

# **FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

## **A RESEARCH ON THE RELATIONSHIP BETWEEN MONETARY POLICY AND FINANCIAL STABILITY**

*Alp POLAT\**  
*Faruk AKIN\*\**

### **Özet**

2008 Krizi öncesi merkez bankalarının amacı fiyat istikrarını sağlamak ve böylece finansal istikrar için gerekli şartları oluşturmaktı. Ancak, 2008 Krizi fiyat istikrarını sağlayarak finansal sistemin sorunsuz bir şekilde işleyişinin sağlanamayacağını gösterdi. Bu araştırmanın amacı politika faiz oranı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Para politikasını temsil etmek amacıyla açık piyasa işlemleri 2-14 günlük REPO ağırlıklı ortalama faiz oranı esas alınmıştır. Araştırma 2011-2019 döneminde çeyreklik periyotları kapsamaktadır. Grafik üzerinde yapılan değerlendirmede finansal istikrarda düşüş yaşandığında para politikası faiz oranında artış yönünde bir eğilim olduğu görülmüştür. Gerçekleştirilen Granger nedensellik testleri ile elde edilen bulgulara göre finansal istikrarın alt bileşenlerinden döviz kuru piyasası istikrarı kapsamında volatilitte ve değişim oranı ile para politikası faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Pay piyasası için finansal istikrarı açıklamak amacıyla BIST mali sektör endeksi kullanılmıştır. Pay piyasasında istikrarın alt bileşenlerinden volatilitte ile para politikası faiz oranı arasında çift yönlü anlamlı ilişki olduğu görülmüştür.

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

**Jel Sınıflandırması:** E44, E52, E58

### **Abstract**

In the period before 2008 crisis, Central Banks aimed to maintain price stability in order to create conditions of financial stability. However, 2008 crisis showed that price stability cannot provide solution to financial system problems. The purpose of this study is to determine the relations between monetary policy and financial stability. 2-14 days open market REPO weighted average interest rate is used in order to represent monetary policy. The Research Period covers the quarterly data of the 2011-2019 periods. According to the evaluation which based on comparison graphs, there is a tendency towards an increase in the monetary policy interest rate when the financial stability decreased. Findings which are obtained through the Granger Causality tests indicate that there is statistically significant relationship between sub-components of exchange rate market stability, which are the volatility and growth ratio of exchange rate, and monetary policy interest rate. The BIST financial sector index was used to explain financial stability for the stock market. It is observed that there is a two-way significant relationship between volatility of the stock market index which is one of the stock market stability components and monetary policy interest rate.

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

**Jel Classification:** E44, E52, E58

---

\*Dr. Öğr. Üyesi, Bilecik Şeyh Edebalı Üniversitesi, Bozüyük Meslek Yüksekokulu, [alp.polat@bilecik.edu.tr](mailto:alp.polat@bilecik.edu.tr),  
Orcid: 0000-0002-5472-5686

\*\* Doç. Dr. Bilecik Şeyh Edebalı Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, [drfarukakin@gmail.com](mailto:drfarukakin@gmail.com), Orcid:  
0000-0002-5921-2628

## 1. Giriş

Finansal piyasaların serbestleşmesi ve teknolojinin hızla gelişmesi bu piyasaların daha karmaşık bir hale gelmesine yol açmıştır. Özellikle 2008 Küresel Krizi sonrası finansal sistemde ortaya çıkan riskler ve artan maliyetler mikro ihtiyati politikaların yetersizliğini ortaya koyarken makro ihtiyati politikaların gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Küresel kriz öncesi merkez bankaları fiyat istikrarı hedefini geleneksel para politikası araçları ile sağlamaya çalışırken küresel kriz sonrası finansal istikrarı sağlamak amacıyla geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başlamışlardır.

Küresel dengesizliklerin ortaya çıkardığı makro finansal riskler, öncelikli olarak merkez bankalarına bu risklerin kontrol altına alınması ile ilgili önemli roller yüklemektedir. Finansal istikrarsızlığın en önemli göstergesi olan finansal krizler finansal sistemde büyük bir çöküntüye sebep olmakta ve ödemeler sisteminin etkin ve güvenli bir şekilde çalışmasına engel olmakta ve genel ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir (Tiryaki, 2012: 21). Finansal krizler ayrıca merkez bankalarının para politikası uygulamalarının etkinliğinin de azalmasına yol açmaktadır. Merkez bankaları finansal sistemin istikrarsızlığının yanı sıra bu istikrarsızlığın tüm ekonomik aktiviteyi olumsuz etkileyebilmesi nedeniyle finansal istikrarı politika amaçlarından biri olarak kabul etmektedirler.

Bu araştırma merkez bankası politikalarında finansal istikrarın yerinin ortaya konulması bakımından öneme sahiptir. Finansal istikrarın merkez bankası politikalarında ne kadar yer bulduğu konusu akademisyenler ve ekonomik karar alıcılar tarafından merak edilen bir konu haline gelmiştir. Literatürde, merkez bankalarının bağımsız izledikleri politikalarında finansal istikrar politikası da gözetebileceği kabul edilmekte ancak bu politikanın fiyat istikrarı politikası yanında ne kadar uygulama alanı bulduğu ve başarıya ulaşabileceği konusunda kesin bir fikir birliğine varılamamaktadır. Bu çalışma, Türkiye verileri üzerinden yapılacak analizler sonucunda fiyat istikrarının para politikası açısından ilişkisini araştıran literatüre katkı yapacaktır. Çalışmada finansal istikrar endeksi oluşturulmuştur. Türkiye’de bu konuda yapılan kısıtlı sayıda araştırmalardan farklı olarak finansal istikrar endeksi oluşturulması dolayısıyla bu konudaki literatüre de katkı sağlanabilmektedir.

Çalışmada öncelikle finansal istikrar kavramı ve finansal istikrarın önemi ortaya konulmuştur. Sonrasında ise merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasındaki rolleri ile merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak amacıyla kullandıkları para politikası yaklaşımları ele alınmıştır. Çalışmada para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkilere belirlenmesi amacıyla uygulama gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda veri ve metodoloji ile ilgili bilgilere yer verilmiştir. Elde edilen bulgular açıklandıktan sonra sonuç ve değerlendirme ile çalışma sonlandırılmıştır.

## 2. Finansal İstikrar Kavramı ve Önemi

2008 Küresel Krizi sonrası meydana gelen gelişmeler finansal istikrar kavramının önemini artmasına yol açmıştır. Finansal istikrarı güvence altına almak isteyen merkez bankaları ve uluslararası kuruluşlar finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak politikalarını yoğunlaştırmışlardır. Genel olarak finansal istikrar, finansal sistemin istikrarını ve şoklara karşı dayanıklılığını ifade etmektedir. Finansal istikrarı sürdürmek ise, finansal sistemi çöküntü ve dalgalanmalara karşı korumaktır (Delice, 2007: 85). Literatürde ise finansal istikrar kavramı ile ilgili ortak bir tanım bulunmamaktadır. Oynaklığın olmaması anlamına gelen istikrar kavramı oynaklığın finansal piyasalar için sorun oluşturmasını ifade etmektedir. Finansal istikrar konusunda, makroekonomik istikrar ve parasal istikrar kavramlarının aksine, teoride ve uygulamada sürekli yeni gelişmeler ortaya çıkmaktadır (Darıcı, 2012: 3). Finansal istikrar kavramının tanımlanmasını güçleştiren nedenler beş başlıkta ele alınabilir. Birincisi, finansal istikrar ile ilgili gelişmelerin tek gösterge ile açıklanamamasıdır. İkincisi, finansal istikrar ile ilgili gelişmelerin tahmin edilmesindeki güçlülüdür. Üçüncüsü, finansal istikrar konusundaki gelişmelerin kısmen kontrol edilebilmesidir. Dördüncüsü, finansal istikrar ile ilgili politikaların esneklik ve etkinlik konularında ikilem içermesidir. Sonuncusu ise, finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaların zamanlama açısından tutarsız olabilmesidir (Schinasi, 2004: 11).

