

LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE FİNANSAL İSTİKRAR – FİYAT İSTİKRARI İLİŞKİSİ

Selim KAYHAN¹
Tayfur BAYAT²
Uğur ADIGÜZEL³

1. GİRİŞ

1980’li yıllar tüm Dünya ekonomilerinde kronik enflasyon probleminin başladığı dönem olarak kabul edilebilir. Zira gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yüksek enflasyon problemi kendini gösterirken politika yapıcılarını çözüm aramaya başlamışlardı. Bunlardan en işe yarayanı belki de enflasyon hedeflemesi stratejisi idi. Zira çok sayıda merkez bankası tüm politika araçlarını enflasyon oranını kontrol altına almak için kullanmakta idi.

2000’li yılların ikinci yarısında enflasyon oranları hemen tüm ekonomilerde kontrol altına alınmış, nispeten düşük bir global enflasyon oranı ile Dünya karşı karşıya kalmış idi. Fakat 2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri finansal sisteminde başlayıp zamanla tüm dünyayı saran küresel finans krizi enflasyonun düşük olduğu bu ortamda ortaya çıktı.

¹ Prof. Dr., Necmettin Erbakan Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, İktisat Bölümü.

² Doç. Dr., İnönü Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü.

³ Doç. Dr., Necmettin Erbakan Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret Bölümü.

Tüm dünyada etkileyen ve etkileri uzun süre kaybolmayan kriz, büyük ılımlılık döneminde ekonomileri istikrarlı bir biçimde tutmakta başarılı olan makroekonomi politikalarının temelinden sarsılmasına neden oldu. Zira klasik görüşe göre ekonomi genel olarak iyi bir görünüme sahip olduğunda, özellikle enflasyon oranı düşük ve istikrarlı bir halde iken, finansal istikrar kendiliğinden sağlanmaktadır. Bu görüşün temelleri Schwarz'ın (1995) çalışmasına dayanmaktadır. Schwarz'ın (1995) sonuçlarını dayandırdığı analizi bankacılık sektörünü incelemektedir. Ona göre eğer fiyat istikrarı sağlanırsa, sağlıklı bir bankacılık sektörü ve finansal sistem otomatik olarak oluşacaktır. Bu fikrin temelinde ise belirlilik kavramı bulunmaktadır. Şöyle ki; fiyat istikrarının olmadığı bir dönemde belirsizlik meydana gelecektir. Belirsizlik ise finansal sistem aktörlerinin sağlıklı bir karar vermesine engel olacağından sistem de sağlıklı bir şekilde çalışmayacak, istikrarsızlıklar baş gösterecektir. Tersî durumda ise finansal istikrardan bahsetmek mümkün olacaktır.

Monetarist görüş Schwartz ile aynı çizgidedir. Blot vd.'ye(2015) göre, parasal daralmalar veya genişlemelerden kaynaklanan beklenmeyen enflasyon, bankacılık paniklerine yol açabilmektedir. Finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki korelasyon, ekonomik patlama dönemlerinde, güvenin arttığı ve borçlanmanın aşırı borçlanmaya yol açtığı yükselişlerin arttığı finansal kırılganlık görüşünün bir sonucu olabilir. Mal ve hizmetlere göre varlık fiyatlarının artması, enflasyonda artışa ve borçlanma maliyetinde düşüşe neden olabilir. İflas sorunu ortaya çıkana kadar sürecek. Böylece ekonomi borç enflasyonu kısır döngüsüne girecektir. Monetarist görüş tarafından yapılan teorik açıklamalardan da görülebileceği gibi, eğer bir ekonomide fiyat istikrarı sağlanıyorsa, finansal sistemle ilgili endişeye gerek yoktur ve politika yapımcılar tarafından uygulanan doğru para politikası fiyat istikrarını sağlayacaktır, bu ise otomatik olarak finansal istikrar sağlayacaktır.

