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt XXVII, 129-152.

Aklan, N. A., & Nargeleçekenler, M. (2008). Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi Sayı 63-2 , 21-41.

Aktaş, C. (2011, 08 11). Doktora Tezi. Finansal İstikrar Analizi Bağlamında Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi . Ankara: Ankara Üniveristesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akyol, S., & Varlık, S. (2010). Bir Küresel Kamu Malı Olarak Finansal İstikrar Eleştirisel Değerlendirmeler. Ekonomik Yaklaşım, Cilt : 21, Sayı : 75 , 141-162.

Alada, D. A. (2004). İktisat Düşüncesinde Felsefi Yaklaşımın Önemi. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi , 1-16.

Allen, F., & Gale, D. (2007). Understanding Financial Crises. New York: Oxford University Press.

Alper, A. M. (2011). Reel ve Nominal Şokların Reel ve Nominal Döviz Kurları Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği. BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Cilt:5, Say:1 , 35-71.

Alper, K., Kara, H., & Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. Ankara TCMB Ekonomi Notları Sayı: 2012-28.

Altıntaş, A. M. (2012). Kredi Kayıplarının Makroekonomik Değişkenlere Dayalı Olarak Tahmini ve Stres Testleri - Türk Bankacılık Sektörü İçin Ekonometrik Bir Yaklaşım İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.

Altunç, Ö. F. (2008). Türkiye'de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedenselliğin Ampirik Bir Analizi. Eskişehir Üniversitesi Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi Ekim 3 (2) , 113-127.

Allsopp, C., Vines, D. (2000). The Assessment: Macroeconomic Policy. Oxford Review of Economic Policy, 16(4), 1-32.

Amstad, M., Martin, A. (2011). Monetary Policy Implementation: Common Goals but Different Practices. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance 17(7), 1-10.

Arslan, B. G., & Ergeç, E. H. (2011). Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Sektörel Etkileri. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Vilt:11 Sayı:1, 89-104.

Aslaner O., Çıplak U., Kara H., Küçüksaraç D. Reserve Options Mechanism: Does It Work as an Automatic Stabilizer? // Central Bank Review. 2015. Vol. 15. No 1.

Ayuso,J., A. Haldane, and F. Restoy (1997): "Volatility transmission along the money market yield curve," Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv), 133(1), 56–75.

Bank of England (2005). The Framework for the Bank of England's operations in the Sterling Money Markets. November 2005.

Basu, S. and J. Fernald, 2001, ―Why Is Productivity Procyclical? Why Do We Care?,‖ in New Developments in Productivity Analysis, eds., Charles Hulten, Edwin Dean, and Michael J. Harper, Chicago: University of Chicago Press.

BDDK. (2004). Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu. Ankara: BDDK.

BDDK. (2010). Finansal Piyasalar Raporu Sayı: 18. Ankara: BDDK.

BDDK. (2012). Finansal Piyasalar Raporu Sayı: 28. Ankara: BDDK.

Berg, A., & Pattillo, C. (1999). Predicting Currency Crises:The Indicators Approach And an Alternative. Journal of International Money and Finance 18 , 561-586.

Berg, A., Borensztein, E., Milesi-Ferretti, G. M., & Pattillo, C. (1999). Anticipating Balance of Payments Crises The Role of Early Warning Systems. Washington DC: IMF Occasional Paper No.186.

Bernanke, B., & Gertler, M. (1987). Financial Fragility And Economic Performance. Cambridge: National Bureau Of Economic Research.

Berentsen A. and Monnet C. Monetary policy in a Channel System. CESifo Working Paper Series №1929, January 2007.

Berentsen, A., Monnet, C. (2008). Monetary policy in a channel system. Journal of Monetary Economics. 55, 1067-1080. 35.Bernanke, B., & Blinder, A. (1992). The federal funds rate and the channels of monetary transmission. American Economic Review, 82(4), 901–921.

Bilgin, C. (2007). Doktora Tezi. Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği . Adana: Çukurova Üniversitesi.

Bindseil U., Jabłecki J. The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-to-Day Liquidity Management. European Central Bank Working Paper. No 1350. 2011.