Literatürde finansal istikrar kavramını ele alan genelde iki düşünce tarzı bulunmaktadır. Bunlardan ilki, finansal istikrarı finansal istikrarsızlığı tanımlayarak açıklamaktadır. İkincisi ise finansal istikrarı tanımlamaya çalışarak açıklamaktadır. Finansal istikrarı finansal istikrarsızlık üzerinden açıklayan tanımlardan bazıları şunlardır; Ferguson (2002)'a göre finansal istikrarsızlık, “üç temel kriter” ile şekillenmektedir. Bazı önemli finansal varlık fiyatlarının oynaklık göstermesi, piyasa işleyişi ve kredi kullanılabilirliğinin yerel ve belki de uluslararası düzeyde önemli ölçüde bozulması ve bunun sonucunda toplam harcamaların ekonominin üretme kapasitesinden yukarıya veya aşağıya önemli ölçüde sapmasıdır. Chant (2003)'e göre finansal istikrarsızlık, finans piyasalarındaki finansal sistemin işleyişini etkileyerek ekonominin performansına zarar veren veya zarar verme tehlikesi bulunan durumlardır. Finansal istikrarı finansal istikrar üzerinden açıklayan tanımlardan bazıları ise şunlardır; Padoa-Schioppa (2002)'ya göre finansal istikrar, finansal sistemin ekonomideki yatırım fırsatları ve ödemelerin yapılması üzerinde olumsuz etkiye sahip birikimli süreçlerin meydana gelmesine yol açmaksızın, sarsıntılara dayanabildiği durumdur. Schinasi (2004)'ye göre finansal istikrar, finansal sistemin öngörülemeden

ve önemli olaylar neticesinde veya içsel nedenlerle ortaya çıkan finansal dengesizlikleri dağıtıcı ve bir ekonominin performansını kolaylaştırıcı yeterlilikte olmasıdır.

Finansal sistemin mimarisinin değişmesi ile finansal istikrar kavramı daha fazla önem kazanmış, küresel kriz sonrasında finansal sistemde meydana gelebilecek risklerin özellikle reel ekonomiyi ciddi boyutlarda etkileyebileceği anlaşılmıştır. Finansal istikrar kavramının önemi üç başlıkta ele alınabilir (TCMB, 2015: 7); *Finansal İstikrarın Küresel Finans Piyasalarına Katkısı*: Bir ülkede yaşanan ekonomik dalgalanmalar sebebiyle bazı piyasa katılımcılarının zarara uğraması, yayılma etkisi ile diğer piyasa katılımcılarının da bu zarardan etkilenmelerine yol açabilir. Ortaya çıkacak sistemik bir finansal krizin yaratacağı maliyet, kriz yaşanmadan önce istikrarı sürdürmek için gereken maliyetten çok daha fazla olabilmektedir. *Finansal İstikrarın Ülke Ekonomisine Katkısı*: Tasarruf sahibi ve yatırımcıların faaliyetlerini etkin bir şekilde yürütebilmeleri için gerekli kaynak transferinin sağlıklı bir şekilde devamını sağlayan finansal istikrar, risklerin dengeli bir şekilde dağılmasını sağlayarak ekonominin kırılganlığını azaltmaktadır. *Finansal İstikrarın Uygulanan Para Politikasına Katkısı*: Finansal istikrar, merkez bankalarının para politikası stratejilerinde esneklik sağladığı için para politikasının etkinliği açısından önemlidir. Bir ülke ekonomisinde finansal istikrar sağlanamıyorsa, para politikası araçları istenilen şekilde kullanılamayabilir ve uygulanan politikalardan beklenen etki sağlanamayabilir (TCMB, 2015: 7).

## 2.1. Finansal İstikrar ve Merkez Bankaları

Merkez bankalarının finansal istikrarla ilgisi 19. yüzyılda devlet tarafından kağıt para basımını üstlenen tek kurum olmaları ile başlamıştır (Yücememiş, 2011: 46). Merkez Bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde rol oynamalarının temelinde yatan üç unsur bulunmaktadır. İlk olarak, merkez bankalarının son kredi mercii olma fonksiyonu, merkez bankalarının sistemin istikrarı için önemli bir sorumluluk yüklemektedir. İkinci olarak merkez bankalarının yetki alanında olan ödemeler sisteminin sorunsuz olarak çalışması ile ilgilidir. Ödemeler sisteminin sorunsuz olarak çalışması ihtiyacı finansal istikrarın merkez bankalarının sorumluluk kapsamında girmesi sonucunu getirmektedir. Üçüncü olarak, banka sistemi reel ekonomiye kaynak aktarma sürecinde bir köprü görevi görmekte reel ekonomiye kaynak yaratmaktadır. Merkez bankaları bankacılık kesiminde faaliyet gösteren kurumların sağlamlığı ve finansal piyasaların istikrarlı olması açısından, finansal sistemi izlemekte ve oluşan risklere karşı politikalar geliştirmektedir. Merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama sorumluluğuna yönelik son gerekçe ise, finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasında ilişki bulunmasıdır (Darıcı, 2012: 34).

Küreselleşme, finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmelere paralel olarak ortaya çıkan finansal krizler nedeniyle fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilmesi hedefi doğrultusunda finansal istikrar konusu merkez bankalarının politika gündemlerinde en üst sırada yerini almaya başlamıştır. (Eğilmez, 2019: 260-261). Finansal istikrarın sağlanması hedefini gözeterek merkez bankaları, finansal sektörün etkin bir şekilde analiz edilmesi için bir takım araç ve yöntemler kullanarak, finansal sistemin sağlamlığını ölçmekte ve finansal gelişmeleri izlemektedir (Parasız, 2011: 100). Bu kapsamda merkez bankalarının finansal istikrara yönelik en kapsamlı ve resmi çalışmaları periyodik olarak yayımlanan finansal istikrar raporlarıdır. Günümüzde finansal istikrar raporlarının merkez bankaları tarafından hazırlanması ve içeriğinin genişletilmesinde giderek artan bir trend olduğu görülmektedir (Tiryaki, 2016: 207). TCMB, ECB ve FED'in finansal istikrar kavramına ilişkin tanımlamaları ise şöyledir; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'na göre finansal istikrar finansal sistemin dengelerini bozabilecek beklenmedik durumlara karşı ekonominin dayanıklılığı olarak tanımlanmaktadır. Avrupa Merkez Bankası (ECB) finansal istikrarı; finansal araçların, piyasaların ve piyasa katılımcılarının tasarrufların yatırımlara dönüşüm sürecine zarar vermeden meydana gelebilecek şoklara karşı dayanıklı olma durumu şeklinde tanımlanmaktadır. Amerikan Merkez Bankası (FED) ise bazı önemli finansal varlık fiyatlarında aşırı değişkenlik olması, piyasanın işleyişinin ve kredi kanallarının hızla bozulması ve bunların sonucunda, toplam harcamaların ekonomideki üretim seviyesine katkı sağlayamaması durumunu finansal istikrarsızlık olarak tanımlanmaktadır (Ayтуğ, 2015: 406).