Öte yandan, enflasyon oranının oynaklığı finansal sistemin istikrarına zarar verebilir. Enflasyonda beklenmeyen bir düşüş, mevcut borcun gerçek değerini artırarak temerrüde düşme ihtimalini yükseltecektir. Buna göre, enflasyondaki düşüşün, özellikle kısıtlayıcı para veya maliye politikalarıyla ilişkilendirilmeleri durumunda, finansal sistemde stresin istikrarlı enflasyon dönemlerine kıyasla daha sık görülmesi daha olasıdır (Borio ve Lowe, 2002: 18). Bu görüşe göre, enflasyonun beklenmedik bir şekilde hareket etmesi, yüksek enflasyon oranından ziyade finansal sistemde daha etkilidir.

Sadece gelişmiş ekonomilerin değil, aynı zamanda gelişmekte olan ekonomilerin de, finansal krizin ortaya çıktığı 2007-8 yıllarında düşük enflasyon ile karşı karşıya olması enflasyon ile finansal istikrar arasında bir korelasyonun olduğu şüphesini güçlendirmektedir. Krizden sorumlu olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini gösteren ilk eleştirilerden bir tanesi, Taylor'a (2009) aittir. Ona göre para politikası tarafından belirlenen faiz oranları, Taylor kuralının ima ettiği şekli ile aşırı düşük olmasaydı, konut patlamasının önleneyecek ve herhangi bir baskının gerçekleşmeyecek idi. Zira, ABD ekonomisinde enflasyon oranını artırmak için uygulanan düşük faiz oranları, yüksek risk seviyesindeki projelerin tercih edilmesine olanak sağlamış ve krize davetiye çıkarmıştır.

Borio ve Lowe'ye (2002) göre düşük enflasyonla finansal istikrar arasında pozitif bir ilişki olabilir. Ancak, düşük enflasyonlu bir ortamda finansal kargaşanın olması için üç nedenin olması gerektiğini vurgulamaktadır. Öncelikle, arz tarafında yaşanan gelişmeler ile varlık fiyatlarındaki artış arasında pozitif bir ilişki olmasına rağmen, dış finansmana daha kolay erişim ve riskin iyimser değerlendirmelerine neden olabilir. Ayrıca, politika yapımcıların fiyat istikrarına olan sadakatinden hareketle oluşan güvenilirliği, fiyat ve ücretlerde daha fazla katılığa ve yapışkanlığa

neden olabilir ve bu da, en azından bir süre için normalde toplam talebin sürdürülebilir olmayan genişlemesiyle ilişkili enflasyonist baskıları hafifletebilir. Son olarak, para politikasının sıkılaştırılması ihtiyacını ortadan kaldıran bu koşullar, dengesizliklerin daha da artmasına neden olabilir (Borio ve Lowe, 2002: 18).

Borio (2006), yaptığı son çalışmada, olumlu arz yönlü gelişmeler, verimlilik kazanımları, küreselleşme ve teknolojik gelişmeler nedeniyle düşük enflasyon ortamında finansal dengesizlik olasılığını vurgulamaktadır. Bu bağlamda, enflasyonist beklentileri sabitleyerek fiyat istikrarının güvenilirliği, ücretlerde daha fazla yapışkanlığa yol açmakta, kısa vadede enflasyonist baskıları geciktirebilmekte, ancak bu, uzun vadede toplam talebin sürdürülebilir olmayan bir şekilde artmasına neden olabilmektedir. Ayrıca, düşük enflasyon oranı para politikasının sıkılaştırılması ihtiyacını ortadan kaldırmakta ve dengesizliklerin gelişmesine yol açmaktadır.

Tüm bu açıklamalar ışığında yüksek enflasyon problemi yaşayan ve 1990'lı yıllar ile birlikte anti – enflasyonist politikalar uygulamaya başlayan Latin Amerika ülkeleri küresel finans krizinden olumsuz etkilenmişlerdir. 1999 yılında enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlayan Brezilya, krize kadar geçen dönemde daha düşük büyüme hızları ile karşı karşıya kalmış, ekonomi gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırıldığında daha zayıf bir büyüme performansı göstermiştir.

