

T. C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

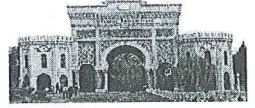
MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN
FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ

FEYZA EROĞLU

2501140300

TEZ DANIŞMANI
DOÇ.DR AYDAN KANSU

İSTANBUL - 2017



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : FEYZA EROĞLU

Numarası : 2501140300

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT TEORİSİ

Tez Savunma Tarihi : 14.07.2017

Danışman : DOÇ.DR.AYDAN KANSU

Tez Savunma Saati : 14:00

Tez Başlığı : MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ.DR.EMİNE TAHSİN		KABUL
2- DOÇ.DR.AYDAN KANSU		KASUL
3- YRD.DOÇ.DR.ÜMİT BOZOKLU		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF.DR.KAYA ARDIÇ		
2- DOÇ.DR.HÜLYA KESİCİ ÇALIŞKAN		

ÖZ

MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Feyza EROĞLU

2008 küresel finansal kriz nedeniyle finansal istikrar kavramı ve finansal sistemin kırılganlığının ön plana çıkması, finansal istikrara yönelik politika uygulamaların eksikliğini ortaya çıkarmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkeyi etkileyen küresel finansal kriz, ülkelerin ve merkez bankacılığının finansal istikrar konusunda farklı bakış açıları kazanması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Özellikle, ABD merkez bankası FED'in krizden çıkmak amacıyla uyguladığı politikalar Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkeleri etkilemiş ve bu ülkelerin kırılganlıklarının artmasına sebebiyet vermiştir. Bütün bu sebeplerle, finansal istikrara yönelik politikalar hakkında araştırmalar yapılmış ve makro ihtiyati politikalar tekrar öne çıkmıştır. Bu çalışmada, TCMB'nin özellikle 2010 yılı sonrasında finansal istikrar amacıyla uyguladığı makro ihtiyati politikalar incelenmiş ve bu politikaların finansal istikrar üzerindeki etkileri analiz edilmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Küresel Finansal Kriz, Makro İhtiyati Politikalar, Finansal İstikrar, Türkiye, Merkez Bankaları

ABSTRACT

EFFECTS OF MACROPRUDENTIAL POLICIES ON FINANCIAL STABILITY: CASE OF TURKEY

Feyza EROĞLU

Due to the global financial crisis of 2008, the concept of financial stability and the vulnerability of the financial system became one of the main topics, revealing the lack of policy applications for financial stability. The global financial crisis which affected many developed and developing countries has led to the need for countries and central banking to gain different perspectives on financial stability. Especially, policies applied by FED to recover from the crisis, affected many developing countries including Turkey and caused the increase of the vulnerability of these countries. For all of these reasons, extensive research has been done about policies that aim financial stability and consequently macroprudential policies has come up again. In this study, macroprudential policies which were implemented by CBRT in order to ensure financial stability especially after the year 2010 have been examined and the effects of these policies on financial stability have been tried to analysed .

Keywords: Global Financial Crisis, Macroprudential Policies, Financial Stability, Turkey, Central Bank

ÖNSÖZ

2008 küresel finansal krizin en önemli sonuçlarından biri şüphesiz makro ihtiyati politikaları ön plana çıkarmış olmasıdır. Küresel finansal kriz sonrasında sıklıkla söz edilen makro ihtiyati politikalar hakkındaki araştırmalar, ekonomik değişkenler ve risk unsurlarının ülkeye özgü olması sebebiyle, her ülkede finansal sistemin farklı unsurlarına yönelik farklı makro ihtiyati politika araçları kullanılmaktadır. Bu durum ise ülke bazında çalışmaların önemini ortaya çıkarmıştır. Bu tez çalışmasında, belirtilen nedenlere yönelik olarak, Türkiye’de makro ihtiyati politikaların uygulanmasındaki amaçlar ve kullanılan araçların finansal istikrar üzerindeki etkileri anlaşılmaya çalışılmıştır.

Tez danışmanlığımı üstlenen ve süreç boyunca bilgi, tecrübe ve manevi desteğini benden esirgemeyen değerli hocam Doç. Dr. Aydan KANSU’ya ve desteklerini her zaman hissettiğim sevgili aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Feyza EROĞLU

İSTANBUL,2017

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	İİİ
ABSTRACT.....	İV
ÖNSÖZ.....	V
İÇİNDEKİLER	VI
TABLolar LİSTESİ.....	İX
GRAFİKLER LİSTESİ.....	X
KISALTMALAR LİSTESİ.....	Xİ
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

1.1 Finansal İstikrar Kavramı	3
1.1.1 Finansal İstikrarsızlığın Kaynakları	6
1.1.2 Finansal Sistemi Sistemik Şoklardan Koruma	8
1.2 Makro İhtiyati Politikalar	10
1.2.1 Makro İhtiyati Politikaların Çerçevesi	12
1.2.2 Makro İhtiyati Politikalar Para Politikasının Tamamlayıcısı Mı? İkamesi Mi?.....	15
1.2.3 Sistemik Riske Yönelik Makro İhtiyati Politikalar	19
1.2.4 Makro İhtiyati Politika Araçları	20

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

2.1 2008 Küresel Finansal Krizin Nedenleri	25
2.2 Küresel Finansal Krizin Politika Uygulamaları Üzerine Etkisi	30
2.2.1 Küresel Finansal Kriz Öncesi Para Politikaları	30
2.2.2 Küresel Finansal Kriz Sonrası Makro İhtiyati Politikaların Öne Çıkması	32
2.2.3 ABD’de Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	33
2.3 Küresel Finansal Krizin Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerindeki Etkileri	36
2.3.1 2008 Küresel Finansal Krizinin Kırılgan Beşli Ülkelerini Etkileme Kanalları	36
2.3.2 Kırılgan Beşli Ülkelerinin Uyguladığı Makro İhtiyati Politikalar	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1 2001-2008 Döneminde TCMB’nin Finansal İstikrara Yönelik Politikaları	42
3.2 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrası Türkiye’de Finansal İstikrara Yönelik Uygulanan Makro İhtiyati Politikalar	45
3.2.1 Türkiye’de Uygulanan Makro İhtiyati Politikaların Amaçları	47
3.2.2 Türkiye’de Uygulanan Makro İhtiyati Politika Araçları	49
3.2.2.1 Faiz Koridoru	49
3.2.2.2 Zorunlu Karşılıklar	51
3.2.2.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması	52
3.3 Makro İhtiyati Politikaların Finansal İstikrara Etkileri	54

SONUÇ.....63

KAYNAKÇA.....66

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Makro ve Mikro İhtiyati Politika Ayrımı.....	13
Tablo 2. Para Politikasının Finansal İstikrar Üzerine Etkileri.....	17
Tablo 3. Makro İhtiyati Politika Araçları	22

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. 2001-2016 FED Faiz Oranları.....	34
Grafik 2. Cari Açık ve Net Sermaye Girişleri (Milyar USD).....	55
Grafik 3. 2010-2017 Yılları Arasında TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri.....	58
Grafik 4. Net Sermaye Akımları, Reel Döviz Kuru ve Kredi İlişkisi.....	60
Grafik 5. Net Sermaye Girişleri ve GSYİH Büyüme Oranı.....	61

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDO	Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
DTI	Borcun Gelire Oranı
FED	Amerikan Merkez Bankası
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
LTV	Kredinin Değerine Oranı
MBS	Mortgage Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetler
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
USD	Amerikan Doları

GİRİŞ

ABD'nin subprime mortgage piyasasında başlayan ve Lehman Brothers'ın batmasıyla 2008 yılında küresel boyuta ulaşan finansal kriz, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin ekonomisini olumsuz etkilemiştir. ABD gibi gelişmiş bir ülkenin finansal piyasalarında ciddi olumsuz sonuçlar ve finansal istikrarsızlık yaratan bu kriz sonucunda ABD'nin gayri safi yurtiçi hasılasında önemli derecede düşüşler yaşanmış, işsizlik oranları artmıştır. Küresel finansal krizin gelişmekte olan ülkelere etkisi ise, genel olarak sermaye kanalları yoluyla krediler ve döviz kuru gibi değişkenler üzerinden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler sadece küresel finansal krizden etkilenmekle kalmayıp bu krizden çıkmak için ABD'de uygulanan politikalardan da etkilenmişlerdir.

2008 küresel finansal krizinin ekonomiler üzerinde etkileri olduğu kadar politika uygulamaları üzerinde de etkileri olmuştur. Geleneksel politikaların krizden çıkış konusunda yetersiz kalması merkez bankalarını bu konuda farklı politika arayışlarına yöneltmiştir. Küresel finansal krizin çıkış nedenleri ele alındığında, finansal sistemin dayanıklılığı ve finansal istikrar konusunda bu zamana kadar kabul görmüş düşünceler ve uygulanmış politikaların finansal istikrar amacına yeteri kadar hizmet edemediği görülmüştür. Makro ihtiyati politikaların temel olarak finansal istikrarı hedef alması ve bu politikaların uygulanması konusunda daha ayrıntılı bir araştırma yapılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu durum Türkiye'de finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulanan makro ihtiyati politikaların etkilerinin araştırılmasını da gerekli kılmıştır. Bu bağlamda çalışma üç bölümden oluşturulmuştur.

Birinci bölümde, finansal istikrar ve sistemik risk kavramı çeşitli yönlerden ayrıntısıyla tanımlanmıştır. Daha sonra finansal istikrara yönelik makro ihtiyati politikalar, tarihiyle birlikte ele alınmış ve bu politikaların çerçevesi hakkında bilgi verilmeye çalışılmıştır. Finansal istikrarı tehdit edebilecek sistemik risk kavramı ile birlikte makro ihtiyati politika araçları incelenmiştir.

İkinci bölümde, ilk olarak 2008 küresel finansal krizin nedenleri hakkında bilgi verilmiştir. Krizden sonra rolleri değişen merkez bankalarının hedeflediği politikaların, kriz öncesi uygulanan politika hedefleri ile karşılaştırılması yapılmış ve neden politika uygulamaları hakkında bir değişime ihtiyaç duyuldu sorusuna cevap aranmaya çalışılmıştır. Daha sonra, Türkiye'nin de içinde bulunduğu kırılgan beşli ülkelerinin krizden etkilenme biçimleri ve bu ülkelerin uyguladığı makro ihtiyati politikalar anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın finansal istikrarı hedef alma kapsamında uyguladığı politikalara yer verilmiştir. TCMB'nin 2001-2008 yılları arasında finansal istikrara yönelik politikaları incelenmiştir. Daha sonra 2010 sonrası dönemde makro ihtiyati politikalar, amaçları ve araçları kapsamında ele alınmıştır. Son olarak bu politika uygulamasının finansal istikrar üzerindeki etkileri değerlendirilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

2008 küresel finansal krizinden sonra finansal sistemdeki sorunları geniş bir bakış açısıyla ele alma ihtiyacı; finansal istikrar ve finansal istikrara yönelik politikaların önemini artırmıştır. Bu bölümde finansal istikrar ve sistemik risk kavramı çeşitli yönlerden ele alınmış ve makro ihtiyati politikaların, finansal istikrarı tehdit eden unsurları nasıl ele aldığı ve para politikasıyla olan etkileşimi anlatılmıştır.

1.1 FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

ABD’de 2007’de subprime mortgage kredilerinin geri dönüşlerinde sıkıntı yaşanması ile başlayan ve kısa sürede küresel bir hal alan küresel finansal kriz, finansal sistemdeki sorunlara farklı bakış açılarıyla dikkat çekmeye başlamıştır (Tiryaki & Yılmaz, 2012). Bunlardan biri finansal istikrar konusudur. Bu terim her ne kadar 2007 krizinden sonra uygulanma bakımından popülerlik kazanmış olsa da, aslında 1970’li yıllardan beri konu üzerinde çalışmalar yapılmıştır (Clement, 2010). 2008 Küresel finansal kriz ile birlikte sadece fiyat istikrarını ya da enflasyon hedeflemesini baz alan politika ya da araçlar değil buna ek olarak finansal sistemin istikrarını da amaçlayan politikalar kullanılması gerekliliği ön plana çıkmıştır.

Finansal istikrarın, finansal sistemin farklı unsurlarının hem kendi arasında hem de reel ekonomiyle olan karmaşık etkileşimleri sebebiyle, tanımının yapılması kolay değildir. Finansal sistemin istikrarlı olarak nitelendirilebilmesi için aşırı dalgalanma, stres ya da kriz içinde bulunmaması gerekir (Gadanecz & Jayaram, 2009). Örneğin 2008 küresel finansal kriz, finansal piyasalardaki finansal araçların fiyatlarında oluşan dalgalanmalar sebebiyle hızlı bir yayılma sürecine girmiş ve daha sonra olumsuz etkilerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur (Tüzün, 2014).

Finansal istikrar; finansal sistemin bütün görevlerini iyi bir şekilde yerine

getirebildiği ve yakın bir gelecekte de bunu yapmasının beklendiği süreli bir durumu ifade eder. Bu bakış açısından yola çıkarak finansal istikrar; finansal kuruluşlar, piyasalar ve finansal altyapıların da dahil olduğu finansal sistemin temel bileşenlerinin ortaklaşa olarak bozuklukları sınırlaması anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle finansal istikrar, finansal sistemdeki sadece bir yapıya değil bütünü oluşturan her bir yapının sorunsuz bir şekilde çalışması ile oluşan bir durumdur. Buna ek olarak, tasarrufların kar getiren yatırım fırsatlarına dağıtılmasını önemli ölçüde bozabilecek olan mali aracılık sürecindeki bozulmaları azaltabilmesi gerekmektedir (European Central Bank, 2005). Örneğin ABD subprime mortgage krizinin sonuçlarından biri de kredi daralmasına sebep olmasındır. Bankalar, kredilerini ödeyemeyen borçlular yüzünden nakit sıkışıklığı yaşamış ve yeni krediler açamamışlardır. Bu sebeple yatırımcılar da kredi bulmakta zorlanmıştır. Konut piyasasının da yavaşlamasına sebep olan bu durum, hem borç veren bankaların hem de bu bankalara fon sağlayan kuruluşların mali durumlarında sıkıntıya yol açmıştır. Konut piyasasında başlayan bu durum daha sonra finansal sistemi ve finansal sistemin istikrarını tehdit eder hale gelmiştir.

Garry J. Schinasi (2004), finansal istikrarın süreç içerisinde meydana gelen bir durum olarak ele alınması gerektiğini ifade etmiştir. Bu doğrultuda, finansal istikrar sistemin birçok bölümünde beklentiye dayalı, dinamik ve bağımsız olarak oldukça iyi bir şekilde çalışan bir finansal sistemi ifade eder. Buna ek olarak; finansal kurumların sağlamlığı, finansal piyasa koşulları ve finansal altyapının değişik faktörlerinin tutarlı biçimde çalışmasıdır.

Schinasi, finansal istikrarın tanımlanmasını geliştirmek için kullanılabilecek bazı önemli prensipler gerektiğinden de bahsetmiştir. Örneğin finansal istikrarı; altyapı, kurumlar ve piyasalar olmak üzere finans ya da finansal sistemin farklı bakış açılarını kapsayan geniş bir kavram olarak ele almıştır. Finansal istikrarın sadece kaynaklar ve riskleri yönetmedeki rolünü iyi bir şekilde yerini getirmesini, tasarrufları hareketlendirmesini ve varlık birikimi, gelişimi ve büyümeyi kolaylaştırma anlamına gelmemektedir. Finansal istikrar aynı zamanda ekonomi genelinde ödeme sistemlerinin pürüzsüz bir şekilde işlev görmesi anlamına da gelmektedir. Schinasi finansal istikrarı, ekonomide sadece finansal krizlerin

olmaması tanımıyla sınırlamamış; buna ek olarak kendine veya ekonomik sürece bir tehdit oluşturmada önce, finansal sistemin, dengesizliklerin oluşmasını sınırlama ve üstesinden gelmesi gerektiğinden de bahsetmiştir. Diğer önemli bir prensip; reel ekonomi için potansiyel sonuçlar açısından da finansal istikrar kavramına bakılması gerektiğidir. Örneğin finansal piyasalar ve her bir finansal kuruluştaki bozukluklar, eğer büyük oranda ekonomik faaliyetlere zarar vermesi beklenmiyorsa, bu tür bozukluklar finansal istikrara bir tehdit olarak algılanmamalıdır. Hatta bu tür dalgalanmalar eğer bulaşma ve sistemik etkileri olmayacaksa, sistemin kendini düzeltme etkisi olarak görülebilir ki bunların da finansal istikrar açısından olumlu bir etkisi olacaktır (Schinasi, 2004).

Finansal istikrar literatürde birçok çalışmaya konu olmasına rağmen, kesin bir tanımının yapılmasında ortak bir zeminde buluşulamamıştır. Ancak çeşitli tanımlamalar üzerinden istikrarlı bir sistemin özellikleri vurgulanmaya çalışılmıştır.