## 2.2. Finansal İstikrar ve Para Politikası

Merkez bankalarının finansal istikrar kapsamında iki eylem şekli bulunmaktadır. Birincisi, finansal istikrarı oluşturmaya yönelik uygulama ve politikalar geliştirmek, ikincisi ise finansal istikrarsızlığa neden olabilecek unsurları ortadan kaldırmak ve finansal piyasaların istikrarsız hale gelmesi sonucu ortaya çıkan durumu yönetmektir (Sezgin ve Darıcı, 2009: 20). Merkez bankalarının finansal istikrarın korunmasına yönelik olarak yapacakları en önemli katkı ise, esas olarak fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmek amacıyla uygulanan bir para politikası olacaktır (Parasız, 2011: 98). Diğer taraftan finansal istikrar, para politikası uygulamalarının hareket alanını genişleterek para politikasının etkinliğini sağlamaktadır (Terzi, 2017: 59). Schioppa (2002) tarafından yapılan bir çalışmada merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlama amacı ile kullandıkları araçlar ve bu araçların finansal istikrar ile ilişkisi ele alınmıştır. Tablo 1'de de görüleceği üzere on politika aracının yer aldığı çalışmada, ilk üç araç (para politikası stratejisi, kısa dönem faiz oranları, piyasa işlemleri) merkez bankalarının fiyat

istikrarını sağlamak amacıyla kullandıkları araçlardır. Son üç sırada yer alan araçlar (ihtiyatlı düzenleme, ihtiyatlı denetim, mevduat sigortası) ise finansal sistem istikrarının sağlanmasına yönelik olarak kullanılan gözetim ve denetim amaçlı araçlardır.

**Tablo 1.** Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarın Sürdürülebilmesine Yönelik Araçlar

	Araçlar	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar	
			Sistem Bazında	Bireysel Kuruluşlar
1	Para Politikası Stratejisi	XX	X	
2	Kısa Dönem Faiz Oranları	XX	X	
3	Piyasa İşlemleri	XX	X	
4	Ödeme Sistemleri		XX	
5	Kamu Otoriteleri ile Özel Kesime Yorumlar	XX	•	••
6	Acil Likidite Desteği		XX	XX
7	Kriz Koordinasyonu		•	••
8	İhtiyatlı Düzenleme		O	OO
9	İhtiyatlı Denetim		O	OO
10	Mevduat Sigortası		O	OO

**Kaynak:** Tommaso Padoa-Schioppa (2002), Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between, Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System, p. 22.

\*Tablo 1 ile ilgili açıklamalar;

İki sembol (XX, ••, OO) = Aracın temel kullanımı, Tek sembol (X, •, O) = Aracın ek kullanımı

X= Denetim gücü olmaksızın merkez bankasının aracı, O = Merkez bankası dışındaki otoritelerin elindeki araçları

•= Her ikisi kurum için mevcut araçlar

2008 Küresel krizinden önce merkez bankaları genel olarak fiyat istikrarı ve enflasyonla mücadelede açık piyasa işlemleri ile kısa vadeli faiz oranları gibi geleneksel politika araçlarını uygulamayı tercih etmişlerdir (Çinko, 2019: 243). Fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide finansal piyasalarda meydana gelecek risk unsurlarının piyasa mekanizması içinde piyasanın süpürüleceği tezi ve finansal kurumların denetlenmesi ve düzenlenmesinin başlıca piyasa koşulları üzerinden değil ancak mikro ihtiyatı düzenlemeler ile gerçekleşeceği görüşünün yetersiz olduğu küresel kriz sürecinde anlaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle küresel kriz finansal sistemin tümü için makro ihtiyatı düzenlemelerin gerekliliğini ortaya koymuştur. 2008 Küresel krizi sonrasında küresel sistem içerisinde risk unsuru taşıyan değişkenlere etki etmede gerekli parasal ve finansal araçlara sahip makro ihtiyatı politika seti uygulamaları, finansal istikrarın sağlanmasını mümkün kılabileceği genel kabul görmeye başlamıştır (Eroğlu ve Yeter, 2018: 296-297). Finansal istikrarın sağlanması ve korunması süreci makro ihtiyatı politikaların diğer politikalarla etkileşimini beraberinde getirmektedir. Fiyat istikrarı ile finansal istikrar hedeflerinin kısa dönemde çelişebilmesi para politikası açısından ikilem yaratabileceği gibi makro ihtiyatı politikalar bazı dönemlerde para politikasının uygulama alanını genişletebilmektedir (TCMB, 2015: 18). Fiyat istikrarına yönelik para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerinde önemli etkileri olmakla birlikte, bu uygulamalar finansal istikrarın sağlanması için en uygun politika olmayabilir. Para politikası ile finansal istikrar makroekonomik koşullara göre farklılık göstermekle birlikte, birbirine sıkı sıkıya bağlı ve aynı zamanda birbirlerini etkileyen bir yapıdadır (Yücememiş, 2011: 121). Küresel kriz sonrası risk iştahının ve kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş ve finansal istikrara yönelik farkındalığın artması merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir. Bu kapsamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı da içine alacak şekilde genişleterek 2010 yılının sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası stratejisi belirlemiştir (TCMB, 2012: 2). 2008 Küresel Krizi sonrası ortaya çıkan makro finansal riskler karşısında TCMB'nin fiyat istikrarından ödün vermeden, finansal istikrar hedefini de gözetilen yeni para politikası çerçevesi kapsamındaki amaçları ve araçları Tablo 2'de gösterilmiştir.

**Tablo 2.** TCMB Para Politikası Çerçevesi

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Yapısal Araçlar
		Konjonktürel Araçlar
		Politika Faizi
		Likidite Yönetimi
		Faiz Koridoru
		Zorunlu Karşılıklar
		Rezerv Opsiyon Mekanizması