Bir diğer Latin Amerika ülkesi Meksika ise 2001 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş ve merkez bankasının yegâne politika amacı olarak fiyat istikrarını belirlemiştir. Yıllık enflasyon oranı hedefini % 3 olarak belirlerken, ekonomideki olası belirsizliklere karşı da % 1'lik bir sapma payına da izin vermişlerdir.

Son olarak Kolombiya Merkez Bankası politika kurulu, bankanın politika hedefini düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını sürdürmek ve ülkenin ekonomik kapasitesine dayalı olarak en üst

düzyeyde büyüme oranını sağlamak şeklinde belirlemiştir. Banka uzun vadeli enflasyon oranı hedefini % 3 olarak belirlemiş ve +/- % 1 marja izin vermiştir. Faiz oranı, enflasyonun hedeften sapmasına neden olacak gibi görünüyorsa müdahalenin ana aracıdır.

Tüm bu açıklamalar ışığında enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ekonomilerde finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki ilişkinin belirlenmesi ilerleyen dönemde uygulanacak politikalar açısından verimli olacaktır. Bu amaçla çalışmada enflasyon oranındaki değişimin finansal istikrar üzerindeki etkisi, enflasyon hedeflemesi yapan üç Latin Amerika ülkesi, Meksika, Brezilyave Kolombiya, üzerinde incelenecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde oluşturulan model ve kullanılan veriler tanıtılacaktır. Üçüncü bölümde kullanılan yöntemler ve analiz sonucunda elde edilen sonuçlar tanıtılacaktır. Son bölümde ise bulgular ışığında politika önerileri anlatılacaktır.

2. MODEL ve VERİLER

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiyi Latin Amerika ülkelerinde incelemek amacı ile fiyat istikrarı ve finansal istikrar göstergeleri arasındaki nedensellik ilişkisi kontrol edilecektir. Ülkelere ait enflasyon verileri Uluslararası Para Fonu veri tabanından elde edilmiştir.

Fiyat istikrarı kavramı genel olarak tüketici fiyat endeksindeki aylık değişimler ile ölçülmektedir. Tüketici fiyat endeksindeki aylık değişimler yoluyla enflasyon oranı hesaplanmaktadır. Bu çalışmada enflasyon oranı aylık olarak kullanılacaktır. Öte yandan finansal istikrar farklı şekillerde hesaplanmakta ve merkez bankaları raporlarında ilan etmektedir. Bu çalışmada ise Aktaş (2011) tarafından oluşturulan finansal istikrar endeksi dikkate alınmaktadır. Aktaş (2011) finansal istikrar endeksini oluştururken bankacılık sektörünün yanı sıra makro, mikro ve politik konularda dokuz adet alt endeks belirlemiş ve bu alt endekslerden

bir adet endeks oluşturmuştur. Bununla birlikte alt endekslerin kapsamı ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sistemin yapısı dikkate alındığında alt endekslerin sadece bir tanesi bu çalışmada dikkate alınmıştır. Kullanılan bankacılık alt endeksi ise bankacılık sermaye yeterliliği, varlık kalitesi, likidite, kur riski ve karlılık oranlarından oluşmaktadır. Bu veriler ise World Bank ve Uluslararası Para Fonu veri tabanından elde edilmiştir.

Değişkenlere ait serilerin zaman aralıkları ülkelerin veri yayınlama başlangıçlarına ve veri yayınlama sıklıklarına göre değişiklik göstermektedir. Zira bazı ülkelerde bankacılık sistemine ait verilerin yayınlama takvimleri farklılık göstermekte ve bu da gecikmelere neden olmaktadır. Bu nedenle ülke analizleri farklı tarih aralıklarını kapsamaktadır ve çeyreklik veriler kullanılmaktadır. Bu tarihler aşağıdaki tablo gösterilmektedir.