Finansal istikrara bir tanı koyabilmek amacıyla araştırmacılar birçok sayısal ölçümlere de odaklanmıştır. Bunlar literatür açısından ele alınarak 6 madde şeklinde sınıflandırılabilir (Gadanecz & Jayaram, 2009: 366-370):

1. Reel sektör gayri safi yurtiçi hasılanın yükselmesi, hükümetin mali pozisyonu ve enflasyonla tanımlanır. GSYİH(gayrisafi yurtiçi hasıla) yükselişi, ekonominin servet yaratma kabiliyeti ve fazla ısınma riskini gösterir. Hükümetin mali durumu, gelirinden fazla harcamaları için finansman sağlama gücünü yansıtır. Enflasyon ise ekonomide yapısal problemlere işaret edebilir ve bundan dolayı bir kamu hoşnutsuzluğunun oluşması da politik istikrarsızlığa neden olabilir.
2. Kurumsal sektörün riskliliğidir. Kurumsal sektörün riskliliği; kaldıraç ve gider oranları, öz kaynakların döviz kuru riskine açıklığı, kreditorlere karşı koruma uygulamalarının sayısı aracılığıyla değerlendirilebilir.
3. Hanehalkı sektörünün dayanıklılığı üzerinden ölçümdür. Hanehalkının dayanıklılığı; net varlıklar ve net harcanabilir gelirler aracılığıyla ölçülebilir. Net varlıklar ve net kazançlar hanehalkının beklenmedik krizleri savuşturma yeteneğini ölçebilir.

4. Yabancı sektördeki koşullardır. Bu koşullar; reel döviz kuru, döviz rezervleri, cari hesap, sermaye akımları ve vade uyumsuzlukları aracılığıyla gösterilir. Bu değişkenler sermaye girişinin, ihracatta rekabet gücü kaybının ve iç borcun dış finansmanının sürdürülebilirliğinin yansımaları olabilir.
5. Finans sektörü; parasal büyüklük, reel faizler, bankacılık sektörünün risk ölçümleri, bankaların sermaye ve likidite oranları, kredi defterlerinin kalitesi, bağımsız kredi dereceleri ve kendi kredi aktivitelerine olan sistemik odaklar ile karakterize edilir. Bütün bu ölçümlerdeki olumsuzluklar, banka ve finans sektöründeki problemlerin bir yansıması olabilir. Eğer bir kriz olursa bu ölçümler, krizlerin reel ekonomiye olan maliyetini ölçümleyebilir.
6. Finansal piyasalardaki durumu tanımlamak için kullanılan değişkenler; hisse senedi endeksleri, kurumsal yayılma, likidite primleri ve dalgalanmadır. Yüksek düzeyde risk yayılımı yatırımcıların risk iştahındaki kaybı ve ekonominin geri kalanı için muhtemel finansman problemlerini gösterebilir. Likidite bozulması piyasanın verimli bir şekilde fon fazlasını yatırım fırsatlarına tahsis edebilme yeteneğinin gerçekleşmesi olabilir.

1.1.1 FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN KAYNAKLARI

Finansal istikrar, finansal sistem içerisindeki bütün unsurların hedeflerini yerine getirebildiği durumu ifade etmektedir. Ancak sistemdeki unsurların bir ya da birkaçının iyi bir şekilde çalışmadığı durumda finansal sistemde istikrarsızlık ortaya çıkabilmektedir.

Finansal istikrar konusunda öncü yaklaşımlarda bulunan önemli bir isim Hyman Minsky'dir. Minsky, finansal istikrarsızlığı açıklarken kapitalist sistemden yola çıkmış ve kapitalist sistemlerin zaman zaman kontrolden çıkabilecek enflasyon ve borç deflasyonları sergilediğini ileri sürmüştür. Kapitalist ekonomiyi, pahalı sermaye varlıklarına sahip olan ve kompleks bir finansal yapı olarak tanımlamıştır. Bu finansal sistemde nihai olarak 2 önemli yapı bulunmaktadır. Bunlar; sermaye stokunu elinde bulunduran firmalar ve diğer birimlerin finansal yükümlülüklerini varlık olarak elinde bulunduran hanehalkıdır. Bu iki yapı arasındaki köprüyü ise

finansal kurumlar ya da finansal aracilar kurmaktadır. Ekonominin gelişmekte olduğu dönemlerde ve dolayısıyla piyasada iyimserliğin olduğu dönemlerde yatırımlar artacaktır. Finansal aracilar ya da kurumlar bu yatırım talebini karşılamak amacıyla yeni borçlanma yollarına gidecektir. Bu durum ise finansal istikrarsızlığa sebep olabilecektir (Minsky, 1992, 1993).

Mishkin, finansal istikrarsızlıkları 2 önemli risk türü ile ilişkilendirmektedir. Bunlar; değerlendirme riski ve makroekonomik risktir. Değerleme riski, piyasanın menkul kıymetin karmaşıklığını fark etmesi veya kredinin değerlemesinde yeterince şeffaf olunmaması sebebiyle, yatırımcıların bu varlıklar hakkındaki belirsizliklerinin artması anlamına gelmektedir. Diğer risk ise makroekonomik risktir. Makroekonomik risk, bir finansal karışıklığın reel ekonomide ciddi bir bozulmaya neden olma olasılığının artması anlamına gelmektedir. Çeşitli şoklar, finansal piyasalardaki bilgi akışına müdahale edebilmektedir. Böylece değerlendirme ve makroekonomik risk yoluyla finansal istikrarsızlığı tetikleyebilmektedir (Mishkin, 2007).

Houben, Kakes ve Schinasi (2004), finansal istikrarı tehdit edebilecek unsurları içsel (endojen) ve dışsal (egzojen) olmak üzere 2 başlık altında incelemiştir: (Houben, Kakes, & Schinasi, 2004)

1. İçsel kaynaklı riskler: Finansal sistem açısından kırılganlık oluşturabilecek içsel riskler kendi arasında 3'e ayrılmaktadır. Bunlardan ilki; finansal kurumlardan doğabilecek risklerdir. Finansal kurumların herhangi birinde ortaya çıkan problemler, finansal sistemin diğer unsurlarına yayılabilmekte ya da birden fazla kuruluşlardan aynı anda ortak risklere maruz kalabilmektedir. Böyle bir durum finansal istikrar açısından tehdit unsuruna dönüşebilmektedir. İkincisi, piyasa bazlı risklerdir. Finansal sistem zamanla daha fazla piyasa tabanlı bir hale gelip çok büyük gelişme kaydetmiştir. Bu sebeple piyasanın herhangi bir bölümünde ortaya çıkan kırılganlıklar, finansal sektörün önemli kısımlarına hızlı bir şekilde etki edebilmektedir. Son olarak altyapı kaynaklı riskler de finansal istikrarı, ödeme sistemleri üzerinden tehdit edebilmektedir.

2. Dışsal kaynaklı riskler: Dışsal riskler finansal sistemin dışında ortaya çıkan risklerdir. Bu tür risklere örnek olarak; politik ve ekonomik dengesizliklerden kaynaklı makroekonomik göstergelerin bozulması ve büyük çapta ticari başarısızlık ve doğal afetlerden dolayı ortaya çıkan olay kaynaklı riskler gösterilebilir.

Finansal sistemin istikrarı açısından gerekli tedbirlerin alınması, finansal sistemi tehdit edecek bu unsurların birikmesinin ya da gelişmesinin engellenmesinde önemli rol oynamaktadır.

1.1.2 FİNANSAL SİSTEMİ SİSTEMİK ŞOKLARDAN KORUMA

Sistemik riskin somutlaştırılması 2008 küresel finansal krizi esnasında, finansal güvenlik ağı ve finansal kurumların bunu oldukça hafife aldığını gözler önüne sermiştir. Sistemik riskin, finansal kuruluşları etkileyen birbirinden ayrı türdeki risklerin birleşiminden çok daha fazlası olduğu ortaya çıkmıştır. Kredi riski, likidite riski, operasyonel ve benzeri riskler küresel finansal krizden önce ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Ancak bu tür riskler arasındaki korelasyon istenilmeyen ve beklenmedik sonuçlara yol açarak sistemik riskin toplanmasına sebep olmuştur (Smaga, 2014). Anlaşılmıştır ki risklerin bireysel olarak düşünülmesi, sistemin genelinde bir krize sebep olabilir. Bu riskler ayrı ayrı düşünülürse, bir kriz başlangıcını ya da piyasada sonradan krize dönüşebilecek dalgalanmaların algılanmasını zorlaştırabilecek sonuçlar yaratabilir.

FSB, BIS ve IMF (2009)' nin hazırladığı rapora göre riskin tanımı şöyle yapılmıştır; 'Sistemik risk, finansal sistemin bütününde ya da bir kısmında meydana gelen bozulmalardan kaynaklanan ve tehlikeli negatif sonuçlar doğurma potansiyeline sahip finansal hizmetlerde bozulma riskidir '. Yayılma etkisi ile finansal sistemin bir yerinde oluşan sistemik risk daha sonra reel ekonomiye etki edebilmektedir. Finansal sistemin bazı bileşenleri son derece sistemik olarak değerlendirilmiş olsa da, diğer bileşenlerde zamanla dalgalanmalar olabilmektedir (FSB, BIS, & IMF, 2009).

Sistemik risk; finansal sistemin bir kısmında yaşanan şokların başka yerlerde şoklara neden olduğu ve sonrasında reel ekonominin istikrarına da etki ettiği durumdur. Finansal krizler iki tür senaryoda oluşur ve her bir senaryoda da ödeme araçları içinde bir karışıklık oluşur. Birincisi halk, bankadaki mevduatını nakde çevirmeye kalkıştığında oluşan bulaşıcı banka panikleridir. Örneğin 1929 buhranının sebeplerinden biri halkın ekonomik politikalarındaki belirsizlikler, altın standardı ve benzeri durumlar nedeniyle bankalardan mevduat çekiminde bulunmasıdır. Bunun sonucunda banka panikleri oluşmuş ve birçok banka iflas etmiştir. İkincisi, hiçbir şekilde kredi bulunamayacağı gibi korkulara yol açan borsa çöküşleridir. Uluslararası finansal krizler; bir ülkedeki banka sistemindeki şokların diğer ülkelere iletilmesiyle ya da borsadaki çöküşün ülkeler arası bağlantıları olması sebebiyle meydana gelir. İki durumda da ödemeler mekanizmasında bozulmalara yol açar (Bordo, Mizrach, & Schwartz, 1995).

Sistemik riskin, finansal sistemin bir kısmındaki şokların başka yerlerde kademeli bir şekilde şoklara neden olduğunu ve daha sonrasında reel ekonomiye yayıldığı belirtilmişti. Örneğin, eğer bir kurumun büyük varlık pozisyonlarının ani bir şekilde bozulmaya uğraması ve/veya varlıkların artması ve likidite riskinin fonlanması nedeniyle benzer varlıklara sahip diğer firmalar için önemli derecede kayıplara neden oluyorsa; kaldıraç ve vade uyumsuzlukları, maddi finansal sıkıntının potansiyelini artıracaktır (Jobst & Gray, 2013). Kaldıraç, vade uyumsuzlukları, risk iştahı artışı gibi birçok konu, finansal sistemde bozulmaların açığa çıkmasını an meselesi haline getirmektedir. Ayrıca bu gibi sorunların varlığının, kriz esnasında krizin yayılması ve derinleşmesi üzerine olumsuz etkileri fazlaca olabilmektedir.

Sistemik riskten dolayı ortaya çıkan zararlar finansal kurumları ve piyasaları etkilemektedir. Örneğin banka veya finansal kurumların iflası sermayenin maliyetini artırabilmektedir. Bu ise sistemik riskin en önemli sonuçlarından biri olabilmektedir. (McDonough, 1998).

1.2 MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Clement(2010)'in yaptığı araştırmaya göre makro ihtiyati politika terimi ilk kez 1970'lerin sonunda kullanılmıştır. Terimin kullanılış biçimi ilk önce gelişmekte olan ülkelere borç verme üzerinden ortaya çıkabilecek sorunlar şeklinde ifade edilmiştir. Daha sonra bu endişeler değişse de altında yatan sebepler hep finansal istikrar ve bunun makroekonomiyle ilişkisi olmuştur. Aşırı borç verme, mali yeniliklerin piyasaya etkileri, belirli kuruluşların potansiyel bir başarısızlıkta sistem ve ekonomi açısından etkileri bunlardan bir kaçıdır (Clement, 2010).

Crockett ise 2000'li yılların başında makro ihtiyati politikaların araştırmalarına yeni bir soluk kazandıracak ifadelerde bulunmuştur. Finansal istikrarın mikro ve makro ihtiyati boyutları arasında bir ayrım yapmış ve bu ayrımın daha net bir şekilde anlaşılmasının ancak görevlerin hedefi ve iktisadi sonuçları etkileyen mekanizmaların kavramı ile ortaya koyulacağını belirtmiştir. Denetleme ve düzenleme çalışmalarında makro ihtiyati politikalara verilmesi gereken önemden bahsetmiştir. Finansal istikrar politikalarında makro ihtiyati bir yönelimin, yapı ve işleyişinde sistemik riski ele alan bir güvenlik ağı gerektirdiğini ifade etmiştir (Crockett, 2000).

ABD'de Ağustos 2007'de finansal piyasalarda başlayıp reel piyasalara sıçrayan ve Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın batmasıyla derinleşip küresel bir boyut kazanan kriz birçok ülkeyi etkilemiştir. Krizin sebepleri ve çıkış yollarının aranması sürecinde, aktif olarak kullanılan para ve maliye politikalarının yetersiz kalması, araştırmacıları yeni alanlara yöneltmiştir. Özellikle giderek kırılganlaşan finansal piyasaların, herhangi bir şok ya da dalgalanmada ciddi bir krize dönüşüp finansal sistemin bütününe tehdit edebilir duruma gelebileceğinin anlaşılmasıyla birlikte bütünüyle finansal istikrara yönelen politikalar kullanılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu sebeple makro ihtiyati politikaların kullanılması gerekliliği, 2008 küresel finansal kriz ile birlikte tekrar önem kazanmış ve bu tür politikalar hakkında birçok araştırma yapılmasına neden olmuştur. Ancak makro ihtiyati politikaları tanımlamak için kullanılan ortak bir düzlem henüz bulunamamıştır. Bu sebeple ortak bir tanım olmasa da bir takım temel ve önemli düşünceler makro ihtiyati politikaları anlamayı kolaylaştırmaktadır.

Makro ihtiyati politikalar nedir sorusuna verilebilecek en geniş tanım, finansal istikrarı korumak için kullanılan politikalar bütünü olduğudur. Para ve maliye politikalarının üstlendiği amaçlar direkt olarak finansal istikrara yönelik olmasa da, yaygın kanı bu politikaların amaçlarına ulaşmasının finansal istikrara da katkı sağlayacağı olduğudur. Ancak son küresel finansal kriz göstermiştir ki özellikle para politikasının proaktif rol aldığı finansal istikrar konusunda bu politikalar yetersiz kalmıştır (İlhan, 2015).

Makro ihtiyati politikaları anlamada kullanılabilecek genel bir tanım, bu politikaların finansal sistemin bütünündeki riskleri ya da sistemik riskleri sınırlamasıdır. Sistemik risk kısaca, reel ekonomi için ciddi sonuçları olabilecek bazı finansal hizmetlerin bozulmaya uğramasıdır (Vinals, 2011). Sistemdeki risklere yönelik olarak uygulanan makro ihtiyati politikalar, bu anlamda sistemin bütününe ele almaktadır. Finansal sistemin tamamının ve finansal sistemdeki unsurlar arasındaki etkileşimin bu şekilde gözetilmesi; sistemik risklerin oluşumunu engellemede ve ortaya çıkacak zararları kısıtlamada çok önemli bir yere sahip olmaktadır.

Makroihtiyati politikaların finansal sistemi ‘sistem’ olarak korumasının önemli iki yolu vardır. Birincisi, sistemik riski tetikleyen şeyleri sınırlamak için girişimde bulunulabilir. İkincisi, sistemik şokların yayılması ve etkilerinin sınırlanması üzerinde çalışılabilir (Schwarcz, 2014). Finansal sistemin dengeli ve istikrarlı bir şekilde çalışabilmesi için, sistemin dengesiz olmasına sebep olan unsurları araştırmak önemlidir. Finansal sistemin işleyişini bozan durumlar ise sistemik risklerin birikmesiyle oluşmaktadır.