**Kaynak:** TCMB, 2012: 2

### 3. Literatür Taraması

Finansal istikrar kavramı ile finansal piyasalarda yüksek dalgalanmaların yaşanmadığı bir durum açıklanmaktadır. Finansal istikrar, finansal sistemin önemli şoklara karşı finansal krize girmeden sürdürülebilirliğidir. Finansal istikrar halinde dış şoklar, ekonomik sıkıntılar ve yapısal değişimlerin oluşması halinde bile finansal sistem fonksiyonlarını etkin bir şekilde sürdürebilirliği sağlanmaktadır. Finansal istikrar durumunun belirlenmesinin güç olmakta ancak bu kavram finansal istikrarsızlık koşullarından hareketle daha kolay bir şekilde tanımlanabilmektedir. Finansal istikrar kavramı ile finansal varlık fiyatlarının belirleyici temel faktörlerden uzaklaşmaması ve finansal piyasaların fonksiyonlarını yerine getirebilmesi anlaşılmaktadır (Zugic ve Fabris: 2014). 2008 finansal krizi sonucunda durağan enflasyon periyotlarında kredi ve finansal varlık balonları oluştuğu ve ani düşüş ile yükselişler yaşanabileceği görülmüştür. Finansal krizin değerlendirilmesi sonrasında ekonominin birçok alanıyla ilgili olarak çıkarımlar yapılmıştır. Bu doğrultuda finansal istikrarın açık bir para politikası aracı görülmesi önemli olmaktadır. Fiyat istikrarı odaklı para politikası görüşünün yanında finansal istikrarın da eşit önemde bir amaç olarak kabul edilmesi gerektiğini öne süren görüşler de ortaya çıkmıştır. Merkez bankalarının izledikleri politikalar finansal istikrarın sağlanmasında etkili olmaktadır. Fiyat istikrarı merkez bankalarının izlediği birincil politika olmakta ancak bununla beraber finansal faktörler de değerlendirilerek finansal istikrarın sağlanması amacıyla politikalar oluşturulabilmektedir (Smets, 2014). Literatür taraması başlığı altında akademik yazında finansal istikrar ve para politikası ilişkisini araştıran çalışmalara yer verilerek bu konuda ulaşılan genel görüşler ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Haugland ve Vikoren (2006) finansal istikrar ve finansal istikrar ile para politikası etkileşiminin yeni ve sürekli gelişen bir çalışma alanı olduğuna dikkat çekmişlerdir. Merkez bankalarının finansal istikrara ne kadar önem vermesi gerektiğine dair kesin cevabın olmadığına vurgu yapmışlardır. Finansal piyasalarda önemli fiyat değişimlerinin finansal istikrarsızlık kaynağı olabileceği açıklanmıştır. Finansal piyasalardaki belirsizlikler yatırımcıların değerlendirmelerini etkilemekte ve finansal istikrarı olumsuz etkileyen volatilitelerin oluşmasına sebep olabilmektedir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarın her ikisinin de makro-ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli olduğu görülmüştür.

Adrian ve Shin (2008) araştırmasında finansal piyasalara ilişkin faktörler, bankaların mali tablo verileri, makro ekonomik değişkenler ile para politikası hedef oranları analiz edilmiştir. Para politikasının finansal piyasalarda meydana gelebilecek olumsuzluklar ile ilişkili olduğunu belirtilmiştir. Para politikası ve finansal istikrar politikalarının birbirleriyle yakın ilişki halinde olması gerektiği vurgulanmıştır.

Başcı ve Kara (2011) çalışmalarında bir değerlendirmede bulunarak Türkiye ekonomisinin küresel finans krizi ertesinde maruz kaldığı olumsuz etkiler nedeniyle alternatif politika arayışlarına girdiğini belirtmişlerdir. TCMB'nin makro finansal riskler sınırlamak amacıyla farklı politika araçlarını kullanarak yeni bir politika stratejisi tasarladığını açıklamışlardır. Bu oluşturulan bileşik stratejilerin dönemlere göre uygulanabileceği vurgulanmıştır. Politika faizi, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar birlikte kullanılarak yeni bir politika aracı yaratılmaktadır. Yüksek cari açık veren ülkelerdeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro-ekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek amacıyla bu tür politikaların uygulanabileceği öne sürülmüştür.

Dhal, Kumar ve Ansari (2011) finansal istikrar ile parasal ve ekonomik istikrar arasında karşılaştırmalı analizler gerçekleştirmiştir. Finansal istikrarın ekonomik büyümeyi desteklediği ve fiyat istikrarı üzerinde olumsuz etki ortaya çıkarmadığı tespit edilmiştir. Finansal istikrarın para politikası aktarım mekanizmalarını geliştirdiği görülmüştür. Enflasyonun finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisi saptanmıştır.

Akkaya ve Gürkaynak (2012) Türkiye'de finansal istikrar ve para politikası konusunda cari açık ve bütçe dengesi değişkenleri ile beraber bir analiz gerçekleştirmiştir. Makro-ekonomik değişkenleri grafikleri üzerinden yapılan karşılaştırmalar ile çeşitli çıkarımlarda bulunulmuştur. Finansal istikrarın merkez bankalarının temel amaçlarından birisi olması gerektiğine dikkat çekilmiştir.

Stein (2012) araştırmasında finansal istikrar politikalarını incelemiştir. Oluşturulan model yardımıyla, para piyasası üzerindeki düzenlemelerin azaltılmasının finansal kurumların kısa dönemli borca bağımlı hale gelmesine ve finansal krizlerin maliyetleri ile karşılaşılmasına yol açtığı gösterilmiştir. Para politikasının bankaların borç alıp-verme faaliyetlerini etkilediği gösterilmiştir.

Rubio ve Carrasco-Gallego (2014) çalışmasında optimal politika analizi uygulayarak makro ihtiyati önemler ve para politikası kararları sonucunda finansal ve makroekonomik istikrarın sağlanabileceğini vurgulamışlardır. Finansal istikrarı borç alma istatistiklerindeki değişkenlik ile ölçmüşlerdir. Finansal sistemde borç alma istatistiklerinde düşük değişkenlik söz konusu olduğunda finansal istikrarın sağlandığı tahmin edilmiştir. Para politikasını belirleyen Taylor Kuralına finansal istikrar değişkenini de dahil etmişlerdir. Para politikasının diğer

belirleyici amaçlarının karşılanmasında finansal istikrar dikkate alındığında amaçlar arası etkileşim artarak daha başarılı olunduğu anlaşılmıştır.

Yellen (2014) gerçekleştirdiği değerlendirmede para politikasının finansal istikrarı sağlamada kısıtlı bir araç olduğunu belirtmiştir. Para politikasının finansal kırılganlıklar üzerindeki etkisinin tam olarak anlaşılabilmesi bunun nedeni olarak gösterilmiştir. Para politikasının fiyat, istikrarı, finansal istikrar ve tam istihdam amaçları karşılaştırılmıştır. Bu üç amacın genellikle birbiriyle çelişeceğinin düşünüldüğü açıklanmıştır. Ancak, finansal istikrarın ise fiyat istikrarı ve tam istihdam amaçları konusunda tamamlayıcı olabileceği öne sürülmüştür.

Tayler ve Zilberman (2016) para politikası ve finansal istikrarsızlıklar arasındaki ilişkinin önemi üzerinde durmuşlardır. Finansal istikrarsızlığı kredi primler ve kredi temerrütleri ile tanımlamışlardır. Optimal para politikası uygulamaları ile gelir kayıplarının önenebileceği ve finansal istikrarın sağlanabileceği vurgulanmıştır.

Bordo (2018) tarihsel çerçeve içerisinde para politikası ve finansal istikrar kavramlarını araştırmıştır. 1929-1933 yılında yaşanan Dünya Ekonomik Buhranı döneminde para politikalarının yaşanan olumsuzlukların bir nedeni olarak görüldüğü belirtilmiştir. Bu dönemde sonra merkez bankaları fiyat istikrarını sağlama konusundaki bağımsızlıklarını yitirmişlerdir. Bu dönemden sonra yüksek enflasyon dönemleri yaşanmıştır. 1980’li yıllardan itibaren 2000’lere kadar merkez bankaları fiyat istikrarı konusunda bağımsızlıklarını yeniden kazanmışlar ve düşük enflasyon dönemler yaygınlaşmıştır. Bu durum 2008 Küresel Finans Krizi ile değişmiş diğer düzenleyici kurumlar ile birlikte merkez bankalarının da finansal istikrarın korunması konusunda sorumluluk üstlenmesi gerektiği ortaya çıkmıştır.