Binici M., Kara H., Özlü P. Unconventional Interest Rate Corridor and the Monetary Transmission: Evidence from Turkey. Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper. No 16/08. 2016.

Bordo, M. D., & Wheelock, D. C. (1998). Price Stability and Financial Stability: The Historical Record. Fed of St. Louis Review , 41-62.

Borio, C., & Drehmann, M. (2009). Towards an Operational Framework for Financial Stability: "fuzzy" Measurement and its Consequences. BIS Working Papers.

Bowdler C., Radia A. Unconventional monetary policy: The assessment. Oxford Review of Economic Policy, 2012, vol. 28, no. 4, pp. 603–621.

Bridges J., Thomas R. The impact of QE on the UK economy: Some supportive monetarist arithmetic. Bank of England Working Paper, 2012, no. 442, 52 p Available at http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2012/wp442.pdf.

Carpenter, S., & Demiralp, S. (2012). Money, reserves, and the transmission of monetary policy: Does the money multiplier exist? Journal of Macroeconomics, 34, 59-75.

Carpenter, S.B., & Demiralp, S. (2006). The Liquidity Effect in the Federal Funds Market: Evidence from Daily Open Market Operations. Journal of Money, Credit and Banking, 38(4), 901–920.

Carpenter, S.B., & Demiralp, S. (2008). The liquidity effect in the federal funds market: Evidence at the monthly frequency. Journal of Money, Credit and Banking, 40(1), 1–24.

Cassola, N. and Morana, C. (2008). Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market.// ECB working paper series No 982. December 2008.

Christiano L., Eichenbaum M., Evans C. Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? NBER Working Paper, 1998, no. 6400, 95 p.

Clews, R. (2005). Implementing monetary policy: reforms to the Bank of England's operations in the money market. Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2005.

Clinton, K. (1997): "Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements," SSRN eLibrary.

Collins, S. M., 2007, ―Economic Growth in South Asia: A Growth Accounting Perspective,‖ in South Asia: Growth and Regional Integration, eds., Sadiq Ahmed and Ejaz Ghani, Washington D.C.: World Bank.

Crocket, A. (1997). Maintaining Financial Stability in a Global Economy. Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy? (p. 5). Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Crockett, A. (1997a). The Theory and Practice of Financial Stability. Princeton: Princeton Universty.

Darıcı, B. (2012). Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası : Türkiey Analizi. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.

https://data.worldbank.org/ (14.08.2019)

https://data.oecd.org/ (14.08.2019)

https://data.worldbank.org/ (14.10.2019)

https://fred.stlouisfed.org/ (14.10.2019)

Ennis H. M., Keister T. Understanding Monetary Policy Implementation // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. 2008. Vol. 94. No 3.

Farag M., Harland D., Nixon D. Bank capital and liquidity. Bank of England Quarterly Bulletin, 2013, vol. 53, iss. 3, pp. 201–215.

Freedman, C., & Goodlet, C. (2007). Financial Stability:What It Is and Why It Matters. Toronto: C.D. Howe Institute Commentary ,2 5 6.

Gray S. Central Bank Balances and Reserve Requirements. IMF Working Paper. No WP/11/36. 2011.

Jakab Z., Kumhof M. Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. Available at: http://voxeu.org/article/banks-are-not-loanable-funds-intermediaries-macroeconomicimplications.

Jobst C. Market Leader: The Austro-Hungarian Bank and the Making of Foreign Exchange Intervention, 1896–1913 // European Review of Economic History. 2009. Vol. 13. No 3.

Kahn G. Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. 2010. No 5.

Kashyap A., Stein J. The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1995, no. 42, pp. 151–195.

Kashyap A., Stein J. What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy. American Economic Review, 2000, vol. 90, no. 3, pp. 407–428.

Krueger, A. O., 1974, ―The Political Economy of the Rent-Seeking Society,‖ American Economic Review 64, pp. 291–303.

Kwon, J. K., 1986, ―Capital Utilization, Economies of Scale and Technical Change in the Growth of Total Factor Productivity: An Explanation of South Korean Manufacturing Growth,‖ Journal of Development Economics 24, pp. 75–89.