Makro ihtiyati politikalar bu tür riskleri önce tanımlamakta ve daha sonra bastırmaya çalışarak ekonomi geneline yayılmasını engellemektedir. Bu politikalar mikro ihtiyati politikalardan farklı olarak sadece finansal kuruluşları değil finansal sistemin bütünü ve finansal ve reel sektör arasındaki bağlantıları da ele almaktadır. Makro ihtiyati politikalar öncelikle sistemik riski hedeflemek için tasarlanmış ihtiyati araçları kullanmaktadır. Bunun dışında kullanılan araçların kapsamının ise iyi belirlenmesi ve yine sistemik riski hedeflemesi gerekmektedir (Lim et al., 2011).

Makro ihtiyati terimi krizle birlikte ortaya çıkmış gibi görünse de daha öncesinde bu terim doğrudan kullanılmamakla birlikte makro ihtiyati politikaların amacına yönelik olarak bazı araçların kullanıldığı ortaya çıkmıştır.

Makro ihtiyati politikaların etkili bir şekilde işleyebilmesini sağlayan 3 önemli faktör vardır. Bunlar (Vinals, 2011: 12):

1. Finansal sistemin bütününde sistemik risklerin oluşum sürecinde yeterli bilgilerin toplanabilmesi ve gözetilebilmesi için yeterli analitik çerçevenin oluşturulması,
2. Risklerin baskı altında tutulmasını ve sistemik bir şekle dönüşmesini engelleyen araçlar ve bu araçların kullanımı için gerekli kural ve düzenlemelerin oluşturulması,
3. Makro ihtiyati politikaların diğer politikalar ile olan etkileşiminin ayarlanması ve uygulanan politikaların şeffaflığı için gerekli kurumsal yapısının oluşturulması.

Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemin istikrarı için uygulanacak araçların bir toplamı olarak görüldüğünde, bu politikaların uygulanması ve veriminin artırılabilmesi için bu bileşenlerin hayata geçirilmesi fazlası ile önem kazanmaktadır. Sistemik risklerin oluşum sürecinin izlenmesi, bu risklerin erken bir biçimde belirlenmesinde ve sistemin diğer unsurlarına yayılmasına engelleyebilmektedir. Bu anlamda makro ihtiyati politika araçlarının kullanımı için oluşturulacak bir çerçeve, bu araçların kullanımında gerekli düzeni sağlamaya ve araçların etkin bir biçimde kurumlar aracılığıyla kullanımının sağlanmasına yardımcı olabilmektedir.

1.2.1 MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ÇERÇEVESİ

Makro ihtiyati politikaları anlamının başka bir faydalı yolu mikro ihtiyati politikaları anlamak ve aralarındaki farkı karşılaştırmaktır. Genel bir bakış açısıyla mikro ihtiyati politikalar, her bir finansal kuruluştaki risklere, makro ihtiyati politikalar ise finansal sistemin bütünündeki risk ve dengesizliklere yoğunlaşmaktadır.

Makro ihtiyati politikaların amacı, ekonominin bütününde bir maliyete sebep olacak finansal riskleri sınırlamaktır. Buna karşılık mikro ihtiyati politikalar finansal kuruluşların her birinin ayrı ayrı risklerini sınırlamaya çalışmaktadır. Makro ihtiyati bakış açısı risklerin finansal sistemin davranışını da hesaba katarak kısmen içsel olduklarını varsaymaktadır. Mikro ihtiyati bakış açısı ise riski dışsal olarak ele almaktadır. Makro ihtiyati politikalar riski, bir ekonominin çıktı dağılımı açısından ölçtüğü için finansal sistemin birincil etkileri olduğunu da kabul ederken mikro ihtiyati bakış açısında ise bu etkiler göz ardı edilmiştir. Mikro ihtiyati politikalar tek finansal kuruluşları incelerken, makro ihtiyati politikalar kurumlar arası oluşabilecek riskleri de ele almaktadır (Borio, 2003). Tablo 1’de makro ve mikro ihtiyati politikalar; hedefler, risk modelleri ve bunlara yönelik ayarlamalar ifade edilmiştir.

Tablo 1. Makro ve Mikro İhtiyati Politika Ayrımı

	MAKRO İHTİYATİ	MİKRO İHTİYATİ
Ara Hedef	Sistem Çapındaki Finansal Sıkıntıları Sınırlama	Finansal Kuruluşların Sıkıntılarını Sınırlama
Nihai Hedef	Çıktı Maliyetlerinden Kaçınma	Tüketicileri Koruma (Yatırımcı, Mevduat Sahibi)
Riskin Modeli	(Kısmen) İçsel	Dışsal
Kurumlar Arası Korelasyon ve Ortak Risklere Maruz Kalma	Önemli	Önemsiz
İhtiyati Kontrollerin Kalibrasyonu	Sistem Çapındaki Riskler Açısından; Yukarıdan Aşağıya	Finansal Kuruluşların Riskleri Açısından; Aşağıdan Yukarıya

Kaynak: Borio (2003)

2008 küresel finansal krizden anlaşılan bir diğer konu da her bir finansal kuruluşun risklerinin çözülmesi ya da güvenliğinin sağlanması her zaman finansal sistemin bütününe güvenliğinin sağlandığı anlamına gelmemesidir. Çünkü finansal sistemdeki istikrarsızlıklar tek başına ele alınan finansal kurumların risklerinin toplamından meydana gelmemektedir (İlhan, 2015: 66). Nier (2011)'e göre ise makro ve mikro ihtiyati politikaların ayırımında kullanılan ölçütler yatırımcıların korunması ve sistemik riskin azaltılmasını sağlama şeklinde olmalıdır (Nier, 2011).

Sistemik risklerin kaynakları 6 kategoride toplanabilmektedir. Bunlar (Allen & Carletti, 2012);

1. Özellikle emlak balonu olmak üzere varlık fiyat balonlarına maruz kalma
2. Varlıkların yanlış fiyatlandırılması ve likidite provizyonu
3. Çoklu denge ve panikler
4. Bulaşıcılık / finansal bulaşma
5. Devletin borcunu ödeyememesi /temerrüde düşmesi
6. Bankacılık sisteminde para birimi uyumsuzluğu

Sistemik risklerin bir krize neden olmasını önleyebilmek ya da krizden dolayı ortaya çıkacak olumsuz etkileri sınırlayabilmek amacıyla, risklerin sistem içerisindeki çıkış noktalarının bilinmesi, bu konuda kolaylık sağlamaktadır. Örneğin varlık fiyat balonlarının ortaya çıkması, finansal sistem içerisinde bir dalgalanmaya neden olabilmekte ve daha sonra reel sektöre sıçrayarak olumsuz etkilerin yaşanmasına sebep olabilmektedir. Bu durumun en son örneği, ilk olarak 2007 yılında konut balonunun ortaya çıkması ve küresel bir finansal krize dönüşmesiyle sonuçlanan ABD finansal piyasalarında görülebilmektedir.

1.2.2 MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR PARA POLİTİKASININ TAMAMLAYICISI MI? İKAMESİ Mİ?

Para politikası 2007-2008 krizinden önce de finansal dengesizliklerle mücadelede kullanılmıştır. Ancak küresel finansal krizin de çıkmasına sebep olan aşırı risk alma, fiyat balonları ve yüksek kaldıraçlar gibi ekonomik dengeye olumsuz etkisi olan sorunlarla, sadece politika faizini kullanarak başa çıkmada yetersiz kalmıştır (İlhan, 2015).

Makro ihtiyati politikaların kullanımı açısından bir çerçeve oluşturmak, bu politikaların verimli bir şekilde uygulanmasını kolaylaştırmış olacaktır. Bu anlamda para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki etkileşimi anlamak gerekmektedir. Makro ihtiyati politikaların diğer politikalar ile olan etkileşiminin ayarlanması, bu politikaların birbirleri üzerindeki etkilerinin olumsuz yönlerinin sınırlandırılmasına ve dolayısıyla makroihtiyati politikaların verimli bir şekilde çalışmasına olanak sağlamaktadır.

Makro ihtiyati politikalar ve para politikasının uygulamada nasıl kullanılması gerektiği konusunda araştırmalar sürse de, tam bir uzlaşmaya varılamamıştır. Bu konudaki görüşler genel olarak iki grup altında toplanmıştır. İlk grup, her iki politikanın kendi hedeflerine odaklanması ancak uygulanmaları bakımından yan etkilere sahip olduklarından dolayı uygulamadan sorumlu kurumların tam bir iletişim halinde olmaları gerektiği görüşünde uzlaşmışlardır. İkinci grup ise, bu iki politikanın etkileşim içinde olup birbirini tamamladıkları konusunda da bir görüş birliği içinde bulunmaktadır.

Para politikası ve makro ihtiyati politikalar, hedefledikleri değişkenler açısından makro göstergeleri ve dolayısıyla reel ekonomik değişkenleri etkilemektedir (Galati & Moessner, 2011: 23). İki politika arasındaki bu etkileşim, politikaların birbirleriyle etkileşim içinde olup olmaması ve sınırlarının çizilmesi konusuna dayanmaktadır.

Para politikası ve makro ihtiyati politikalar, farklı amaçları hedeflemektedir. Para politikası fiyat istikrarı ve üretim miktarını, makro ihtiyati politika ise finansal istikrarı temel amaç olarak gözetmektedir. Ancak iki politika bu hedefleri

gözetirken diğer politikayla etkileşim içine girebilmektedir. Örneğin; makro ihtiyati politikanın, finansal istikrarı sağlamaya çalışırken fiyat istikrarı üzerinde etkisi olabilmektedir. Bu etkileşimler bazen olumlu bazen olumsuz durumlara yol açabilmektedir. Makro ihtiyati politikalar, finansal istikrar hedefini gözetirken, varlık fiyatları ve kredi gibi para politikasının etkilediği değişkenleri de etkilemektedir. Bu sebeple makro ihtiyati politikalar para politikasının aktarım mekanizması üzerinde de etkili olmaktadır.

Tek bir kategoriden ziyade sektörler arasında oluşan kırılganlıkların birleşimi, potansiyel bir sistemik risk oluşumunu artırmaktadır. Finansal uyumsuzluklar nedeniyle oluşan finansal koşul ve kırılganlıklar için dört sektördeki para politikası aktarım mekanizmalar şöyle özetlenmiştir(Adrian & Liang, 2016):

1. Finansal olmayan sektör: Gevşek para politikası, borçlanma üzerindeki kısıtlamaları kolaylaştırmakta ve kredi büyümesini artırmaktadır. Ancak krediyi açanların aldığı endojen riskler, taahhüt kalitesini düşürebilmekte ve tekrar borçlanmanın oluşturacağı dışsallıkları dikkate almayan borçluların borç yükünü artırabilmektedir.
2. Varlık piyasası: Kolay para politikası, risksiz vade yapısını düşürerek finansal koşulları iyileştirir ve riskli varlık fiyatlarını artırır. Ancak aracılık problemleri ve yatırımcıların getiri davranışları, sıkıştırılmış risk primlerine ve fiyatlarda tersine çevirme riskinin artmasına neden olabilir
3. Bankacılık sektörü: Kolay para politikası borç vermeyi kolaylaştırmakta ancak endojen risk alma bankaların kaldıraçlarında yükselmeye neden olmaktadır.
4. Gölge bankacılık: Genişletici para politikası bankacılık sektörü dışında finansal aracılığı artırmaktadır. Bu durum mevduat sigortası desteği olmayan vade transferine ve yüksek kaldıraçlara sebep olmaktadır.

Makro ihtiyati politikalar, ortaya çıkan bu problemlerin kısıtlanması amacıyla çeşitli araçlar kullanmakta ve bu sektörlerde sistemik riskin oluşumunu azaltmaya çalışmaktadır.

Para ve makro ihtiyati politikaların, hedefleri kendi politikalarına uygun kalmak şartıyla birbiri ile etkileşimde çalışması gerektiğinden bahseden çalışmalar da bulunmaktadır. Bu durumda iki politikanın çatıştığı kabul edilmekte ancak bazı durumlarda etkileşimde bulunarak çalışmalarının makroekonomik anlamda olumlu etkilerinin olacağından bahsedilmektedir.

Makro ihtiyati politikalar ve para politikası arasındaki etkileşim diğer konular açısından da dikkate alındığında makro ihtiyati politikaların daraltılmasının, para politikası amacı olan üretim üzerinde de azaltıcı etkileri olabilmektedir. Diğer bir örnek olarak; para politikasının finansal istikrar üzerinde birçok etkisi olabilmektedir. Bununla birlikte makro ihtiyati politika, para politikasının bu etkilerini sınırlayarak fiyat istikrarını sürdürme açısından para politikasına yer açabilir. Makro ihtiyati politikalar aynı zamanda tamponlar oluşturarak, kriz dönemlerinde para politikasının etkinliğini arttırmada yardımcı olabilmektedir. Tablo 2’de genişletici veya daraltıcı para politikası uygulamasının finansal istikrar üzerindeki tahmini etkileri gösterilmiştir. Buna göre örneğin, düşük faizler; kaldıraç ve varlık fiyatlarını artırmaktadır. Bu durum ise finansal istikrar üzerinde olumsuz etki yapmaktadır (Nier & Kang, 2016: 28).

Tablo 2. Para Politikasının Finansal İstikrar Üzerine Etkileri

Finansal İstikrarsızlığın Kaynakları	Kanal	Faizler Yükseldiğinde Tahmini Etki
Borçlanma Kısıtlamaları	Bilanço	Olumlu
	Borcun Temerrüdü	Olumsuz
Finansal Kurumların Riskli Davranışları	Risk Alma	Olumlu
	Risk Kayması	Olumsuz
Toplam Fiyat Kanalıyla Oluşan Dışsallıklar	Varlık Fiyatları	Olumlu
	Döviz Kuru	Olumsuz

Kaynak: (Nier & Kang, 2016)

J. Williams (2015)'a göre para politikasının finansal istikrar sağlamak amacıyla kullanılması 3 önemli olumsuz durumu ortaya çıkarmaktadır. Bunlar (Williams, 2015: 2-4):

1. Para politikası uygulamaları, makroekonomik ve finansal istikrar amaçları arasında istenmeyen ve masraf yaratan maliyetlere sebep olmaktadır. Finansal sistemdeki risklerin arttığı ve finansal istikrarı tehdit eder duruma geldiği bazı dönemlerde, finansal istikrar ve makroekonomik hedefler ters düşebilmektedir. Böyle bir durumda, finansal istikrar açısından faiz oranlarını, işsizlik oranları gibi makroekonomik amaçlara ters düşecek şekilde yükseltmek gerekebilmektedir.
2. Finansal istikrarı takip etmek için para politikasının kullanılması, merkez bankalarının enflasyon hedefine olan bağlılığını ve enflasyon beklentilerini karşılamadaki inandırıcılığını zayıflatabilir. Finansal istikrarın para politikası amacı olarak uygulamaya konulması, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının enflasyon hedeflerinden sapmalarına sebep olabilmektedir. Bu durum ise merkez bankalarının inandırıcılığı konusunda negatif etkiler yaratabilmektedir.
3. Para politikası aktiviteleri ve finansal sisteme yönelik riskler arasındaki büyük belirsizlik ve bu ikisi arasındaki uzun gecikmeler, bu iki uygulamanın sağlamaya çalıştıkları hedefler açısından çatışmaktadır. Gelecekte oluşabilecek risklerin, para politikası ile analiz edilmesi konusunda belirsizlikler söz konusu olabilmektedir.

Para politikası enflasyonla mücadele konusunda tam uygun bir politika olsa da finansal istikrar konusunda bu uygunluğu tam olarak yakalayamamaktadır. Enflasyonun düşük ve dengeli olduğu bir durumda bile finansal sistemde risklerin birikebilmesi, faiz politikası gibi tek bir araca sahip para politikasını, finansal istikrar konusunda yetersiz kılmaktadır. Ancak sistemik riskin zaman içindeki birikimini sınırlama ve finansal sistemin şoklara olan dayanıklılığını sağlama açısından makro ihtiyati politikaların kullanılması, bu açıdan para politikası amaçlarının da

iyileştirilmesi anlamında olumlu bir katkı sağlamaktadır. Para ve makro ihtiyati politikaların birlikte kullanımı her ikisi açısından yan etkilere sebep olsa da, para politikasının aktarım mekanizmaları makro ihtiyati politika araçları ile tam olarak örtüşmediğinden iki araç da aynı anda kullanılabilir. İki politikanın farklı yönlerde çalıştığı dönemler olduğunda dahi bu iki politikanın işe yaradığını ve makro ihtiyati politikaların da gerekliliğini göstermektedir (King, 2014).