Chukwudi ve Henry (2020) finansal istikrar ve para politikası ilişkisini değerlendirmiştir. Bankacılık sektörü verileri üzerinden finansal istikrar endeksi hesaplamıştır. Para politikası ile ilgili değişkenler kontrol faktörleri olarak incelenmiştir. Araştırmanın bulgularında para politikasının finansal istikrar üzerinde yaygın olarak etkili olduğu vurgulanmıştır. Finansal istikrarın sağlanması için para politikasının diğer makroekonomik araçlara kullanılması gerektiği belirtilmiştir.

#### 4. Veri ve Yöntem

Araştırmanın amacı para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkilerin belirlenmesidir. Para politikasını temsil etmek amacıyla Açık Piyasa işlemleri 2-14 günlük REPO ağırlıklı ortalama faiz oranı esas alınmıştır. Araştırma Dönemi 2011-2019 dönemlerine ait çeyreklik dönemleri kapsamaktadır. Araştırmada Türkiye için bir finansal istikrar endeksi oluşturulması amaçlanmıştır. Bu endeksi oluşturabilmek için Eidenberger (2013), Canale vd. (2018) ve Jakubik ve Slacik (2013) çalışmalarından yararlanılmış ve finansal istikrar endeksini oluşturmada aşağıdaki Tablo 3’de yer alan Finansal İstikrarsızlık Bileşenleri belirlenmiştir.

**Tablo 3.** Finansal İstikrarsızlık Bileşenleri ve Oransal Ağırlıkları

Finansal İstikrarsızlık Bileşenleri		
Pay Piyasası (1/3)	Tahvil Piyasası (1/3)	Döviz Piyasası (1/3)
-Dönemlik Değişim Oranı (1/2) -Volatilite (1/2)	-Dönemlik Değişim Oranı (1/2) -Volatilite (1/2)	-Dönemlik Değişim Oranı (1/2) -Volatilite (1/2)

Pay senedi piyasası için finansal istikrarın iyi bir göstergesi olması nedeniyle BIST mali sektör endeksi kullanılmıştır. Tahvil piyasası için 2010-2020 vadeli tahvile ait fiyat serileri kullanılmıştır. Döviz piyasası için oluşturulan Dolar ve Euro sepeti kur değişimleri ele alınmıştır. Araştırmanın verileri TCMB veri tabanından sağlanmıştır.

Finansal istikrarsızlıkları belirlerken finansal piyasalarda değişimlerden ve volatiliteden yararlanılmaktadır. Pay piyasası için değişimler -1 ile çarpılarak BIST mali sektör endeksindeki negatif değişimlerin finansal istikrarsızlığı artırdığına dikkat edilmiştir.

Volatilite hesaplanmasında “Realized Volatility” yöntemi uygulanmıştır. Bu amaçla verilerdeki günlük değişimler kullanılmaktadır. Bu yöntemle göre; çeyrek dönemlik volatiliteler, o dönemdeki günlük değişim oranlarının karelerinin kümülatif toplamına eşit olmaktadır (Andersen ve Terasvirta, 2009: 1-3).

Finansal istikrarın ölçülmesinde finansal istikrar endeksi oluşturulması son yıllarda sıklıkla kullanılan yöntemlerden biri haline gelmiştir. Finansal istikrarsızlık endeksleri bu amaçla kullanılmaktadır. Bu endeksler oluştururken karşılaştırma ve uyum sağlama amacıyla ele alınan alt bileşenlerin standartlaştırılması yani

normalleştirilmesi gerekli olmaktadır. Standartlaştırma amacıyla çeşitli yöntemleri izlenebilmektedir. Geniş kullanım olanı bir standartlaştırma metodu serilerin ortalama ve standart sapma değerlerine göre gerçekleştirilmektedir (Jakubik ve Slacik, 2013: 104). Bu doğrultuda araştırmada ele alınacak finansal istikrar bileşenleri standartlaştırılmıştır.

Finansal istikrar endeksi finansal istikrarsızlık bileşenlerinden türetilmektedir. Bu amaçla aşağıda yer alan formül Canale vd. (2018) çalışmasından alınmıştır ve finansal istikrarın hesaplanmasında kullanılmıştır. Bileşenlerin 0 ile 1 arasında kalarak endeks oluşumunda gerekli olan standartlaştırma ve normalleşmeye de katkı sağlamaktadır. Formül yardımıyla, finansal istikrarsızlık bileşenleri finansal istikrarı ifade eder hale gelmektedir.

$$Finansal\ İstikrar = 1 - \frac{Finansal\ İstikrarsızlık_{it} - Finansal\ İstikrarsızlık_{min}}{Finansal\ İstikrarsızlık_{max} - Finansal\ İstikrarsızlık_{min}}$$

Formülde, Finansal İstikrarsızlık(it) olarak endeksin hesaplanmasında kullanılacak i bileşeninin t zamanında değeri ifade edilmektedir. Tüm araştırma periyotları için bu değerler gözlenen minimum değer ile çıkartma işlemi yapılmaktadır. Elde edilen sonuçlar tüm periyotlarda gözlenen maksimum değer ile minimum değer arasındaki farka bölünmektedir. Daha sonra elde edilen sonuç 1'den çıkarıldığında ilgili bileşenin istikrar endeksi hesaplanmaktadır. Her i bileşeni için hesaplanacak, bu formül sonucunda elde edilen bulgular her bileşenin toplam içindeki ağırlığı ile çarpılarak Finansal İstikrar Endeksi elde edilecektir (Canale vd. 2018: 182-183). Aşağıda yer alan Tablo 4'de Finansal İstikrar Endeksi bileşenleri ve para politikası faiz oranı için tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

**Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler**

Tanımlayıcı İstatistikler	Para Politikası Faiz Oranı	Pay Piyasası Değişimi İstikrar Endeksi	Pay Piyasası Volatilite İstikrar Endeksi	Tahvil Fiyatları Değişimi İstikrar Endeksi	Tahvil Volatilite İstikrar Endeksi	Döviz Sepeti Değişimi İstikrar Endeksi	Döviz Sepeti Volatilite İstikrar Endeksi
Ortalama	10.42278	0.52723	0.954095	0.462405	0.917252	0.728517	0.684895
Medyan	8.435000	0.54655	0.992612	0.456369	0.990574	0.788799	0.705665
Maksimum	24.39000	1.00000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000
Minimum	5.030000	0.00000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Standart Sapma	5.489897	0.22660	0.166114	0.187212	0.183046	0.195526	0.228651
Gözlem	36	36	36	36	36	36	36