Tablo 1. Ülke Listesi	
Ülke	Periyod
Meksika	2005Q1 – 2015Q4
Kolombiya	2005Q1 – 2016Q1
Brezilya	2005Q1 – 2016Q1

3. AMPİRİK SONUÇLAR

Fiyat istikrarının sağlanması durumunda finansal sistemin de istikrarlı hale gelip gelmeyeceğinin test edildiği bu çalışmada nedensellik metodları kullanılmaktadır. Bunlar geleneksel Granger nedensellik analizi ve frekans alanı nedensellik analizidir. Yerden tasarruf etmek amacı ile enflasyon oranı yerine ENF, finansal istikrar endeksi yerine FİN kısaltmaları kullanılmaktadır.

Nedensellik analizlerini uygulamadan önce her bir ülkeye ait serilerin birim kök taşıyıp taşımadıkları test edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla AugmentedDickey – Fuller ve PhillipsPerronbi-

rim kök testleri uygulanmaktadır. Test sonuçları göstermektedir ki, enflasyon oranı ve finansal istikrar göstergelerine ait seriler seviyede birim kök içerirken birinci farkları alındığında seriler durağanlaşmaktadır. Bu nedenle analizde serilerin birinci farkları kullanılacaktır.

Geleneksel Granger nedensellik analizini uygulamadan önce gecikme sürelerinin belirlenmesi gerekmektedir. Schwarz bilgi kriterini kullanmak suretiyle belirlenen gecikme süreleri Brezilya için 2, Kolombiya için 3 ve Meksika için 4'tür.

Geleneksel Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre her iki değişken arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Bu sonuçlar göstermektedir ki, fiyat istikrarının ekonomide sağlanmasının finansal sistemin istikrarlı hale gelmesine neden olmayacaktır. Ya da finansal istikrarın olduğu bir ekonomide fiyat istikrarının kendiliğinden sağlanması söz konusu değildir.

Tablo 1. Geleneksel Granger Nedensellik Analiz Sonuçları

FİN İNF'nin nedenseli değildir					İNF FİN'in nedenseli değildir				
Ülkeler	İst.	% 1	% 5	% 10	Ülkeler	İst.	% 1	% 5	% 10
Brezilya	0.477 (0.787)	20. 573	13. 675	11. 286	Brezilya	3.601 (0.165)	18. 999	12. 609	10. 188
Kolombiya	2.478 (0.479)	19. 111	13. 023	10. 659	Kolombiya	3.072 (0.380)	20. 204	13. 433	10. 630
Meksika	1.186 (0.756)	10. 501	6. 587	4. 945	Meksika	3.606 (0.307)	10. 605	6. 612	5. 013

Not: Yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

İkinci aşamada Breitung ve Candelon (2006) tarafından geliştirilen frekans alanı nedensellik analizi kullanılmaktadır. Frekans alanı nedensellik analizi farklı dönemlerde nedenselliğin test edilmesi fırsatını sunmaktadır. Yani nedensellik uzun dönemde var olurken kısa vadede ortaya çıkmayabilir. Bu test sayesinde incelenen dönemde kısa, orta ve uzun vadede nedenselliğin varlığı-

nı tek tek inceleme imkânı vermektedir. Test istatistiklerini, kısa vadeli nedensellik incelemesi için $\omega_i = 2.5$ ve $\omega_i = 2.00$, orta vadeli nedensellik incelemesi için $\omega_i = 1.00$ ve $\omega_i = 1.50$ ve son olarak uzun vadeli nedensellik incelemesi için $\omega_i = .1$ ve $\omega_i = .5$ değerleri kullanılmaktadır. Frekans alanı nedensellik testinden elde edilen sonuçlar tablo 3'te sunulmaktadır.