1.2.3 SİSTEMİK RİSKE YÖNELİK MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Sistemik risk finansal sistemi tehdit edip finansal istikrar üzerinde olumsuz etkiye sahip olmaktadır. Bu sebeple makro ihtiyati politikalar, sistemik riskin boyutuna göre farklı şekillerde kullanılmaktadır. Makro ihtiyati politikalar, sistemik riskin 2 boyutunu ele almaya çalışmaktadır. Bunlar zaman boyutu ve kesitsel boyuttur. Zaman boyutu ya da döngüsellik; hem finansal sistem içerisinde hem de finansal sistem ile reel ekonomi arasında zamanla birbirini kuvvetlendiren bir mekanizmayı ya da riskin oluşumunu temsil eder. Burada zaman boyutu ile anlatılmak istenen, finansal çevrimdir. Bu döngüsellik, hem finansal sektördeki aşırı vade uyumsuzluğu içinde hem de finansal firmalardaki aşırı kaldıraçlar tarafından tetiklenen kredi ve likidite çevrimleri içinde kendisini gösterir. Ekonomik yükseliş dönemlerinde döngüsellik, ekonomiyi ve finansal sistemi hem içsel hem de dışsal şoklara karşı daha zayıf hale getirmektedir. Kesitsel boyut ise belirli bir zamanda finansal sistemdeki riskin dağılımını temsil etmektedir. Burada dikkat çekilmek istenen nokta, finansal sistem içerisindeki kuruluşların benzer sorunlara maruz kalması ve bu kuruluşlar arasındaki karşılıklı bağlantılardır. Kesitsel boyut ortaya çıkan bir mali sıkıntının etkisinin daha da büyümesine yol açmaktadır. Ancak bu mali sıkıntılar, zamanla bir zayıflığın oluşmasına gerek kalmadan birkaç ciddi problemin sonucu olarak da ortaya çıkabilmektedir. Bu ise kurumların büyüklüğüne, faaliyetlerinin yoğunlaşmasına ve ikame edilebilirliğine ve aralarındaki bağlantıya bağlıdır. Bağlantılar, firma içi maruz kalmalar ya da kurumlar arası yayılma yolu ile bulaşıcılığın en önemli kanallarını oluşturan ortak şoklara karşı savunmasızlık

nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu bağlantılar ise daha sonra sistem bütününde likidite sıkışıklığına ve panik satışlara sebep olmaktadır (Clement, 2010: 64; Vinals, 2011: 8).

Sistemik riskin zaman ve kesit boyutu, etkileşim içerisinde de olabilmektedir. İlk olarak, bir yerde birikmiş şokun ortaya çıkışı bireysel çapta bir başarısızlığa sebep olabilme olasılığını arttırmaktadır. Bu şok sebebiyle hali hazırda dayanıksızlaşmış kurumlar sebebiyle de bulaşma olasılığı artmış olmaktadır. Lehman Brothers'ın iflas açıklaması, diğer birçok kuruluşu da etkilemiş ve krizin olumsuz etkilerinin daha fazla artmasına ve derinleşmesine sebep olmuştur (Nier, 2011).

1.2.4 MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ARAÇLARI

Makro ihtiyati politikalar sistemik riskleri sınırlama ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. 2008 küresel finansal kriz ile birlikte finansal bulaşma ve piyasa hareketlerinin ekonomi üzerinde ne gibi etkilerinin olabileceği ve para politikası kullanımının finansal istikrarı sağlamada yetersiz kaldığı görülmüştür. Bu durum araştırmacıları finansal istikrarı sağlamada kullanılabilecek farklı politika araçlarına yönelmek zorunda bırakmıştır. Ancak makro ihtiyati politikaların kullanılmasının arkasındaki temel sebepler her zaman net bir şekilde ifade edilmemiştir (De Nicolò, Favara, & Ratnovski, 2012). Finansal istikrarı tehdit eden sistemik risk unsurlarının net bir biçimde ortaya konulması, finansal istikrara yönelik makro ihtiyati politikaların uygulanmasındaki gerekliliği ortaya çıkarmaktadır.

Makro ihtiyati politika destekçileri, her zaman, aşırı finansal döngü ve sistemik risk oluşumuna yol açan finansal aracı ve piyasaların aktiviteleriyle ilişkilendirilen ana dışsallıklar ve piyasa başarısızlıklarından başlamakla. Uygun olan döngüsellik odaklanmak olsa da sistemik risk de, şoklar ve politika eksiklikleri gibi birçok faktörden kaynaklanmaktadır. Ancak bu tür sorunlar da kendi yaklaşımlarını gerektirmektedir. Makro ihtiyati politikalar yetersiz disipline sahip finansal kuruluşların varlığını, finansal iş çevrimini azaltsa da özellikle dışsallıklar makro ihtiyati yaklaşımı gerekçelendirme de büyük etkiye sahiptir. Dolayısıyla

dışsallıkların kaynağının belirlenmesi makro ihtiyati politikaların belirlenmesinde yardımcı olmaktadır (Claessens, 2014: 5).

Nicolo, Favara ve Ratnovski (2012) sistemik riske sebep olabilecek dışsallıkları 3 gruba ayırmıştır. Bunlar(De Nicolò et al., 2012);

1. Stratejik tamamlayıcılar ile ilgili dışsallıklar. Bu tür dışsallıklar bankalar ile diğer finansal kuruluşların stratejik etkileşiminden ortaya çıkar ve finansal döngünün yayılma aşaması esnasında kırılganlıkların birikmesine neden olur.
2. Likidite sıkıntısını aşmak için yapılan acil satışlarla ilgili dışsallıklar. Bu tür dışsallıklar finansal varlıkların genel bir satımından kaynaklanır ve özellikle finansal döngünün daralma dönemi esnasında varlık fiyatlarında bir düşüşe ayrıca aracılardan bilançolarının bozulmasına sebep olur.
3. Karşılıklı bağıllık ile ilgili dışsallıklar. Bu tip dışsallıklar sistematik kuruluşlar veya finansal ağlar aracılığıyla şokların yayılmasından kaynaklanır.

Bu dışsallıkların çözülmesi ya da düzeltilmesi makro ihtiyati politikaların ara hedefleri olarak görülebilmektedir. Çünkü bu dışsallıklar sistemik risklerin oluşumuna sebep olan piyasa başarısızlıklarını azaltmaktadır. Bu 3 dışsallığın çözümü; sermaye gereksinimleri, likidite kısıtlamaları, banka faaliyetleri ve varlık dağılımı üzerindeki kısıtlamalar gibi makro ihtiyati politikalar üzerinden şekillendirilmiştir (De Nicolò et al., 2012). Bahsedilen dışsallıkların ara hedef olarak görülebilmesinin nedeni, bu dışsallıkların sistemik risklere sebep olarak finansal istikrarı tehdit eder duruma gelmesidir. Ara hedefler başarıya ulaştığında ana hedef olan finansal istikrarı sağlama konusunda en önemli adımlar atılmış olmaktadır.

Makro ihtiyati politika araçlarının belirlenmesindeki bir diğer zorluk daha önce belirtildiği gibi, makro ihtiyati politikaların diğer politikalarla etkileşim içinde olabilmesidir. Bunun sebebi, diğer politikaların da sistemik risk üzerinde etkilerinin olmasıdır. Örneğin para politikası kullanımı risk almanın özendirilmesine etki edebilir. Maliye politikasının da benzer riskleri içerebildiği için finansal sistem açısından sıkıntılar doğurabilmektedir. İkinci olarak da kullanılan makro ihtiyati politikaların makroekonomik etkileri olacağı için bu da diğer politikaların

kullanılmasına etki edebilmektedir. Bu sebeplerle, verimli bir makro ihtiyati politika çerçevesi oluşturulurken sistemik riske etkisi olabilecek tüm durumlar düşünülmeli ve gereken kuruluşlar oluşturulmalıdır (G20 Report, 2011: 5).

Makro ihtiyati politika araçlarının verimli bir şekilde kullanılabilmesi, bu araçların finansal sistemin hangi parçasına yönelik olduğunu incelemekle mümkün olmaktadır. Bu konuda makro ihtiyati politika araçlarını; sistemik riskin boyutuna yönelik sınıflandırmalar olarak, sadece makro ihtiyati politikaların amacına yönelik olarak kullanılan ve bu amaca yönelik sonradan uyarlanmış politikalar olarak ele alan çalışmalar mevcuttur.

Lim ve diğerleri (2011) makro ihtiyati politika araçlarını 3 grup altında incelemişlerdir. Bunlar; krediye ilişkin araçlar, likiditeye ilişkin araçlar ve sermayeye ilişkin araçlardır. Tablo 3'te bu araçlar ayrıntılı olarak verilmiştir.

Tablo 3. Makro İhtiyati Politika Araçları

POLİTİKA ARAÇLARI	
KREDİ İLE İLGİLİ ARAÇLAR	1. Kredi-teminat oranı üzerinde kısıtlamalar (LTV)
	2. Borç-gelir oranı üzerine kısıtlamalar (DTI)
	3. Dövizle borçlanma üzerine kısıtlamalar
	4. Kredi/kredi büyümesine ilişkin tavan uygulaması
LİKİDİTE İLE İLGİLİ ARAÇLAR	1. Para birimi uyumsuzluğu/kur üzerine kısıtlamalar
	2. Vade uyumsuzluğu üzerine kısıtlamalar
	3. Zorunlu karşılıklar
SERMAYE İLE İLGİLİ ARAÇLAR	1. Konjonktür karşıtı sermaye gereksinimleri
	2. Zamanla değişen/dinamik karşılıklar
	3. Kar dağıtımını üzerine kısıtlamalar

Kaynak: (Lim vd., 2011)

Makro ihtiyati politika araçlarının çerçevesinin belirlenmesinde çeşitli zorluklar olabilmektedir. Bunun sebebi bazen para, maliye ya da mikro ihtiyati politika araçlarının aynı amaca hizmet edebilmesidir. Örneğin normal şartlar altında para politikası amacıyla kullanılan araçlar hedef yönünün makro ihtiyati politika amacı olarak düzenlenebilmesi ile makro ihtiyati politika araçlarının kapsamında sayılabilmektedir. Bu sebeple makro ihtiyati politika kapsamında değerlendirilebilecek araçların özelliklerini belirtmek faydalı olmaktadır. Bu araçlar 2 kategoriye ayrılmaktadır. Birincisi; spesifik olarak sistemik riskin zamanla değişen veya kesitsel boyutlarını hafifletmek için uygun hale getirilmiş araçlardır. İkincisi; özel olarak sistemik risk düşünülmeden ancak belli şartların sağlanabildiği makro ihtiyati politikaların parçası olabilecek araçlardır. Bu şartlar; açıkça ve özellikle sistemik riskin hedeflenmesi ve gerekli yönetim düzenlemeleri tarafından desteklenerek kullanımlarında herhangi bir kayma olmadığından emin olmak için seçilen kurumsal çerçevedir. Bu 2 kalıba uyan araçlar makro ihtiyati politika araçlarının içinde sayılabilmektedir (Vinals, 2011: 22).

Makro ihtiyati politikaların zaman boyutuna ilişkin araçlar içerisinde konjonktür karşıtı sermaye gereksinimleri, para birimi ve vade uyumsuzluğu, zorunlu karşılıklar, DTI(borç-gelir oranı) ve LTV(kredi-değer oranı), zamanla değişen karşılıklar sayılabilmektedir. Kesit boyutuna ilişkin araçlar ise sistemik açıdan önem arz eden kuruluşlar için ilave sermaye yükümlülükleri ve sermaye risk tamponları sayılabilmektedir. DTI ve LTV oranı üzerine olan kısıtlamalar, makro ihtiyati amaçlar için yeniden ayarlanmış araçlardır.

Konjonktür karşıtı sermaye tamponları kredi büyümesinin yüksek olduğu zamanlarda dayanıklılığı arttırmaktadır. LTV, konut fiyat dalgalanmalarına karşı duyarlılığı azaltarak banka ve hanehalkının direncini artırır. DTI ise, temerrüde düşme riskini azaltarak yine banka ve hanehalkının direncini arttırmaktadır. Bu araç özellikle emlak piyasasına yönelik olarak kullanılmakta ve kredi döngüsüne direkt olarak etki etmektedir. Özellikle gelir, emlak fiyatlarına göre daha yavaş artış

gösterdiği için LTV'ye göre daha etkili olmaktadır (Grace, Hallissey, & Woods, 2015).

LTV oranlarındaki sınırlar, bir mülkün değerine göre mortgage kredisinin büyüklüğüne bir sınır koymakta ve böylece minimum bir peşinat yatırmaktadır. DTI oranlarındaki sınırlamalar, bir mortgage kredisinin boyutunu gelire oranı ile sınırlandırmakta ve böylece hanehalkının borcunda ödenemeyen artışları baskı altında tutmaktadır. Bankacılık sektöründeki kayıplar ile reel ekonomi arasındaki etkileşim, sistemik riskin olduğu dönemlerde bir sermaye tamponu kurmanın önemine dikkat çekmiştir. Ekonominin büyüdüğü zamanlarda sistemik risklerin artışı olduğunda, konjonktür karşıtı sermaye gereksinimlerinin kullanılması, ekonominin kötü olduğu durumlarda bankalara bir direnç sağlamaktadır (IMF, 2013).

Gölge bankacılık sistemindeki kaldıraç ve vade uyumsuzluklarındaki risklerin birikimi ve bunun geleneksel bankacılık sistemi ile bağlantısı, döngüsellik ve sistemik riskin kesit boyutunu güçlendirmiştir (Vinals, 2011 :32). Gölge bankacılık, mevduat kurumları gibi devlet idaresine doğrudan erişimi olan kurumlar dışında vade dönüşümü, likidite dönüşümü ve kredi riski transferi yapılması olarak tanımlanabilmektedir. Bu aracılık, ihtiyati düzenleme standartlarının ve denetleyici yönetimin uygulanmadığı veya normalde düzenlenen bankalardan çok daha az uygulandığı bir ortamda gerçekleşmektedir. Gölge bankacılık sistemi mortgage gibi riskli, uzun vadeli kredileri, görünüşte kredi riski bulunmayan, kısa vadeli, para benzeri enstrümanlara dönüştürmektedir. İhtiyati düzenlemelerle bankalardan daha az bir şekilde kısıtlanmış olan gölge bankacılık sistemi, para politikasının daha fazla endojen risk alması yoluyla daha fazla iletilmesine yol açmaktadır.(Adrian & Liang, 2016: 11-12). Bu sebeple gölge bankacılık ile ilgili düzenleme ve denetlemelerin yeterli olmaması, sistemik riskin burada toplanma olasılığını artırmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

2008 küresel finansal krizi 1929 Dünya Bunalımı'ndan beri finansal ve ekonomik anlamda en büyük tahribatı yaratmıştır. Merkez bankaları da bu olumsuz etkileri ortadan kaldırmak için bir takım politikalar uygulamışlardır. Bu bağlamda finansal istikrarı sağlamak için makro ihtiyati politikalar uygulanmış, kredi akışı desteklenerek büyümenin yeniden canlandırılması sağlanmaya çalışılmıştır.

2.1 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN NEDENLERİ

Küresel finansal kriz, 2007 yılında ABD'nin finans piyasalarında başlamış; daha sonra Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın batmasıyla derinleşerek kısa sürede küresel bir hale gelmiştir. Piyasada likidite bolluğunun olması sebebiyle özellikle mortgage kredilerinde fazlasıyla artış olması ve daha sonra bu kredilerin geri dönüşlerinde sıkıntılar yaşanması krizin ABD'de ilk ortaya çıkış sürecini oluşturmuştur. Açılan krediler, seküritizasyon yoluyla finansal piyasalara satıldığı için kriz, ilk olarak finans piyasalarına etki etmiştir. Krizin reel piyasadaki etkileri ise işsizlik ve büyüme üzerinde olumsuz etkiler şeklinde ortaya çıkmıştır.

Küresel finansal krizin nedenleri birçok faktöre bağlanmaktadır. Bunlar; konut balonu ve kredilerdeki aşırı genişleme, seküritizasyon, batmayacak kadar büyük ilkesi ve finansal bulaşma ve uluslararası bağlantılar şeklinde sınıflandırılabilir. Bu faktörlerin incelenmesi krizin küresel bir sürece dönüşmesinin anlaşılmasına katkı sağlayacağı için ele alınmıştır.

1. Konut balonu ve kredi genişlemesi

Konut balonu, gelir ve diğer fiyat göstergeleri gözlemlenerek sürdürülebilir olmayan seviyelere ulaşana kadar konut değerlerinde artış anlamına gelmektedir. Bu

seviyeden sonra, konut değerlerindeki hızlı artışı bir düşüş takip etmektedir. Böylece mortgage borçları, konutun kendi değerinden daha yüksek seviyelere ulaşmaktadır (Bianco, 2008: 3). 2008 küresel finansal krizinde de durum bu şekilde ortaya çıkmıştır. Konut fiyatları ulaşabileceği en yüksek seviyeden sonra hızlı bir düşüşe geçmiştir; borç sahipleri, borçları konutlarının değerinden fazla olunca mortgage ödemelerini gerçekleştirememişlerdir. Mortgage bir malın kendisinin teminat olarak gösterilerek, ödünç alınan parayla satın alınması anlamına gelmektedir. Bu işlem kısaca, insanların kira bedeli ya da bazen kira bedelinden daha az bir miktar ile uzun vadeli ödeme planlarıyla ev sahibi olmasına yardımcı olan bir sistemdir (Kabataş, 2007: 72).