Gençay, O. (2007, Şubat). Uzmanlık Tezi. Finansal Dolarizasyon ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişiki: Türkiye Değerlendirmesi . Ankara: TCMB.

Mishkin F.S. The Economics of Money, Banking and Financial Market. N. Y.: Columbia University Press, 2010.

Mitlid K., Vesterlund M. Steering Interest Rates in Monetary Policy — How Does It Work? // Sveriges Riksbank Economic Review. 2001. No 1.

Mishkin, F. S. (1997). The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers. Maintaining Financial Stability in a Global Economy (pp. 55-96). Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Mishkin, F. S. (2002). The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy. Working Paper No. 9291: National Bureau of Economic Research .

Oduncu A., Akçelik Y., Ermişoğlu E. Reserve Options Mechanism: A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates // Central Bank Review. 2013. Vol. 13. No 3.

Poole, W. (1968). Commercial Bank Reserve Management in a Stochastic Model: Implications for Monetary Police. Journal of Finance, 23: 769-91.

Poole, W. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. Quarterly Journal of Economics, 84: 197-216.

Porter N, Xu T. What Drives China's Interbank Market? //IMF Working Paper. - 2010. - No. 221. - P. 2-26.

Prati A., Bartolini L., Bertola G. The Overnight Interbank Market: Evidence from the G-7 and the Euro Zone // FRB of New York Staff Report. - 2001. - N135.

Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability. Washington: IMF Working Paper 04/197.

Schabert, A. (2005). Money supply and implementation of interest rate targets. ECB working paper series. No. 483, May 2005.

Taylor, J.B. (2001). Expectations, Open Market Operations, and Changes in the Federal Funds Rate. Stanford Institute for Economic Policy Research. Discussion Paper No. 00-28.

TCMB. (2005). Finansal İstikrar Raporu Sayı: 1. Ankara: TCMB.

TCMB. (2009). Finansal İstikrar Raporu Sayı: 9. Ankara: TCMB.

TCMB. (2006, Eylül). Finansal İstikrar ve Merkez Bankaları. TCMB Bülten . Ankara: TCMB.

Thornton, D. (2008). The daily and policy-relevant liquidity effects. ECB working paper series No.984. December 2008.

Thornton, D.L. (2006). The Daily Liquidity Effect // Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series. April 2006.

Tiryaki, G. (2012). Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.

Tiryaki, G., & Yılmaz, A. (2012). Bankacılık Düzenlemeleri İle Finansal İstikrar İlişkisi: 1990-2010 Türkiye Deneyimi. Marmara Üniverisitesi İ.İ.B.F. Dergisi Yıl: 2012 Cilt: XXXII Sayı: 1, 69-94.

Walsh C.E. Monetary Theory and Policy/ C.E. Walsh. - 2nd ed.. - Cambridge; London: The MIT Press, 2003. - XV, 612 p. - References: p.559-591. P. 593-612.

Weiner S.E. The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. 1992. Vol. 77. No 4.

Werner R. Can banks individually create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence. International Review of Financial Analysis, 2014, no. 36, pp. 1–19.

Werner R. How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking. International Review of Financial Analysis, 2014, vol. 36, pp. 71–77.

Whitesell W. Interest Rate Corridors and Reserves // Journal of Monetary Economics. 2006. Vol. 53. No 6.

Whitesell, W. (2006). Interest rate corridors and reserves. Journal of Monetary Economics, 53, 1177–1195.

Wilson, D. (2012). Simplified Reserve Requirements. In: Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2nd Quarter 2012. SRC Insights. Vol. 16, Issue 4. P.13-14.

Woodford, M. (2001). Monetary Policy in the Information Economy. //Paper for the Symposium, FRBKC, Jackson Hole, Wyoming, 30 August 2001.

Woodford, M. (2003). Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton: Princeton University Press, 2003. – 785p.

Wurtz F. (2003), "A Comprehensive Model on the Euro Overnight Rate", ECB Working Paper No. 207.