Tablo 3. Frekans Alanı Nedensellik Analiz Sonuçları

Ülkeler	İNF FİN'nin nedenseli değildir						FİN İNF'nin nedenseli değildir					
	Uzun d.		Orta d.		Kısa d.		Uzun d.		Orta d.		Kısa d.	
	0.01	0.05	1.00	1.50	2.00	2.00	0.01	0.05	1.00	1.50	2.00	2.00
Brezilya	2.468	2.486	0.564	0.161	2.183	3.090	0.633	0.631	2.115	0.012	0.001	1.781
Kolombiya	0.190	0.191	2.550	1.045	0.889	2.931	0.972	0.949	1.800	2.927	0.307	2.125
Meksika	1.456	1.459	0.247	0.611	0.948	0.619	0.127	0.129	1.050	1.242	2.711	1.033

Not: Yazarlar tarafından hazırlanmıştır.

Frekans alanı nedensellik analizi sonuçlarına göre tüm ülkeler için gerek kısa ve orta dönemde gerekse uzun dönemde herhangi bir nedensellik sonucuna rastlanmamıştır. Yani fiyat istikrarının sağlanması finansal istikrarın sağlanacağı garantisini vermemektedir.

4. SONUÇ

Bu çalışmada 2008 küresel finans krizi ile gündeme gelen finansal istikrar kavramının fiyat istikrarı ile ilişkisi incelenmiştir. Bu amaçla enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan üç Latin Amerika ülkesi olan Brezilya, Kolombiya ve Meksika ele alınmış ve fiyat istikrarını ölçmek amacı ile enflasyon oranı, finansal istikrarı için ise bankacılık sektörü verilerini ele alan bir endeks

oluşturulmak suretiyle finansal istikrar endeksi kullanılmıştır. Seriler arasındaki nedensellik ilişkisi ise geleneksel Granger nedensellik analiz metodu ile farklı dönemlerdeki nedenselliğin ayrı ayrı incelenmesine olanak veren frekans alanı nedensellik analiz metodu kullanılmıştır.

Sonuçlar göstermiştir ki, hem geleneksel nedensellik analizi hem de frekans alanı nedensellik analizi fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Bu durum fiyat istikrarının bu ülkelerde sağlanmasının finansal sistemin istikrara kavuşmasına herhangi bir katkısı bulunmamaktadır. Bu durumda fiyat istikrarını sağlamak amacı ile uygulanan politikaların yanında finansal sistemin istikrarlı hale gelmesi amacı ile farklı politikaların uygulanması gerekmektedir.

Bununla birlikte, ele alınan ülkelerin genel olarak gelişmekte olan ülke ekonomileri olması ve daha çok kırılgan ekonomilere sahip olması analiz sonuçlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri için geçerli olacağını göstermektedir. Bu nedenle benzer bir analizin gelişmiş ülkeler için yapılarak elde edilen sonuçlara göre gelişmiş ülkeler için politika çıkarsaması yapılması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Aktaş, C. (2011). Finansal istikrar analizi bağlamında Türkiye için finansal istikrar endeksi önerisi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim dalı, Yayınlanmamış doktora tezi, Ankara.
- Blot, C., Creel, J., Hubert, P., Labondance, F., Saraceno, F. (2015). Assessing the link between price and financial stability. *Journal of Financial Stability*, 16, 71 – 88.
- Borio, C., and P. Lowe. (2002). *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*. BIS Working Paper No. 114.
- Borio, C. (2006). Monetary and financial stability: Here to stay? *Journal of Banking & Finance*, 30, 3407-3414.
- Breitung, J., & Candelon, B. (2006). Testing For Short And Long-Run Causality: A Frequency Domain Approach. *Journal Of Econometrics*, 12, 363-378.

- Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.
- Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1057-1072.
- Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Schwartz, A. J. (1995). Why Financial Stability Depends on Price Stability. *Economic Affairs*, 15(4), 21-25.
- Smets, F. (2013). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 3, 121-160.
- Taylor, J. B. (2009). *The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong* (No. w14631). National Bureau of Economic Research.