Subprime mortgage kredileri, düşük ödeme gücüne sahip ya da başka bir deyişle kredi ödememe riski yüksek olan kişilere verilen kredilerdir. Ödeme gücü yüksek olan kişilerden farklı olarak, riskli krediler oldukları için faizleri de daha yüksek olmaktadır. 2004-2007 yılları arasında fazlasıyla artmaya başlayan subprime mortgage kredileri sonraki zamanlarda konut fiyatları düşmeye başlayınca temerrüde düşmeye başlamıştır. Kredi almak isteyen kişiler, başlangıçta sağlanan uygun koşullar sebebiyle ve ileride daha iyi koşullarda yeninden finanse edebileceklerini düşündükleri için bu zorlu mortgage koşulları altına girmekte sakınca görmemişlerdir. Özellikle hükümet garantisi altında bulunmayan mortgage kredi yaratıcılarının piyasada fazlasıyla artış göstermesi de bu tür subprime kredilerinin fazlalaşmasında önemli rol oynamıştır (Bernanke, 2009; Simkovic, 2013). Konut fiyatlarının düşmesi ile birlikte bu tür riskli subprime mortgage kredilerinin geri ödenmesinde sorunlar yaşanmaya başlamış ve krizin konut balonundan sonra çıkış noktası haline gelmiştir.

Grafik 1’de görüldüğü üzere konut balonunun oluşmasına etki eden süreçlerden biri 2000 yılında yaşanan teknoloji balonunun patlamasıyla ortaya çıkan krizi aşmak için FED’ in ekonomiyi canlandırmak amacıyla kademeli olarak faizleri düşürmüş olmasıdır (Kansu, 2011: 129). Faiz oranlarının düşmesi konut kredilerine yansımış ve borçlanmayı kolaylaştırmıştır. Bu sebeple ev sahibi olmak isteyen bireyler mortgage kredilerine başvurmuş ve sonuç olarak emlak sektörüne olan talebi fazlasıyla artırmıştır.

Küresel finansal krizde kredilerin aşırı kullanılması, konut talebi ve konut balonu konusunda büyük rol oynamıştır. Özellikle finansal piyasalarla ilgili düzenlemelerin yetersiz kalması da konut balonunun büyümesinde etkili olmuştur. Likidite bolluğu ve düşük faizler sebebiyle bankaların kredi maliyetleri düşmüştür. Bu durum bankaların kredi standartlarını gevşetmesine yol açmış ve NINJA denilen ‘gelir yok, iş yok, varlık yok’ anlamına gelen krediler kullanılmasına sebep olmuştur (Kansu, 2011: 82). Kredi kullanımının artması ve bu konudaki düzenlemelerin eksikliği, hem konut sektörüne olan talebi artırıp konut balonunun oluşmasına hem de kredilere olan talebi arttırıp bankaların bu durumu karlı operasyonlara dönüştürmesine sebep olmuştur.

Küresel finansal krizin sebeplerinden birinin mortgage kredilerinin aşırı kullanılması olduğu bilinen bir gerçektir. Riskler, sistemin bu bölümünde toplanmış ve daha sonra finansal sistemin bütününe tehdit eder hale gelmiştir. Bu açıdan incelendiğinde emlak sektöründe risklerin oluşma sebebine bakmak doğru bir yaklaşım olacaktır. Hartmann(2015) ’a göre emlak piyasalarının sistemikliğinin dört ana nedeni vardır. Bunlar; emlak sektörünün ekonomi içinde büyük öneme sahip olması, inşaat projelerinin ve konut satın alımlarının kaldıraçlı finansmanı, konut arzında ve fiyatlarda yavaş düzenlemeler ve son olarak mülkiyetin bölünmezliği. Bu açıdan küresel finansal krizden de anlaşıldığı üzere varlık fiyatı balonlarının emlak sektöründe çıkması, emlak piyasasını varlık balonları ve sistemik risk açısından önemli bir yere koymaktadır (Hartmann, 2015).

2. Seküritizasyon

Seküritizasyon ya da menkul kıymetleştirme; likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satımı yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir (Erdönmez, 2006: 75). Özellikle ABD’de yaşanan Ağustos 2007 krizinde Seküritizasyonun yarattığı dezavantajlar etkili olmuştur.

Mortgage piyasasında birçok ipotekli kredi, MBS (mortgage-backed securities) denilen ‘mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlere’ dönüştürülmektedir. Mortgage piyasasında seküritizasyon süreci bankaların, verdikleri kredileri üçüncü bir tarafa satmasıyla başlamaktadır. Bu üçüncü taraf ya

hükümet tarafından desteklenen(GSE) Fannie Mae veya Freddie Mac gibi kuruluşlar ya da Lehman Brothers gibi menkul kıymet ihraç edebilen diğer özel kuruluşlardan oluşmaktadır. Bahsi geçen üçüncü taraf satın aldığı mortgage kredilerini bir havuzda toplayıp paketlemekte ve daha sonra ödeme haklarını yatırımcılara satmaktadır. Bir havuzda toplanan mortgage kredilerinin ödemelerinden meydana gelen tahvillere MBS denilmektedir. Ancak seküritizasyon işlemi genellikle burada son bulmamaktadır. Bu kez MBS'lerden oluşan tahvil havuzları meydana getirilip tekrar seküritize edilmektedir. Oluşan bu tahvillere de CDO(teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) denilmektedir. CDO'ların MBS'lerden ayrılan en büyük özelliği sadece mortgage kredilerine dayanmamalarıdır. CDO'lar krediler, tahviller veya diğer varlıklardan da oluşabilmektedir. Bu CDO'lar ise bazen yatırım bankaları tarafından tekrar tekrar seküritize edilmekte ve yüksek kazançlar sağlanmasına sebep olmaktadır (Kansu, 2011: 79-81; Rosen, 2007).

Seküritizasyon işlemi sırasında oluşturulan MBS'lerin birçoğu subprime mortgage kredilerinden oluşturulmuştur. Bu tür riskli kredilerin menkul kıymete dönüştürölüp satılması başta bir problem oluşturmamıştır. Ancak bu kredilerin geri dönüşlerinde sıkıntı yaşanmasının başlaması ile birlikte, bu kredilerden türetilen menkul kıymetler de etkilenmiş ve değerleri düşmüştür. Seküritizasyon süreci boyunca risk ekonomi geneline yayıldığı için mortgage krizi, finansal sistemden reel ekonomiye kolayca etki etmiştir. Seküritizasyon sürecinde birçok kanal ya da aracılarn bulunması sebebiyle kredi piyasalarında denetim etkinliği azalmıştır. Bunun yanı sıra portföy kalitesinin düşmesine, aşırı kredi büyümesine ve ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına sebep olmuştur (Alptekin, 2009).

3. Finansal bulaşma ve uluslararası bağlantılar

Krizin, çıktığı bölgede sınırlı kalmayıp dünyaya bulaşmasının en önemli nedeni, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal piyasadaki yeniliklerdir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve kapitalist sistemin küreselleşmesi ile dünya finans sistemi çok daha iç içe girmiştir. Bu sebeple, ciddi etkileri olan bu tip krizler kısa sürede küresel bir nitelik kazanabilmiştir (Eğilmez, 2016: 52-54).

Finansal kurumlar ve piyasaların birbirine bağılılığının artması, riskin dağılımını artırmış ve küresel çapta doğrudan maruz kalmalara sebep olmuştur. Çünkü MBS ve diğer türev araçlar sadece ABD’de değil diğer gelişmiş ekonomilerde de yaygın olarak tutulmuştur (Claessens, Dell’Ariccia, Igan, & Laeven, 2010: 8).

Küreselleşmenin en önemli özelliklerinden biri piyasalar arasındaki bilginin hızlı bir şekilde aktarılması, finansal krizlerin bir ülkeden diğerine bulaşmasıdır. Bir piyasada yaşanan dalgalanma, altında yatan ekonomik nedenler farklı olsa bile diğer piyasalar üzerinde güçlü bir etki yapabilmektedir. Finansal bulaşma, kriz zamanlarında finansal piyasalar arasındaki şokların kısa sürede iletilmesi olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu şokun kaynağı, ağır likidite krizi, borç yükümlülüklerinin yerine getirilememesi gibi finansal bir olay olabilmektedir (Ahlgren & Antell, 2010). Örneğin, ABD’de subprime mortgage piyasasında çıkan krizin gelişmekte olan ülkelere bulaşması bu ülkeleri sermaye akımı kanalından etkilemiştir. Bir diğer örnek olarak, krizin Euro Bölgesi’ndeki etkileri hem finansal bulaşma hem de borç krizini tetiklemesi üzerinden olmuştur. Özellikle MBS gibi varlığa dayalı menkul kıymetler daha çok Avrupa’da satıldığı için, bu menkul kıymetlerin değerinin düşmesiyle ABD’de başlayan küresel finansal krizin etkisi hızla Avrupa’daki bankalara bulaşmıştır (Karanikolos et al., 2013). Görüldüğü üzere küresel finansal krizin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri etkileme derecesi, ülkelerin ekonomik durumlarıyla birlikte menkul kıymetleri bu ülkelerin ne kadar tuttuğuyla da ilgilidir. Menkul kıymetlerin nispeten daha az olduğu ülkelerin krizden etkilenmesi, bu menkul kıymetler yoluyla o ülkelere bulaşmasından kaynaklanmamaktadır. Bu ülkeler daha çok, krizden dolayı küresel piyasalarda meydana gelen durgunluklardan etkilenmiştir.

4. Batmayacak kadar büyük ilkesi

‘Batmayacak kadar büyük’ terimi kısaca, ekonomi için ciddi sonuçlar doğurabilecek kadar büyük firmaların hükümet tarafından kurtarma planlarıyla batmasına izin verilmemesi anlamına gelmektedir. 15 Eylül 2008’de dünyanın en büyük 4 yatırım bankasından ve batmasına izin verilmeyecek kadar büyük olduğu düşünülen yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers iflas etmiştir. Birçok

görüŖe göre, Lehman Brothers'ın iflası ABD subprime mortgage krizini, küresel finansal krize dönüŖtüren kilit olaydır. Lehman Brothers'ın iflası; belirsizlikte büyük bir artışa ve varlık fiyatlarının çöküŖü ve likiditenin kurumasına yol açan menkul kıymetlerin ihtiyaçtan satılması durumuna yol açmıştır. Lehman Brothers'ın iflasına izin verilmesinin birkaç nedeni vardır. Bunlardan en önemlisi diğ er firmalara risk almada kontrollü davranmaları gerektiğ i uyarısını vermektir. Şöyle ki daha önce Bear Stearns'ın kurtarılması, hükümetin güvenlik ağının yatırım bankalarına genişletilmesine sebep olmuştur. Bu durumun da, diğ er finansal kurumların aşırı risk alma yoluna giderek ahlaki tehlikeyi teşvik etmesinden endişe duyulmasına sebep olmuştur. Böylece Lehman Brothers'ın batmasına izin verilerek, bu kurumlara risk alma konusunda bir uyarı yapılmıştır (Mishkin, 2011).

2.2 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN POLİTİKA UYGULAMALARI ÜZERİNE ETKİSİ

2008 küresel finansal kriz, hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini olumsuz etkilediğ i kadar politika uygulamalarına da etki etmiştir. Kuşkusuz krizin en önemli sonuçlarından biri makro ihtiyati politikaların ön plana çıkması olmuştur.

Krizden önce merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarı olmuştur. Ancak krizin gerek düşük enflasyona sahip ülkeleri etkilemesi gerek finansal sistemdeki risk birikimlerinin algılanamaması gibi faktörler, sadece fiyat istikrarının politika amacı olarak görülmesinin yetersiz kalacağını göstermiştir. Bu bölümde krizden önce ve sonra politika farklılıkları incelenmiş ve krizin politika anlamındaki etkileri anlatılmıştır.

2.2.1 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ÖNCESİ PARA POLİTİKALARI

Uzun yıllar boyunca merkez bankaları fiyat istikrarını temel alan politikalar uygulamıştır. Küresel finansal kriz, para politikası açısından yeni bir dönem açmış ve krizden önce ve sonraki düşünceler sorgulanmaya başlanmıştır. Bu anlamda krizden

önceki para politikalarını ve temel faktörlerini incelemek, kriz sonrası uygulamaların değişimini anlamak açısından faydalı olacaktır.

Küresel finansal krizden önce politikalar ve amaçları 4 faktör altında incelenebilmektedir (Borio, 2011: 2-3):

1. Para politikası kullanılarak fiyat istikrarının temel amaç olarak gözlenmesi, makroekonomik istikrar açısından da etkili olmaktadır. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin merkez bankaları, para politikasını fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bağımsız olarak kullanmaktadır. Krizden önce, para politikasının finansal istikrar konusundaki en temel katkısının, düşük ve dengeli bir enflasyonun sürdürülmesi olduğu düşünülmektedir. Kesin olarak düşük enflasyonun finansal istikrarı sağlayacağı düşünülmesine de para politikasının öngörülebilir olmasının, en azından finansal istikrarsızlığı azaltabileceği kabul edilmektedir. Para politikasının finansal istikrarı ana hedef olarak almaması, finansal sistemdeki dengesizliklerin geleneksel politika uygulamaları üzerindeki etkilerinin anlaşılmadığını göstermektedir (Vinals, 2010: 5-6).
2. Kısa vadeli faiz oranı, para politikasının ekonomi üzerindeki etkisini sağlamak için yeterlidir. Faiz oranları, belli bir oranda tutularak ya da gelecekteki faiz oranlarının beklentileri ele alınarak piyasayı etkilemektedir. Normal şartlarda fiyat istikrarı, ekonomik aktivitelerdeki kısa dönemli değişimlere verimli bir şekilde tepki göstermesini sağlamaktadır (Vinals, 2010: 21)
3. Finansal kuruluşların kendi içerisindeki riskleri gözlemleyip baskı altına alması, ekonominin genelindeki riskleri de azaltıp baskı altına alacaktır. Krizden önce, tek tek finansal kuruluşların istikrarına odaklanılmasının, finansal sistemin bütünündeki istikrarı da sağladığı düşünülmüştür. Bu düşünce, ülke merkez bankaları için de geçerli olmuştur. Şöyle ki, merkez bankaları kendi ülkelerinde fiyat istikrarını sağladığı sürece küresel anlamda para duruşu da istikrarlı olacaktır.
4. Küresel finansal krizden önce fiyat ve finansal istikrar amaçları için ayrı araçlar kullanılması düşüncesi hakimdi. Buna göre para politikası fiyat

istikrarını sağlayacak; düzenleme ve denetim uygulamaları da finansal istikrarı sağlayacaktı.

2.2.2 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ÖNE ÇIKMASI

Küresel finansal kriz sonrasında, krizden önce olduğu gibi para politikaları uygulamalarıyla ilgili konularda kesin bir görüş sağlanamamıştır. Krizin etkilediği politika uygulamaları hakkındaki düşünceler hem krizin anlaşılmasında hem de krizden sonraki süreçte yol gösterici olabilmektedir. Krizden sonra hakim olan görüşler 3 madde altında toplanabilmektedir (Borio, 2011: 3-4):

1. Krizden sonra değişen ve kabul gören bir görüş; düşük ve dengeli bir enflasyonun finansal istikrarı garantilemediğidir. Başka bir deyişle fiyat istikrarı her zaman finansal istikrarı sağlamamaktadır. Merkez bankalarının fiyat istikrarını ana hedef olarak alması, krizin yükselme döneminde finansal sistem içerisinde biriken riskleri gözden kaçırdığı bir gerçektir. Sadece fiyat istikrarının hedef alındığı dönemde, finansal sistem içerisindeki sistemik riskler birikmiş ve sonuç olarak uluslararası bağlantılar sebebiyle de küresel krize dönüşmüştür. Krizden sonra kabul gören genel görüş; makro ihtiyati politikalar ile finansal sistemin bütünündeki risklerin tespit edilerek sınırlandırılması, ekonomide döngüsellik karşıtı araçların uygulanması ve bu sayede finansal istikrarın sağlanmasıdır.
2. Kriz ya da şoklardan sonra para politikasını kullanmak maliyeti olurken sadece faiz oranlarının kullanılması ve faiz oranlarında agresif düşüşler yaratarak maliyetlerin önlenmesi ve ekonomik toparlanmanın sağlanması yeterli olmamıştır.
3. Krizden sonra üzerinde ortak kanıya varılan bir diğer konu da, finansal kuruluşların denetiminin makro anlamda yapılması gerektiğidir. Daha önce bahsedildiği gibi krizden önce, her bir finansal kuruluşun denetimi sadece o kuruluş düşünülerek ele alınmakta ve bu kuruluşlar istikrarlı olduğu süreçte finansal sistemin bütününde de istikrar sağlandığı görüşü savunulmaktaydı.