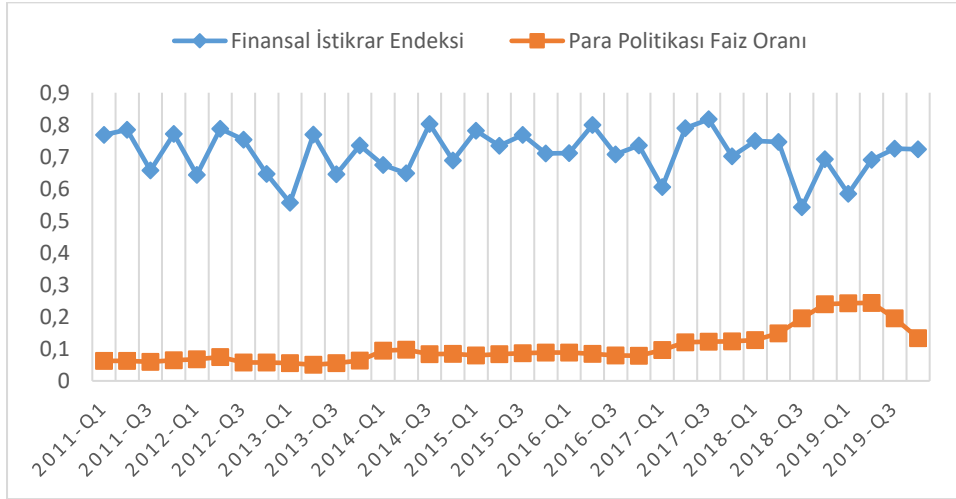
Araştırma kapsamında finansal istikrar endeksi ile pay piyasası, tahvil piyasası, döviz piyasası istikrarları ile para politikası faiz oranı ilişkisi grafikler üzerinden incelenmiştir. Finansal istikrar endeksinin alt bileşenlerinin para politikası faiz oranı üzerindeki etkisi Granger nedensellik yöntemiyle test edilmiştir.

Granger Nedensellik yöntemi son yıllarda ekonomik araştırmalarda sıklıkla kullanılır hale gelmiştir. Granger Nedensellik uygulamalarına ekonometride ve diğer bilim alanlarında rastlanmaktadır. Ekonometride Granger Nedensellik kapsamında bir değişkenin diğer bir değişkeni ön görmeye kullanıldığında daha doğru tahmin yapılmasına olanak sağladığı açıklanmaktadır. İki değişken arasında Granger Nedensellik gerçek bir nedenselliği değil bir değişkenin diğer değişkeni tahminde faydalı olduğunu göstermektedir. Granger Nedensellik testi sonucunda elde edilen bulgular değişkenler arası ilişkileri açıklayan ekonomik teoriler ile birlikte açıklanabilmektedir (Awe, 2012, 1-2).

## 5. Bulgular

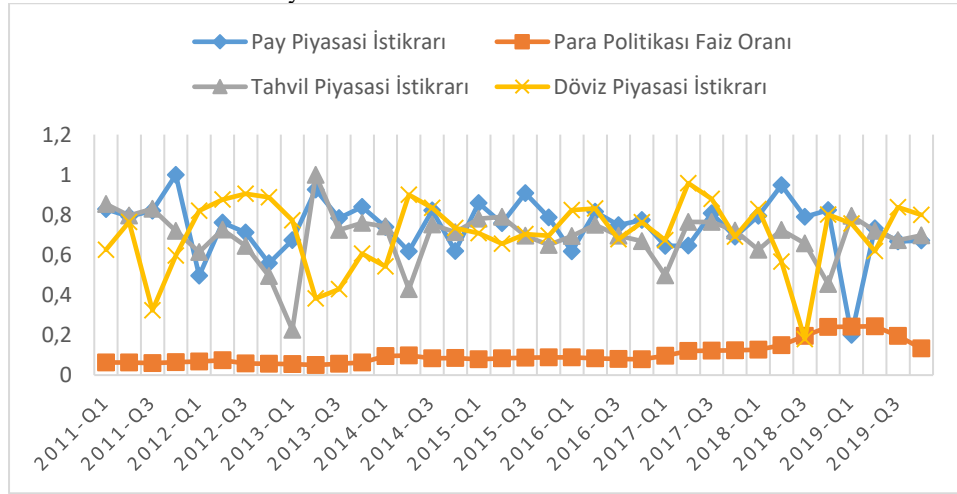
Grafik 1.'de araştırma kapsamında oluşturulan finansal istikrar endeksi ve para politikası faiz oranı gösterilmektedir. Grafik incelendiğinde para politikasında önemli değişimlerin 2018- 2019 döneminde yaşandığı görülmektedir. Bu dönemde araştırma dönemi içerisinde en düşük finansal istikrar düzeyi ve en yüksek faiz oranı gerçekleşmiştir. Finansal istikrar endeksi düşüş gösterirken faiz oranı artış göstermiştir. Finansal istikrar endeksi yükselmeye başladığında faiz oranları da düşüş yönünde eğilim göstermiştir.

**Grafik 1: Finansal İstikrar Endeksi ve Para Politikası Faiz Oranı**



Grafik 2’de finansal istikrarın bileşenlerini oluşturan pay piyasası, tahvil piyasası ve döviz piyasası finansal istikrarlarının değişimi ve para politikası faiz oranı gösterilmektedir. Döviz piyasası ve pay piyasasında finansal istikrarın en düşük olduğu dönemde faiz oranı artış göstermektedir. Bu dönemde tahvil piyasasında finansal istikrarda düşüş yaşanmış ancak önceki düşüşleri ile benzer olmuştur. Tahvil piyasasında finansal istikrarın en düşük olduğu dönemde ise faiz oranında önemli bir hareket görülmemektedir.

**Grafik 2. Pay Piyasası İstikrarı, Döviz Piyasası İstikrarı  
Tahvil Piyasası İstikrarı ve Para Politikası Faiz Oranı**



Araştırmada Finansal İstikrar Endeksini oluşturan alt bileşenler ile para politikası faiz oranı arasındaki ilişkiler ortaya konulmaktadır. Bu amaçla Granger Nedensellik yöntemi uygulanacaktır. Birçok ekonometrik yöntemde olduğu gibi Granger Nedensellik yönteminin doğru bir şekilde uygulanabilmesi için değişkenleri durağanlığı önemli olmaktadır. Aşağıdaki Tablo 5’te durağanlık test sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 5. Durağanlık Testi Sonuçları**

Augmented Dickey Fuller Testi	Para Politikası Faiz Oranı	Pay Piyasası Değişimi İstikrar Endeksi	Pay Piyasası Volatilite İstikrar Endeksi	Tahvil Fiyatları Değişimi İstikrar Endeksi	Tahvil Volatilite İstikrar Endeksi	Döviz Sepeti Değişimi İstikrar Endeksi	Döviz Sepeti Volatilite İstikrar Endeksi
t-istatistiği	-3.6291	-5.9329	-6.324529	-5.830442	-5.873261	-5.238278	-3.691242
Olasılık değeri	0.0421**	0.0001***	0.0000***	0.0001***	0.0001***	0.0010***	0.0363**



Granger Nedensellik testi uygulamasında E-views paket programından yararlanılmıştır. Bu doğrultuda öncelikle durağanlık testleri Augmented Dickey Fuller yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Değişkenlerin hepsinin durağan olduğu görülmüştür. Birim kök olduğu ve durağanlığın sağlanmadığına dair  $H=0$  hipotezleri tüm seriler için reddedilmiştir. Ele alınan seriler Granger Nedensellik yöntemi için uygun olmaktadır.