Ancak küresel finansal kriz göstermiştir ki, finansal kuruluşların kendi içerisinde istikrarlı olması finansal istikrarı sağlamamaktadır. Bu sebeple denetim ve düzenleme uygulamaları mikro tabanlı değil makro tabanlı boyutta yapılmalıdır. Diğer bir deyişle, finansal sistemin bütünü ve sistem içerisindeki birbirleriyle bağlantılı olabilecek riskler azaltılmaya çalışılmalıdır. Bu anlamda makro ihtiyati politikalar sistemik risklerin birikmesini engelleme açısından hayati önem taşımaktadır.

Küresel finansal krizden sonra ortak kaniya varılan faktörler olduğu gibi ortak düzlemde henüz buluşulmamış görüşler de bulunmaktadır. Örneğin para politikasının finansal istikrarı ana hedef olarak ele alıp almaması konusunda ortak bir görüş yoktur. Bir görüş para politikasının fiyat istikrarına odaklanması ve finansal istikrar konusunu makro ihtiyati politikalarla ele alınmasını savunurken diğer görüş, makro ihtiyati politikaların gerekli ancak yeterli olmadığını savunmaktadır. Ortak bir görüşün oluşmadığı diğer bir konu ise para politikası finansal istikrarı hedef alsa bile, makro ihtiyati politikalar ile arasındaki etkileşimin nasıl ve hangi biçimde düzenlenmesi gerektiği konusudur.

2.2.3 ABD’DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

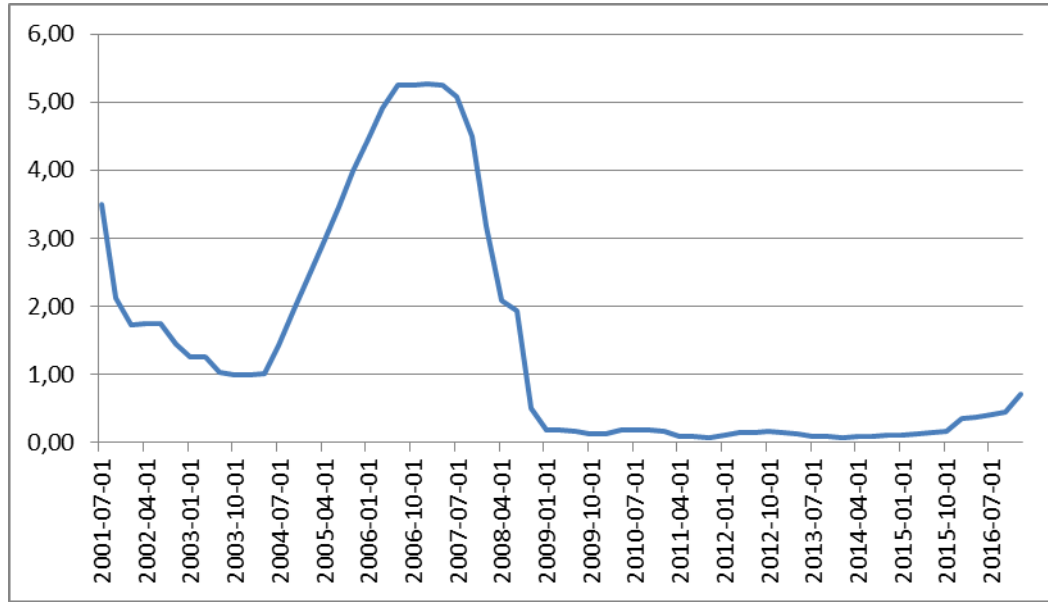
2007 yılında subprime mortgage piyasasında ortaya çıkan kriz ile ABD’de ekonomik durgunluk yaşanmış ve bu durgunluktan çıkmak amacıyla çeşitli politika araçları kullanılmıştır. Küresel finansal krizden çıkmak amacıyla ABD’de ilk önce geleneksel para politikası araçları kullanılmıştır.

2007 yılının ikinci yarısında ABD’deki şirketlerdeki ve ülkenin ekonomik göstergelerindeki bazı düşüşler, FED’in devreye girmesine sebep olmuştur. Bu anlamda FED, ekonomide bir durgunluk yaşanması ihtimaline karşı ilk olarak geleneksel para politikası aracı olan faiz oranlarını düşürmüştür. Grafik 1’de FED faiz oranlarındaki değişim gösterilmiştir. Buna göre FED, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren %5.25’te bulunan faiz oranlarını 2008 yılının ikinci yarısına kadar %2’ye kadar indirmiştir. 2008 yılının son ayından itibaren faizler %0-0.25 arasında

seyretmiştir. FED 2012 yılının sonunda yaptığı açıklamaya göre işsizlik ve enflasyon oranları dikkate alınarak; faiz oranlarını %0-0.25 aralığında tutmaya devam edeceğini açıklamıştır (FED, 2012).

Sadece faiz oranları kullanılarak ekonomide istenilen etkinin sağlanamaması, FED'i geleneksel olmayan politikalara yöneltmiştir. Bu bağlamda uygulanan politikalar niceliksel genişleme programı da denilen QE ve sözle yönlendirmedir.

Grafik 1. 2001-2016 FED Faiz Oranları



Kaynak: federalreserve.gov

1. QE Programı

Kredi maliyetlerini düşürmek ve kredi akışını rahatlatmak amacıyla kredi uygulamaları yapılmıştır. FED aynı zamanda, varlık satın alımlarını uygulamaya koymuştur. Bu uygulama ile MBS ve diğer toksik varlıklar FED tarafından satın alınmıştır. Bu programın amacı, piyasaya likidite sağlayarak ekonomiyi canlandırmaktır (Rich, 2013).

FED, 2008 Aralık ayı ile 2010 Temmuz ayı arasında QE1 programını uygulamaya sokmuş ve bankalardan toplamda 800 milyar USD tutarında hazine kağıdı ve mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleri satın almıştır. İlk parasal

genişleme programından istenilen sonuç alınamamış ve QE ikinci kez uygulamaya sokulmuştur. QE2, ilk programdan dolayı piyasada zaten artmış olan likiditenin etkisi ile ilkinde göre daha başarılı olmuştur. FED, daha sonra 'operation twist' denilen bir programı uygulamaya sokmuştur. 400 milyar USD tutarındaki bu programla kalan vadesi 6 ile 30 yıl arasında olan hazine kağıtlarını satın alıp, kalan vadesi 3 yıl veya daha az olanları satacağını açıklamıştır. FED daha sonra 2012 yılında QE3, 2013 yılında da QE4 programını açıklamış ve işsizlik veya enflasyon oranlarında belirli düzeyin yakalanması durumuna kadar bu programların devam edeceğini belirtmiştir. FED beklenen istihdam düzeyinin yakalanması ile aynı yılın Mayıs ayında tahvil alımlarını azaltacağını duyurmuştur (Eğilmez, 2015; Fawley & Neely, 2013: 61).

2. Sözle yönlendirme

FED'in hanehalkı ve firmalara kredi akışını sağlamak gibi hedeflenen finansal önlemlerinin çoğu, kriz sonrasında mali piyasalarda düzenli koşulların yeniden başlatılmasıyla geri çekilmiştir. Buna karşın, krizin uzun vadeli ekonomik etkileri giderek netleştikçe, para politikası genişlemesi zamanla artmıştır. 2007-2013 yılları arasında ekonomiye verilen bu destek; 2008 yılının sonlarından itibaren, faiz oranlarının sıfıra yakın tutulmasının yanında, uzun dönemli faiz oranlarına düşüş yönünde ek bir baskı uygulamak için geleneksel olmayan politikalara başvurulmasıyla daha da artmıştır. Bu politikalara faiz oranlarının olası yönü de dikkate alınarak açıklama yapılan sözle yönlendirme de dahil edilmiştir (Powell, 2017) Para politikasının ileriye dönük beklentilerinin açıklanması anlamına gelen sözle yönlendirme, bu anlamda FED'in küresel finansal kriz esnasında uyguladığı ve piyasayı yönlendirdiği geleneksel olmayan politikalardan olmuştur. Örneğin Bernanke 22 Mayıs 2013'te yaptığı konuşmasında, tahvil alımlarını azaltılacağını sinyali vermiş ve bu konuşma, gelişmekte olan piyasalar üzerinde etkili olmuş ve ülkeler de buna göre önlem almıştır.

2.3 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Gelişmekte olan ülkelere yönelik finansal riskler daha çok küresel gelişmelerden kaynaklanmaktadır. ABD’de subprime mortgage piyasasında başlayan kriz, Lehman Brothers’ı iflasa sürüklemiştir. Bu durumun krizi derinleştirip küresel bir hale getirmesi, gelişmekte olan ülkelere de sıçramasına neden olmuştur (Çetin, 2016). Küresel finansal krizden sonra, özellikle ABD’nin krizden çıkmak amacıyla uyguladığı genişleyici para politikaları gelişmekte olan ülkeler üzerinde de etkileri olmuştur. Bu politikalar özellikle sermaye akımlarının oynaklığına sebep olması nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarını tehdit eder duruma gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelere Türkiye’nin de içinde bulunduğu kırılabilir beşli ülkeleri, FED’in izlediği krizden çıkış politikalarının azaltılmasından ciddi şekilde etkilenmiştir.

Kırılabilir beşli tanımı ilk kez Morgan Stanley’nin 2013 yılında yayımlanan raporunda telaffuz edilmiştir. Yükselen ekonomiler sınıfında yer alan kırılabilir beşli ülkeleri, FED’in tahvil alımlarını azaltacağını açıklamasıyla para birimleri en çok değer kaybeden ülke olmaları sebebiyle bu kategoriye dahil edilmişlerdir. Kırılabilir Beşli içerisinde yer alan ülkeler; Brezilya, Endonezya, Hindistan, Türkiye ve Güney Afrika’dır. Yüksek enflasyon, yüksek cari açık hesapları, zorlu sermaye akımı beklentileri ve yükselen ekonomilerdeki zayıf büyüme bu 5 ülkenin aleyhine olan durumlardır (Stanley, 2013).

2.3.1 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİNİ ETKİLEME KANALLARI

2008 küresel finansal krizinden çıkmak için uygulanan genişletici para politikalarının, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında oynaklığa sebep olması, bu ülkelerin makroekonomik göstergeleri ve finansal sistemleri üzerinde olumsuz etkilere neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, döviz kurunda dalgalanmalara yol açarak enflasyon üzerinde sorun yaratmıştır (Arıcan & Okay, 2014: 31). Ayrıca yine sermaye akımları, kredi büyümesinde hızlı artışlar yaşanmasına sebep olabilmektedir. Kredilerdeki artış,

maliyetlerin azalması sebebiyle kredi piyasalarında koşulların gevşemesine yol açabilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının bu ülkelere bir diğer etkisi de, bu tür kısa vadeli akımlara bağımlılığın artması, varlık fiyatlarında artış, bilanço riski ve ani çıkışlar olması durumunda ekonomiyi zora sokmasıdır.(S. Fendoğlu, 2016). Bütün bu sonuçlar gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarını tehdit eder hale gelebilmektedir. Nitekim FED'in genişletici para politikaları uyguladığı dönemde bu ülkelere sermaye akımlarında artış yaşandığı görülmüştür. Bu durum ise ülkelerin hem kredilerde hem de dış ticaret açıklarında olumsuz sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Niceliksel gevşeme olarak da adlandırılan QE parasal genişleme programı, devlet tahvili ve MBS gibi daha uzun süreli varlıkların alımını içermektedir. Bu alımlar, bu varlıkların arzını azalttığı için yatırımcıların satın alacağı miktar azalmaktadır. Sonuç olarak; gelişmekte olan ülke varlıkları da dahil olmak üzere yedek varlıklara olan talep artmakta ve yatırımcılar daha yüksek beklentili riskli varlıklara yönelmektedirler. Bu şekildeki portföy dengelemesi, gelişmekte olan ülkelere varlık fiyatlarının artmasına sebep olmaktadır (Lavigne, Sarker, & Vasishtha, 2014: 25).

Gelişmekte olan ekonomilerde özellikle dış finansman kaynaklarına bağımlı olanlar, sermaye hesabı ve bankaların fonlanması üzerinden problemler yaşamışlardır (Claessens et al., 2010: 8). Dış finansman kaynaklarına erişimde zorluk yaşanılması, şirketlerin bu kaynaklara ulaşamamasına, yerli paranın değerlenmesine ve sonuç olarak yatırımlarda düşüşe ve finansal kırılganlıklara yol açarak düşük bir büyümeye sebep olmaktadır. Tahvil alımlarının azalacağının açıklanması ise, özellikle kırılgan beşli ülkelerinin ekonomilerinde sorunların yaşanmasına sebep olmuştur. Tahvil alımlarının azalması, bu ülkelere olan yabancı fonların azalacağı anlamına gelmektedir. Bu sebeple bu ülkelerin, dış finansman bulmakta zorlanacağı düşünülmüştür.

Bernanke 22 Mayıs 2013'te yaptığı konuşmasında, tahvil alımlarını azaltılacağıнын sinyalinin vermiş ve bu konuşma gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde ciddi olumsuz etkiler yaratmıştır. Parasal genişleme dönemi öncesinde reel

döviz kurlarının fazla değerlenmesinin ve cari işlemler açığının yükselmesinin müsaade edildiği gelişmekte olan ülkeler, tahvil alımlarının azalacağı ihtimalinin artmasından sonraki süreçte paraları yüksek oranda değer kaybetmiştir. Aynı zamanda bu ülkelerin rezervlerinde kayıplar meydana gelmiş ve hisse senedi piyasalarında düşüşler yaşanmıştır. Politika temelleri ve GSYİH büyümesi, kamu borcu gibi ekonomik performansların iyi durumda olması da, bu ülkelerin tahvil azaltmalarından etkilenmeyeceği anlamına gelmemektedir. Bunda ayırıcı etken reel döviz kuru ve cari açıkların artmasına ek olarak, ülkenin finansal piyasalarının büyüklüğü olmaktadır. Daha likit finansal piyasalara sahip ülkeler daha ciddi bir şekilde tahvil azaltma ihtimalinden etkilenmişlerdir. Çünkü eğer hedef ülke büyük ve likit finansal piyasaya sahipse ve ülkede yabancı sermaye mevcutsa, portföylerini yeniden dengelemeye çalışan yatırımcılar, bu dengelemeyi bahsedilen ülkelerde daha rahat bir şekilde yapabilmektedir. Bu durum, bir ülkenin dışarıdan gelen finansal şoklara maruz kalması durumunda, likit bir piyasaya sahip olmasının, hem iyi hem kötü bir durum oluşacağı fikrini vermektedir (Eichengreen & Gupta, 2015).

2.3.2 KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİNİN UYGULADIĞI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Gelişmekte olan ekonomiler daha çok sermaye akımlarındaki oynaklıklar sebebiyle, bu kanaldan ülke ekonomilerinin finansal istikrarını tehdit edecek unsurları en aza indirmeyi amaçlamışlardır. Bu ülkelerde sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini sınırlayabilmek amacıyla buna yönelik politika araçları kullanılmıştır.

Cerutti, Claessens ve Laeven(2015) 'in yaptıkları araştırmaya göre makro ihtiyati politikalar, gelişmiş ekonomilere göre daha çok gelişmekte olan ekonomilerde uygulanmıştır. Bu ekonomilerin daha çok dışsal şoklara daha açık olması, sermaye akımlarındaki oynaklıklar ve piyasadaki başarısızlıkları sebebiyle daha çok kullanmışlardır. Bu anlamda bu ülkeler daha çok zorunlu karşılıklar ve dövizle borçlanma üzerindeki kısıtlama araçlarını kullanmışlardır. DTİ(borç-gelir oranı) oranlarının da hanehalkı kredilerindeki büyüme üzerinde sınırlayıcı etkileri

olduğunu gözlemlemişlerdir. Vergi açısından alınan önlemlerin gelişmekte olan ülke ekonomilerinde toplam kredi büyümesi üzerinde kısıtlayıcı etkilerinin olduğunu belirtmişlerdir.(Cerutti, Claessens, & Laeven, 2015: 10-13)

Kırılgan beşli ülkelerinden biri olan Hindistan, finansal kırılganlıkların sistem içerisinde birikimini engellemek için çok yönlü politikalar kullanmıştır. Kullanılan makro ihtiyati politikalar konjonktür karşıtı, sektörler arası olmak üzere bir çok makro ihtiyati politika araçlarını kapsamaktadır. Kullanılan bu araçların amacı genel olarak kredi büyümesini hafifletmek ve sistemik risklerin finansal piyasalar arası yayılımını engellemek için olmuştur. Konjonktür karşıtı kullanılan araçlar genelde, sermaye tabanlı ve güçlü kredi potansiyeli olan sektörlerle yönelik olmuştur. Konut kredilerine yönelik potansiyel riskleri sınırlayabilmek amacıyla 2010 yılında kredi büyüklüğü, mülkün değeri ve lokasyonu ile farklılaştırılmış LTV oranları kullanılmıştır (Cashin et al., 2016: 14-17).

FED'in tahvil alımlarını azaltacağı açıklaması ile Hindistan, öncelikle 2013 yılının Mayıs ayından beri devam eden döviz kurundaki oynaklıklara yönelik sermaye hesabı tedbirleri kullanmıştır. Bunlara, sermaye çıkışlarını azaltmaya ve girişlerini teşvik etmeye yönelik idari tedbirler ve faiz oranı ve miktar kanalları vasıtasıyla iç piyasalarda likiditenin sıkılaştırılması önlemleri de dahil edilmiştir. Daha sonra RBI(Hindistan merkez bankası), bankalara yönelik, makro ihtiyati politikalar doğrultusunda birçok düzenleyici önlem almıştır. RBI tarafından alınan makro ihtiyati önlemler, bazı önemli sektörlerde ortaya çıkabilecek olumsuz şartlara bankacılık sektörünü hazırlamak şeklinde olmuştur (Chakrabarty, 2014).

Kırılgan beşli ülkeleri içinde yer alan diğer bir ülke olan Endonezya, 1997 yılında yaşanan Doğu Asya Krizi'nde de yer alan beş ülkeden biri olmuştur. 1997 yılında yaşadığı bu döviz krizinden sonra finansal sistemi sağlamlaştırmak için önlemler almıştır. Bu sebeple finansal sistemde bir dizi reformlar yapmıştır. Yapılan bu reformlar, Endonezya'yı bankacılık alanında güçlendirmiştir. 2009-2011 yılları arasında Endonezya yüksek emtia fiyatları ve ülkeye sermaye akımlarından faydalanmıştır. Bu gelişmeler; yüksek büyüme, düşük enflasyon ve cari fazla ile sonuçlanmıştır. Ülkeye sermaye akımlarının yaşandığı dönemde kredi büyümesini

kontrol altına almak amacıyla zorunlu karşılıklar kullanılmıştır. Yine bu dönemde otomotiv ve mülk kredileri için LTV oranları kullanılmıştır (Anfa, 2016; Warjiyo, 2015).

2011 yılından sonra ABD para politikasının normalleşme sürecine girmesiyle Endonezya ekonomisinde baskıya neden olmuş; cari işlemler açığı artışı, oynak sermaye akımları ve döviz kuru baskısı ortaya çıkmıştır. Bu olumsuz gelişmeler ise, makroekonomik istikrar ve ekonomik büyüme anlamında politika ayarlamalarının gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Ancak FED'in tahvil alımını azaltma açıklaması, ülkeden sermaye çıkışlarına neden olmuştur. Bu durum döviz kurunda baskılar yaratarak parasal ve finansal istikrar anlamında olumsuz etkilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. 2013 yılında döviz kuru %26 oranında değer kaybetmiştir (Warjiyo, 2015: 6)

Endonezya'da makro ihtiyati politika uygulamaları genellikle kredilerdeki aşırı büyümeyi sınırlamak amacıyla kullanılmıştır. Bu bağlamda, bankalar için optimal bir kredi büyümesi modeli oluşturulmuştur. Daha sonra bu model bankalara, belirli krediler ve ekonomik sektörlerle yönelik uygulanmıştır. Bu şekilde, optimal bir kredi büyümesi ile gerçek kredi büyümesi arasında bir karşılaştırma yapılarak, aşırı kredilerin hangi sektör veya kredilerde ortaya çıktığı anlaşılmış ve böylece bunlara yönelik makro ihtiyati tedbirler uygulanmıştır. LTV oranları, bu model temel alınarak otomotiv ve konut kredilerine uygulanmıştır. 2013 yılında konut kredileri için LTV oranlarında sıkılaştırılmaya gidilmiştir (Warjiyo, 2015: 10).

Küresel finansal kriz, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Güney Afrika'da da düşük hisse senedi fiyatlarına ve para biriminin düşmesine neden olmuştur. Ancak küresel finansal krizin ülkenin finans piyasalarındaki etkisi sınırlı kalmıştır. Bu bağlamda, döviz kuru üzerindeki riskleri sınırlamak amacıyla sermaye karşılıkları uygulanmıştır (Lim et al., 2011: 80)

Sistemik risklerin oluşumunu engellemek ve makro ihtiyati politikalar aracılığı ile bu risklerin finansal sistemde oluşturabileceği olumsuz etkileri sınırlamak, Güney Afrika Merkez Bankası (SARB) görevidir. (SARB, 2016). 2010 yılında merkez bankasına verilen bu yetkinin amacı, finansal istikrarın sağlanması

amacı ile merkez bankasının makro ihtiyati denetim sistemini güçlendirmek olmuştur. Bu bağlamda, denetim sorumluluğu ve finansal sektöre yönelik sistemin bütünündeki riskleri gözetlemek ve finansal istikrarı sağlamak bankanın amacı olmuştur (Mollentze & Hlongwane, 2012: 7).

Kırılgan beşli ülkelerinden biri olan Brezilya, 1999 yılında döviz krizi yaşadığı için tıpkı Endonezya gibi finansal sistemini sağlamlaştırmak amacıyla çeşitli önlemler almıştır. Brezilya krizin etkilerini azaltmak için bankacılık sistemini güçlendiren bir program uygulamaya koymuştur.

Brezilya ekonomisinin küresel finansal krizden nasıl etkilendiğine bakacak olursak, yine küresel finansal kriz sebebiyle spekülatif sermaye akımlarında ve kredi büyümesinde bu dönemde artış olmuştur. Kredi büyümesini azaltmak ve spekülatif sermaye akımlarını sınırlamak amacıyla makro ihtiyati politikalar kullanılmıştır. 2010 yılında bu amaçla zorunlu karşılıklar kullanılmıştır. Ayrıca merkez bankası uzun vadeli ve yüksek LTV oranlı bazı tüketici kredileri için sermaye karşılıklarını artırmıştır (Lim et al., 2011: 80).

Basel kararlarına uyabilmek amacı ile 2015 yılı Ekim ayından itibaren başlamak üzere toplam aktifleri 100 milyar BRL(Brezilya Reali)'in üzerinde olan bankalar aylık olarak Brezilya merkez bankasına likidite yeterlilik oranlarını bildirme zorunluluğu getirilmiştir. Sermaye çıkışlarına dayanıklı olabilmek amacıyla bankalar, yeterli miktarda yüksek kalite likit varlıklar bulundurmalıdır (Banco Central do Brasil, 2016).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Türkiye’de uygulanan para politikaları, ülkenin genel ekonomik durumuna ve küresel değişikliklere göre, birçok kez ihtiyaçlar doğrultusunda değişim göstermiştir. Bu değişimler, kimi zaman küresel piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalardan dolayı kimi zaman da ülke içerisindeki politikaların hedefleri doğrultusunda yenilikler ve farklılıklar göstermiştir (Çetin, 2016). Bu çerçevede Türkiye’nin içsel dinamiklerinden kaynaklanan 2001 finansal kriz ile 2008 küresel finansal krizin finansal sistemi ne yönde etkilediği, buna yönelik para ve makro ihtiyati politikaların nasıl kullanıldığı ve bu politikaların etkileri araştırılmıştır.

3.1 2001-2008 DÖNEMİNDE TCMB’NİN FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK POLİTİKALARI

2001 yılı sonrası Türkiye ekonomisi ve bankacılık alanındaki gelişmeler dikkat çekicidir. Bu sebeple 2001 yılı bu anlamda bir kırılma noktası olarak görülmektedir. 2001 yılında özellikle politik istikrarsızlık gibi birçok sebepten dolayı Türkiye’de büyük bir finansal kriz ortaya çıkmıştır (Kenç, Turhan, & Yıldırım, 2011).

2001 yılı öncesinde, 2000 yılının Kasım ayında likidite krizi yaşanmıştır. 2001 yılına gelindiğinde siyasi gerginliğin de etkisiyle Şubat ayında bir kriz daha yaşanmış ve bunun sonucunda sabit kur sisteminden çıkılıp, döviz dalgalanmaya bırakılmıştır. Bankacılık ve para krizinin beraber yaşandığı bu dönem, bankacılıktaki sorunların tekrar ortaya çıkmasına neden olmuş ve yapısal reformların gerekliliğini ortaya koymuştur (Parasız, 2009: 113). Bankacılık sektöründe ortaya çıkan bu kırılganlıklar, sektörün ve finansal sistemin risklere karşı duyarlılığını da artırmıştır. Bu sebeple yapılacak reformların gerekliliği ciddi bir önem taşımıştır. Bu konuyla

ilgili yapılan en önemli reformlardan biri finansal istikrarın TCMB kanununa girmesi olmuştur.

TCMB, 4651 sayılı kanun ile yapılan düzenlemeyle bazı temel değişiklikler yapmıştır. Bunlardan bazıları;

1. Temel amaç olarak fiyat istikrarını sağlama ve bu doğrultuda kullanılacak araçların belirlenmesinde bağımsızlık,
2. Son kredi mercii olarak geçici likidite sıkışıklıklarını gidermek amacıyla teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi imkanı sağlama,
3. Finansal sistemde istikrarı sağlama amacıyla mali piyasaları izleme ve denetleme gibi düzenlemeler yapılmıştır.

TCMB'nin krizden sonra başlattığı yapısal değişikliklerin ilki; 25 Nisan 2001'de merkez bankası temel amacının fiyat istikrarı olduğu ve bu bağlamda uygulanacak araçların merkez bankası tarafından belirleneceğinin yasada açıkça belirtilmesi olmuştur. Merkez bankasının araç kullanımını kendisinin belirlemesi, bağımsızlığını kazanması anlamına gelmektedir. 2001 yılında kanunda yapılan değişikliklerden bir diğeri ise finansal istikrarın bankanın destekleyici amaçlarından biri haline gelmesidir (TCMB, 2008).

2001 krizi sonrasında, içinde finansal sistemi sağlamlaştıracak tedbirlerin yer aldığı 'Güçlü Ekonomiye Geçiş' olarak adlandırılan program uygulanmıştır. Bu programın temel amaçları şu şekilde belirlenmiştir (TCMB, 2003):

1. Bankacılık sektörüne yönelik tedbirlerin alınması
2. Faiz oranlarında ve döviz kurlarında denge sağlanmaya çalışılması
3. Enflasyon ile etkin bir mücadele için gerekli politikaların uygulanması
4. Sürdürülebilir büyümenin sağlanması
5. Yapısal reformların hayata geçirilmesi.

Bankacılık sektörü için alınan tedbirler; kamu bankalarının finansal sistem içinde istikrarsızlığın kaynağı olmaktan çıkarılması, yaşanan krizlerden etkilenen bankaların dayanıklılığının artırılması için gerekli düzenlemelerin yapılması amacını taşımaktadır. Bu bağlamda, bankaların bilanço yapılarının güçlendirilmesi ve bunun

için gerekli hukuki zemini oluşturulması hedeflenmiştir (Parasız, 2009: 114). Hem finansal sistem için bir risk unsuru oluşturması sebebiyle hem de ileride yaşanması muhtemel bir krizde bankaların yapısının güçlendirilmesi açısından, bu düzenlemeler çok büyük önem taşımıştır. Bu gibi reformların yapılması finansal sistemin bütününe yönelik olumlu gelişmelerin yaşanmasına da olanak sağlamıştır ki bu yenilikler, 2008 küresel finansal krizin yarattığı olumsuz etkilerin azaltılmasında da etkili olmuştur.

1999 yılında BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) kurulmuş ve kurum 2000 yılında da faaliyete geçmiştir. Kurumun görevleri (Parasız, 2009: 117):

- Tasarrufların güvence altına alınmasını sağlamak,
- Bankaların düzenli bir şekilde çalışmasını tehlikeye sokabilecek ve ekonomide önemli zararlar doğurabilecek uygulamaları önlemek,
- Kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını sağlamaktır.

Daha sonra 2005 yılındaki 5411 sayılı kanun ile BDDK'nin yetkileri, finansal holding şirketleri, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri ve finansman şirketlerini kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Finansal istikrarla ilgili diğer önemli gelişme, TCMB'nin 2005 yılından itibaren finansal istikrar raporları yayınlamaya başlamasıdır. TCMB finansal istikrarı, fiyat istikrarının bir tamamlayıcısı olarak görmüştür. Bu bağlamda finansal istikrarsızlığın önlenmesi için en önemli hedefin düşük ve istikrarlı bir enflasyon olduğu belirtilmiştir (TCMB, 2007). . Fiyat istikrarının sağlanması, makroekonomik göstergeler açısından iyi bir görünüm sağlayacağı için, bunun finansal istikrara da katkı yapacağı ve riskleri en aza indireceği düşünülmüştür. Türkiye'de 2001 krizinden sonra fiyat istikrarını sağlamak için enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Bu nedenle öncelikle 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmış ve 2006 yılından itibaren de açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir Enflasyon hedeflemesi rejimi, geleceğe yönelik enflasyon tahmininde bulunma üzerine dayanmaktadır. Bu rejimde amaç, düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon sağlamaktır. TCMB enflasyon hedeflemesinde temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaya

yönelik olarak piyasalardaki istikrarın devam etmesi için gerekli önlemler alınmıştır (TCMB, 2006).

TCMB, uzun yıllar boyunca cari açık, yüksek enflasyon gibi sorunlarla baş etmek zorunda kalmıştır. Politika stratejileri bu problemlere yönelik olarak geliştirilmeye çalışılmış ve temel amacı olan fiyat istikrarı doğrultusunda önemli adımlar atılmıştır. Ancak 2008 yılında küresel finansal krizin ortaya çıkması ile birlikte, fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemek kaydıyla, küresel finansal krizinin ülke üzerinde olumsuz etkileri giderilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda gerek kısa vadeli faiz oranları kullanılmış gerekse de likidite politikası ile kredi hacmindeki daralmalar sınırlandırılmaya çalışılmıştır. (TCMB, 2010). Sermaye akımlarındaki dalgalanmalar ülkenin finansal istikrarı üzerinde etkili olduğundan, küresel finansal krizden sonra sermaye akımları ve sermaye akımlarının kredi büyüme oranları, döviz kuru gibi ikincil etkilerine yönelik tedbirlerin alınması gerekli hale gelmiştir.

3.2 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Küresel finansal krizden önce TCMB’nin temel amacı fiyat istikrarı olmuştur. Fiyat istikrarı için araç olarak ise politika faizleri kullanılmıştır. Ana hedefin fiyat istikrarı olurken parasal aktarım mekanizması yoluyla iç ve dış talep, dolayısıyla üretim ve ekonomik büyüme üzerinde etkili olunmuştur. Fiyat istikrarının hedef alınmasının diğer bir sebebi ise küresel finansal krize kadar fiyat istikrarının finansal istikrar üzerinde de olumlu etkilerinin olacağının düşünülmüş olmasıdır (Oktar, Eroğlu, & Eroğlu, 2013). Ancak küresel finansal kriz göstermiştir ki, sanılanın aksine fiyat istikrarı finansal istikrarı garanti etmemektedir. ABD’de de son yaşanan finansal krizden önce FED’in sağladığı fiyat istikrarı nedeniyle faiz oranlarını uzun süre düşük tutması konut balonunun şişmesinde etkili olmuş ve balonun patlaması finansal sistemde kriz yaratmıştır.

2008 küresel finansal kriz sonrasında fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin bu yönde olmadığına anlaşılmaması, finansal sistemdeki riskler ve bunların sınırlandırılması konusunda yeni bir bakış açısı gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla Türkiye de dahil olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke, finansal istikrar için farklı bir politika uygulanmasında uzlaşmaya varmıştır. Türkiye açısından bakılacak olunursa; fiyat istikrarı zaten sağlanamadığı için fiyat istikrarının finansal istikrarsızlık yarattığı söylenememektedir. Türkiye'nin finansal istikrar konusunda aldığı önlemler, sermaye akımlarının yarattığı olumsuz etkileri en aza indirmek amacıyla olmuştur.