**Tablo 6.** Para Politikası Faiz Oranı Bağımlı Değişkeni ile Finansal İstikrar Alt Bileşenlerinin Granger Nedensellik Testi

Granger Nedensellik Testi: Para Politikası Faiz Oranı Bağımlı Değişken		
H=0 Hipotezi	F-İstatistiği	Olasılık Değeri
Pay Piyasası Değişimi İstikrar Endeksi, Para Politikası Faiz Oranının nedeni değildir.	2.12184	0.1107
Pay Piyasası Volatilité İstikrar Endeksi, Para Politikası Faiz Oranının nedeni değildir.	4.90527	0.0052***
Tahvil Fiyatları Değişimi İstikrar Endeksi, Para Politikası Faiz Oranının nedeni değildir.	0.75977	0.5621
Tahvil Volatilité İstikrar Endeksi, Para Politikası Faiz Oranının nedeni değildir.	0.47766	0.7518
Döviz Sepeti Değişimi İstikrar Endeksi, Para Politikası Faiz Oranının nedeni değildir.	5.06440	0.0045***
Döviz Sepeti Volatilité İstikrar Endeksi, Para Politikası Faiz Oranının nedeni değildir.	5.36355	0.0034***

Tablo 6.'da para politikası faiz oranını etkileyebilecek finansal istikrar endeksi bileşenleri yer almaktadır. Elde edilen bulgulara göre döviz sepeti değişimleri ve döviz sepeti volatilitesine göre oluşturulan finansal istikrar bileşenlerinin para politikası faiz oranı üzerinde nedensel ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca, pay piyasası volatilitesine göre hesaplanan finansal istikrar endeksi bileşeni de para politikası faiz oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. Bu üç finansal istikrar bileşeni için  $h=0$  hipotezleri reddedilmiş ve para politikası faiz oranı üzerinde istatistiksel olarak yüksek derecede anlamlı (olasılık değeri  $< 0,01$ ) etkiye sahip oldukları görülmüştür.

**Tablo 7.** Finansal İstikrar Endeksi Alt Bileşenleri Bağımlı Değişkenleri ile Para Politikası Faiz Oranı Granger Nedensellik Testi

Granger Nedensellik Testi: Finansal İstikrar Endeksi Alt Bileşenleri Bağımlı Değişken		
H=0 Hipotezi	F-İstatistiği	Olasılık Değeri
Para Politikası Faiz Oranı, Pay Piyasası Değişimi İstikrar Endeksi'nin nedeni değildir.	0.90122	0.4795
Para Politikası Faiz Oranı, Pay Piyasası Volatilité İstikrar Endeksi'nin nedeni değildir.	4.87217	0.0054***
Para Politikası Faiz Oranı, Tahvil Fiyatları Değişimi İstikrar Endeksi'nin nedeni değildir.	0.63438	0.6431
Para Politikası Faiz Oranı, Tahvil Volatilité İstikrar Endeksi'nin nedeni değildir.	1.83809	0.1559
Para Politikası Faiz Oranı, Döviz Sepeti Değişimi İstikrar Endeksi'nin nedeni değildir.	0.97221	0.4418
Para Politikası Faiz Oranı, Döviz Sepeti Volatilité İstikrar Endeksi'nin nedeni değildir.	0.06310	0.9922

Tablo 7'de Finansal istikrar endeksine ait alt bileşen endekslerinin bağımlı değişken olduğu ve para politikası faiz oranının bağımsız değişken olduğu Granger Nedensellik testi sonuçlarına ait bulgular gösterilmektedir. Elde edilen bulgulara göre para politikası faiz oranının sadece pay piyasasında volatilitéye göre oluşturulan finansal istikrar bileşeninin üzerinde nedensel ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Pay piyasası volatilitésinin para politikası faiz oranını Granger nedeni olmadığını savunan  $H=0$  hipotezi reddedilmiştir. Bu ilişki istatistiksel olarak yüksek derecede (olasılık değeri  $< 0,01$ ) anlamlıdır.

## 6.Sonuç ve Değerlendirme

Para politikasının sadece fiyat istikrarına odaklanması gerektiğini öne süren geleneksel görüşün yanı sıra para politikasını belirleyen temel amaçlar arasında finansal istikrarın da yer alması gerektiği görüşü 2008 Küresel Krizi ile birlikte önem kazanmıştır. Araştırma, Türkiye’de finansal istikrar ile para politikası arasındaki ilişkilerin ortaya konulmasını amaçlamaktadır. Araştırma kapsamında Türkiye için bir finansal istikrar endeksi oluşturulmuştur. Finansal istikrarın ölçülmesinin zorluğu literatürde vurgulanmaktadır. Bu çalışmada, finansal istikrarın ölçülmesi konusunda pay piyasası, tahvil piyasası ve döviz piyasasını temel alan bir endeks oluşturulmuştur. Çalışma, bu açıdan finansal istikrarın ölçümü konusunu inceleyen literatüre de katkıda bulunmaktadır. Finansal istikrarın sağlıklı bir şekilde ölçülebilmesi ve takip edilmesi ekonomik kararlar açısından yüksek öneme sahiptir. Çalışmada oluşturulan finansal istikrar endeksi, para politikasının göstergesi olarak ele alınan açık piyasa 2-14 günlük repo faiz oranı ile karşılaştırılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Araştırma, 2011-2019 yıllarını kapsayan çeyrek dönemlik veriler üzerinden yapılmıştır. Finansal istikrar endeksi ile para politikası faiz oranı arasında grafik karşılaştırmaları verilmiştir. 2018-2019 döneminde finansal istikrarda özellikle pay piyasası ve döviz piyasası istikrarında yaşanan en büyük düşüşler sonrasında faiz oranlarının araştırma döneminin en yüksek seviyesine gelerek artış yaşandığı görülmüştür. Finansal istikrar sağlandıktan sonra ise faiz oranlarında düşüş gerçekleşmektedir. Elde edilen bu bulgulara göre finansal istikrarın sağlanması açısından yüksek faiz politikasının uygulandığı düşünülmektedir. Türkiye’nin gelişmekte olan cari açık finansmanı sorunu olan ve kısa vadeli dış kaynak ihtiyacı olan bir ülke olduğu göz önünde bulundurulduğunda böyle bir politikanın finansal sistemin ihtiyaç duyduğu kaynakları çekmek amacıyla yapılmış olması ön görülebilmektedir.

Araştırmada para politikası ve finansal istikrar endeksi arasındaki ilişkiler Granger Nedensellik analizi yardımıyla incelenmiştir. Bu amaçla finansal istikrar endeksini oluşturan alt bileşenler ile para politikası faiz oranı test edilmiştir. Oluşturulan finansal istikrar endeksi finansal piyasalardaki değişim oranı ve volatilitede istikrarı gösteren alt bileşenlerden meydana gelmektedir. Pay piyasası için finansal istikrarın iyi bir göstergesi olması nedeniyle BIST mali sektör endeksi ele alınmış ve Granger Nedensellik testi sonucunda para politikası faiz oranı ile pay piyasası endeksinin volatilitede istikrarı arasında yüksek derecede anlamlı olarak çift yönlü ilişki olduğu görülmüştür. Tahvil piyasası finansal istikrar bileşenleri ile faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Döviz piyasasının alt bileşenleri olan değişim oranı ve volatilitede istikrarlarının ise para politikası faiz oranı üzerinde yüksek derecede anlamlı bir şekilde etkide bulunduğu saptanmıştır. Sonuç olarak Türkiye’de özellikle döviz piyasasında istikrarın sağlanması konusunda para politikası faiz oranının kullanılmış olabileceği düşünülmektedir. Pay piyasası volatilitésinin istikrarı ile faiz oranı arasında ortaya çıkan çift yönlü ilişki de döviz piyasasında istikrarın yanı sıra pay piyasasının istikrarı için de para politikasının önemine dikkat çekmektedir.

Bu araştırmadan elde edilen bulgular literatürde finansal istikrarın para politikası kararlarında önemli bir yeri olduğunu gösteren çalışmaları destekler nitelikte olmuştur. Araştırma sonuçları, literatürde para politikası kararlarında finansal istikrarın sağlanmasının da etkili olacağını öne süren teorik çalışmalara kanıt oluşturmuştur. Elde edilen bulgular para politikası ile para politikası faiz oranının ilişkili olduğunu gösteren uygulamalı çalışmalar ile uyumludur. Türkiye’de bu konudaki gerçekleştirilen kısıtlı sayıda çalışmada finansal istikrarı temsil edecek bir ölçüt bulunmakta güçlük çekilmiştir. Bu çalışma ise finansal istikrar endeksi oluşturularak para politikası ilişkisinin araştırılması ve finansal istikrarın bileşenleri üzerinden ekonometrik nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi dolayısıyla öneme sahiptir. Araştırmada para politikasının göstergesi olarak sadece açık piyasa faiz oranı ele alınmıştır. Bu açıdan araştırma kısıtlı olarak para politikasını analiz edebilmiştir. Para politikası kapsamında kullanılacak başka araçlarda bulunmaktadır. Bu araçların kullanımı arasındaki tercihler dönemler itibarıyla farklılık göstermektedir. Aynı dönemde birçok araç birlikte kullanılarak yenilikçi para politikaları izlenebilmektedir. Gelecek çalışmalarda farklı para politikası araçlarıyla finansal istikrar arasındaki ilişkiler değerlendirilebilir, ayrıca finansal istikrar ile para politikası üzerinde etkili olan diğer amaçların birlikte alınması önemli çıkarımlar yapılmasına olanak sağlayabilir.

## Kaynaklar

- ADRİAN, T., & SHİN, H. S. (2008). Financial intermediaries, financial stability, and monetary policy. FRB of New York staff report, (346).
- AKKAYA, Y., & GÜRKAYNAK, R. (2012). Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 93-119.
- ANDERSEN, T. G., & TERÄSVİRTA, T. (2009). Realized volatility. In *Handbook of financial time series* (pp. 555-575). Springer, Berlin, Heidelberg.
- AYTUĞ, H. (2015), Finansal İstikrar, 15. Bölüm, Uluslararası Finans, Ed.ler: Prof Dr. Güven Delive & Doç.Dr. İlhan Ege, Ankara: Gazi Kitabevi.
- AWE, O. O. (2012). On pairwise granger causality modelling and econometric analysis of selected economic indicators. *Interstatt journals. net/YEAR/2012/articles/1208002. pdf*.
- BAŞCI, E., & KARA, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *Iktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.
- BORDO, M. D. (2018). An historical perspective on the quest for financial stability and the monetary policy regime. *The Journal of Economic History*, 78(2), 319-357.
- CANALE, R. R., De GRAUWE, P., FORESTİ, P., & NAPOLİTANO, O. (2018). Is there a trade-off between free capital mobility, financial stability and fiscal policy flexibility in the EMU?. *Review of World Economics*, 154(1), 177-201.
- CHANT, J. (2003) Financial Stability as a Policy Goal, Bank of Canada Technical Report, No 95, Essays on Financial Stability.
- CHUKWUDİ, O. F., & HENRY, J. T. (2020). Monetary Policy and Financial Stability in the Nigerian Banking Industry. *International Journal of Financial Research*, 11(1).
- ÇİNKO, L. (2019), Para Politikası Stratejileri ve Uygulamaları, (Finansal Piyasalar, Para ve Bankacılık, Ed.ler: Başak Tanınmış Yücemmiş ve Levent Çinko), Ankara: Nobel Yayınevi.
- DARICI, B. (2012), TBB Finansal İstikrar Raporu, İstanbul.
- DELİCE, G. (2007), Uluslararası Finansal Kuruluşlar ve Finansal İstikrar Sorunu, Ankara: Nobel Yayınevi.
- DHAL, S., KUMAR, P., & ANSARİ, J. (2011). Financial stability, economic growth, inflation and monetary policy linkages in India: An empirical reflection. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, 32(3), 1-35.
- EĞİLMEZ, M. (2019), Ekonominin Temelleri, Birinci Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- EİDENBERGER, J., NEUDORFER, B., SİGMUND, M., & STEİN, I. (2013). Quantifying Financial Stability in Austria—New Tools for Macroprudential Supervision. *Oesterreichische Nationalbank Financial Stability Report*, 26.
- EROĞLU, N ve YETER, F. (2018), 2008 Finansal Kriz Sonrası Yeni Riskler ve TCMB Yeni Para Politikaları, Ed.ler: İlhan Eroğlu, Baki Demirel ve Tolga Dağlaroğlu, Bursa: Ekin Yayınevi.
- HAUGLAND, K., & VİKØREN, B. (2006). Financial stability and monetary policy-theory and practice. *Norges Bank. Economic Bulletin*, 77(1), 24.
- FERGUSON, R. (2002), Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?, Conference at the IMF in Washington, D.C. September.
- JAKUBÍK, P., & SLAČÍK, T. (2013). Measuring financial (in) stability in emerging Europe: a new index-based approach. *Financial stability report*, 25, 102-117.

- PADOA-SCHIOPPA, T.(2002), Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between, Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System
- PARASIZ, İ. (2011), Merkez Bankacılığı ve Para Politikası, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- SCHİNASİ, G.J. (2004), Defining Financial Stability, IMF Working Paper, WP/04/187.
- RUBİO, M., & Carrasco-Gallego, J. A. (2014). Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare. *Journal of Banking & Finance*, 49, 326-336.
- SEZGİN, O. ve DARICI, B. (2012), Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama - Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel – Spesifik Para Politikası Uygulamaları, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Cilt 7, Sayı 11.
- SMETS, F. (2014). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?. *International Journal of Central Banking*, 10(2), 263-300.
- STEİN, J. C. (2012). Monetary policy as financial stability regulation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 57-95.
- TAYLER, W. J., & ZİLBERMAN, R. (2016). Macroprudential regulation, credit spreads and the role of monetary policy. *Journal of Financial Stability*, 26, 144-158.
- TCMB (2012), 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara.
- TCMB (2015), Finansal İstikrar, Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri, Ankara.
- TERZİ, N. (2017), Küresel Finasta Güncel Konular, İstanbul: Beta Yayınevi.
- TİRYAKİ, G. (2016), Para ve Finansın Dönüşümü, Ankara: Efil Yayınevi.
- TİRYAKİ, G. (2012), Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri, TBB Yayın No: 289, İstanbul.
- YELLEN, J. L. (2014). Monetary policy and financial stability. Washington, DC: International Monetary Fund.
- YÜCEMEMİŞ, B. T. (2011), Finansal İstikrarda Para Politikalarının Rolü, İstanbul: Derin Yayınları
- ZUGİC, R., & FABRİS, N. (2014). Framework for preserving financial stability in Montenegro. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3(1), 27-41.