Küresel finansal krizin ülkeler üzerindeki olumsuz etkileri birçok farklı kanaldan olmuştur. Türkiye'nin krizden etkilenmesi ise, sermaye akımlarının Türkiye'ye girişi ile ortaya çıkmıştır. Sermaye akımları ile TL'nin değerlenmesi ve iç talebin artmasıyla ithalatın artması gibi sebeplerle dış ticaret açığı yükselmiştir. Kredilerde hızlı bir artış ortaya çıkmış ve son olarak da cari denge bozulmuştur. Bütün bu sebepler finansal istikrarı tehdit eder duruma gelmiştir. Fiyat istikrarının hedef alındığı politikanın bu durumda yetersiz kalması ise, TCMB'yi yeni politika araçları arayışına sevk etmiştir (TCMB, 2014a).

TCMB bu bağlamda yeni para politikasını tasarlarken temelde iki gelişmeden etkilenmiştir. Bunlardan ilki, dünyada merkez bankacılığına yeni bir bakış açısı kazandırılmış olmasıdır. İkincisi ise, kriz sonrası ortaya çıkan küresel piyasadaki dalgalanmalardır. Her iki gelişmede de küresel kriz sonrasında ortaya çıkan durumların sonuçları etki etmiştir (Kara, 2012: 23). Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkeler krizin yarattığı olumsuz etkilerden kurtulmak amacıyla finansal sisteme likidite sağlamaya çalışmış ancak bu likidite gelişmekte olan ülkelere kaymıştır. Gelişmekte olan ülkeler de, ülkeye giren bu sermayenin yarattığı olumsuz etkilerden kurtulmak için önlemler almışlardır.

Finansal istikrarı sağlamak amacıyla uygulanan politikalara ek olarak, sistemik risklere yönelik uygulamalara daha düzenli bir biçimde yaklaşabilmek amacıyla 2011 yılında Finansal İstikrar Komitesi kurulmuştur. Komite TCMB, BDDK, SPK(Sermaye Piyasası Kurulu) ve TMSF(Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu)

Başkanlarından oluşmaktadır. Finansal İstikrar Komitesi'nin görevleri ise kısaca şöyle açıklanmıştır (TCMB, 2011: 73-74):

1. Finansal sistemin tamamına etki edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve sınırlandırılması için gerekli olan politika önerilerini tespit etmek.
2. İlgili kurumlara sistemik risklerle ilgili uyarılar yapmak ve kurumların uyguladığı politikaları takip etmek.
3. Komite tarafından sistemik riskin yönetimine ilişkin gerekli koordinasyonun sağlanması.
4. Kurumlar arasında politikaların koordinasyonunu sağlamak.

Finansal İstikrar Komitesi'nin yukarıda belirtilen görevleri çerçevesinde finansal istikrar için uygulanacak politikaların koordinasyonunu sağlaması, bu politikaların etkili bir şekilde çalışmasında da önemli rol oynamaktadır.

Finansal İstikrar Komitesi tarafından tavsiye edilen makro ihtiyati politikalar, TCMB'nin küresel likidite değişimlerinin finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlama konusunda yaptığı çalışmaları daha da genişletmiştir. Bu anlamda komite 2 önemli amaca odaklanmıştır. Bunlar (Kara, 2016: 88):

1. Özellikle hanehalkı borçluluk düzeyini düşürerek kredi büyümesini kontrol altına almak
2. Banka yükümlülüklerinin kalitesini iyileştirmektir.

3.2.1 TÜRKİYE'DE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN AMAÇLARI

2010 yılında yüksek dış finansman ihtiyacı ve sermaye girişlerinin kalitesindeki bozulma, Türkiye ekonomisi için "ani durma" riskini artırmıştır. Çünkü tarihsel olarak 1994, 2001 ve 2009 yıllarındaki krizlere bakılarak anlaşılmaktadır ki Türkiye'de konjonktür dalgalanmalarına genelde, sermaye akımlarındaki beklenmedik hareketlerle ortaya çıkan ani yükseliş ve düşüş dönemleri sebep

olmuştur. Yaşanan her ekonomik durgunluktan sonra, ani durma yani net sermaye çıkışı yaşanmış ve finansal sistemde bir bozulma meydana gelmiştir. Bunlar göz önüne alındığında, 2010 yılının sonuna kadar ortaya çıkan cari dengedeki ve dış finansman kalitesindeki bozulma, finansal istikrara yönelik makro yaklaşımların gerekliliğini vurgulamıştır (Kara, 2016: 86).

Yoğun sermaye girişleri gelişmekte olan ülke ekonomilerini döviz kurlarında değerlenmeye sebep olduğu daha önce belirtilmişti. Bu değerlenme baskısı; rekabet gücünü azaltma, dış ticaret dengesi ve cari dengede olumsuz etkilere sebep olma, aşırı kredi genişlemesine yol açma ve varlık balonları oluşturma gibi çeşitli olumsuz yönleri olabilmektedir. Öte yandan, sermaye akımlarında ani durma da, finansal istikrar açısından büyük tehdit oluşturmaktadır. Bu bağlamda her gelişmekte olan ülke gibi Türkiye'nin de para politikası uygulamalarında sermaye akımları büyük önem taşımaktadır (TCMB, 2011a). Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarındaki hareketlilik ülkenin kendi dinamiklerinden kaynaklandığı gibi küresel ortamda yaşanan gelişmelerden de önemli derecede etkilenmektedir. Son dönemde yaşanan küresel finansal krizde gelişmiş ülkelerin krizden çıkış için uyguladığı politikalar, diğer gelişmekte olan ülkeleri olduğu gibi Türkiye'yi de ciddi etkilemiştir.

Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişletici para politikası dolayısıyla, sermaye akımları gelişmekte olan birçok ülkeye olduğu gibi Türkiye'ye de yönelmiştir. Sermaye akımları ve cari açığın milli gelire oranının yüksek olması nedeniyle Türkiye ekonomisinin, küresel piyasalardaki dengesizlikler karşısında daha kırılgan bir hale gelme olasılığını artmıştır (TCMB, 2013a). Bütün bu olumsuz etkilerin sınırlandırılması için 2 ana amaç belirlenmiştir. Bunlar; kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmaktır (Başçı & Kara, 2011).

TCMB bu kapsamda, 2010 yılından itibaren fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözeterek politika araç çeşitliliğine gitmiştir (TCMB, 2014a). Finansal istikrarı gözetken makro ihtiyati politikaların kullanılmasında, küresel finansal krizin etkileri göz önüne alınarak yukarıda bahsedilen iki hedef belirlenmiştir.

3.2.2 TÜRKİYE'DE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ARAÇLARI

Küresel finansal krizden gelişmiş ülkelerin çıkış yolunun bir sonucu olarak sermaye akışının Türkiye'ye yönelmesi, daha önce bahsedildiği gibi Türkiye'de kredilerde ve cari açıkta hızlı bir artışa sebep olmuştur. Bu sebeple faiz koridoru ve zorunlu karşılık uygulaması kapsamında rezerv opsiyon mekanizması uygulamaya konulmuştur. 2010'dan itibaren uygulanan yeni politika araçları politika faizine ek olarak asimetrik faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması ve zorunlu karşılıklar kullanılmaya başlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerini ve kredi büyümesi yavaşlatmak için birçok makro ihtiyati politika araçları kullanılmıştır. Zorunlu karşılıklar, asimetrik faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması ile hem kredilerdeki aşırı büyüme kontrol altına alınmaya çalışılmış hem de kısa vadeli sermaye girişleri azaltılarak uzun vadeye yönlendirilmeye çalışılmıştır.

3.2.2.1 FAİZ KORİDORU

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerden biri olan Türkiye, piyasayı etkilemek için faiz koridorunu kullanmaktadır. Faiz koridorunu tanımlamak amacıyla kullanılan üç faiz oranı vardır. Bunlar gecelik borç alma faizi, gecelik borç verme faizi ve son olarak politika faizidir. Gecelik borç alma faizi, faiz koridorunun alt sınırını oluşturmaktadır. Gecelik borç alma faizi, geçici likidite fazlası bulunan bir bankanın, likidite fazlasını değerlendirmek amacıyla merkez bankasına yatırması ve belirlenmiş faiz oranından faiz geliri elde etmesini ifade etmektedir. Belirlenen bu faiz oranı geçici borç alma faizini temsil etmektedir. Gecelik borç verme faizi ise, koridorun üst sınırını oluşturmaktadır. Gecelik borç verme faizi, bu kez likidite sıkıntısı içinde bulunan bir bankanın, merkez bankasından kısa vadeli borç almak için ödeyeceği faiz oranını temsil etmektedir (Vural, 2013: 30-31).

Gecelik borç alma ve gecelik borç verme faizleri arasında kalan alana faiz koridoru denilmektedir. Faiz koridorunun üst ve alt sınırları değiştirilerek piyasadaki likidite kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Ayrıca TCMB faiz koridorunu

kullanarak, gecelik faiz oranlarının bu koridor içerisinde oluşmasını sağlayarak daha esnek davranabilmektedir.

Politika faizi, genelde faiz koridorunun orta noktasında olmaktadır. 2010 yılının Mayıs ayına kadar gecelik borçlanma faizi, politika faizi olarak ele alınmıştır. Ancak piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ve küresel finansal kriz sonucunda yeni araçlarla piyasayı etkilemek amacıyla, hem politika faizi daha sonra bir haftalık repo faizi olarak ele alınmaya hem de asimetrik bir koridor oluşturulmaya başlanmıştır. (Binici, Erol, Kara, Özlü, & Ünalı, 2013: 4).

Temel amacın fiyat istikrarı olduğu 2010 öncesi dönemde, faiz koridoru uygulaması enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülke için yeterli olabilmektedir. Nitekim Türkiye, enflasyonun hedeften saptığı dönemlerde faiz koridoru aracılığıyla hem kredi faizlerini hem de döviz kurunu etkileyebilmiştir. Enflasyon hedefine yaklaşıldığı sürece bu ayarlama etkili olmuştur. Ancak küresel finansal kriz sebebiyle ortaya çıkan finansal sistemin istikrarının önemi, Türkiye'nin de bu konuda çeşitli araçlar kullanmasına sebep olmuştur. Türkiye'nin küresel finansal kriz sonrasında sermaye akımlarından etkilenmesi, Türkiye'nin cari açık ve kredilerinin artışa geçmesine sebep olmuş ve bu durum da ülkenin göstergelerinde ve dolayısıyla finansal istikrarında bozulma tehlikesini ortaya çıkarmıştır (Kara, 2012: 7).

Yenilenen faiz koridoru uygulamasında, aktif olarak kullanılmayan eski sistemden farklı olarak hem veriler günlük olarak denetlenebilir duruma gelmiş hem de faizlerin kredi ve döviz kanalı üzerinden farklı amaçlarla kullanılabilmesini sağlamıştır.(Serel & Özkurt, 2014: 61). Böylece faiz koridoru, finansal istikrar açısından da önem taşıyan kredi kanalından etki etmesi sebebiyle etkin bir araç olarak kullanılmıştır.

TCMB 2010 yılından sonra, küresel piyasalardaki dalgalanmaların da etkisiyle kredi ve döviz kuru kanalını ayrı ayrı etkileme ihtiyacı duymuştur. Bu sebeple öncelikle politika faizi, bir hafta vadeli repo faizi olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu süreçten önce kullanılan sistem ile yeni sistem arasında 2 önemli fark bulunmaktadır. Bunlar (Kara, 2012: 9);

1. Süreçten önce kullanılan sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faiz oranları ile hedeflenen faiz oranları arasında bir ayırım gözetilmemektedir. Ancak yeni yapılanma ile bu iki faiz oranı arasında farklılaşmaya gidilmiştir. Bu farklılaşma sayesinde de kredi ve döviz kurunu ayrı ayrı etkileme alanları için esneklik kazandırılmıştır.
2. Yeni yapılanmada öncekinden farklı olarak, küresel dalgalanmaların Türkiye'ye etkisine daha hızlı cevap verebilmek amacıyla kısa vadeli ortalama faiz oranları günlük ya da haftalık şeklinde gözetlenmektedir.

Faiz koridorunun etkin olarak sermaye akımları sebebiyle ortaya çıkabilecek döviz kuru oynaklığı üzerinde etkili olabilmektedir. Sermaye akımının yoğun olduğu dönemlerde, koridor aşağı yönlü genişletilerek ılımlı bir dalgalanma sağlanmaya çalışılmaktadır. Tam tersi bir durum olduğunda yani ülkeden sermaye çıkışı olduğunda ise koridor yukarı yönlü genişletilmektedir. Ayrıca faiz koridorunun genişletilmesi, belirsizliği arttırarak sermaye oynaklığının azalmasında da etkili olmaktadır (Çevik, 2016: 715).

3.2.2.2 ZORUNLU KARŞILIKLAR

Makro ihtiyati politika araçlarından bir diğeri de zorunlu karşılıklardır. Bankaların mevduatlarının, TCMB'nin belirlediği bir oran karşılığında merkez bankalarında tutmak zorunda oldukları miktara zorunlu karşılıklar denir.

TCMB'nin de aktif olarak kullandığı zorunlu karşılıklar başlıca üç amaç için uygulanmaktadır. Bunlar (Alper & Tiryaki, 2011; Gray, 2011);

1. İhtiyati amaçlı. Bankaların ödeme güçlüğü riskine karşın tedbir amaçlı kullanılma durumunu ifade etmektedir.
2. Parasal kontrol amaçlı. Makroekonomik göstergelerde bozulma olmasına karşın merkez bankasının zorunlu karşılıklar aracılığıyla istikrarı sağlaması için kullanılmaktadır.

3. Likidite yönetimi amaçlı. Likidite arzının talebinden az veya fazla olması durumunda zorunlu karşılıklar kullanılarak dengeye getirilmesi amaçlanmaktadır.

Zorunlu karşılık uygulaması fiyat ve finansal istikrar açısından önemli bir yere sahiptir. Sermaye girişinin yoğun olduğu dönemlerde kredi arzında yükselme olacaktır. Kredi arzındaki yükselmeyi sınırlamak amaçlı zorunlu karşılık oranları yükseltip piyasadaki para miktarına etki edilir. Böylece bankaların kredi verme koşulları sınırlandırılmış olacaktır. Tersi bir durumda yani sermaye çıkışının olduğu dönemde zorunlu karşılık oranları azaltılarak hem piyasaya likidite verilmiş olacak hem de ekonomide ani duruş engellenmiş olacaktır (Serel & Özkurt, 2014: 62). Böylece merkez bankaları bu tür politikalarla sermaye hareketlerinde meydana gelen dalgalanmaların olumsuz etkilerini de azaltmış olmaktadır

Merkez bankalarınca belirlenen zorunlu karşılık oranları, esas olarak kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır (Kara, 2012: 12). Zorunlu karşılık oranları kredileri; doğrudan maliyet kanalı ve likidite kanalıyla etkilemektedir. İlk olarak zorunlu karşılıklar, bankaların maliyetlerini etkilediğinden bankalar bu maliyeti kredi veya mevduat faiz oranlarına yansıtmaktadırlar. Türkiye’de faizlerdeki küçük değişimlerin krediler üzerindeki etkisi sınırlı olması sebebi ile zorunlu karşılıkların maliyet kanalı üzerinden kredileri etkileme durumu da sınırlı olmaktadır. İkinci olarak ise; likidite kanalı ile zorunlu karşılık oranları artırılarak bankalardan likidite çekilmiş olur. Ancak bankalar merkez bankalarından fazla borçlanarak, bu kanalın etkinliğini azaltabilmektedir. Bu durum da, bankaların vadesi kısa olan kaynaklarının artmasına sebep olur. Bankalar bu şartlarda ya merkez bankalarından borçlanmayı azaltıp kredi miktarlarını düşürür ya da kredi faizlerine bu oranları yansıtırlar. (Alper & Tiryaki, 2011; Kara, 2012)

3.2.2.3 REZERV OPSİYON MEKANİZMASI

Rezerv opsiyon mekanizması, bankaların TCMB’de tuttıkları zorunlu karşılıkların belirli bir oranında döviz ve altın cinsinden tutulmasını sağlayan araçtır. Bu uygulama ile bankalar, TL cinsinden tuttıkları zorunlu karşılıkların belirlenen orandaki bir bölümünü isteğe bağlı olarak döviz veya altın cinsinden tutabilmektedir.

Böylece bankalara Türk lirası cinsinden likidite yönetiminde esneklik kazandırılmaktadır. Rezerv opsiyon mekanizmasının hangi oranda kullanılabileceği, rezerv opsiyon oranı ile belirlenmektedir. Zorunlu karşılıklarda Türk lirasının her birimi için kullanılabilecek döviz veya altın karşılığı ise rezerv opsiyon katsayısı ile belirlenmektedir (TCMB, 2012b).

Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde, bankalar açısından zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz cinsinden kullanmak daha avantajlı olmaktadır. Böylece hem sermaye girişlerinin olumsuz etkilerinin en aza indirilmesi hem de bankaların gönüllü bir şekilde döviz biriktirmesi sağlanmaktadır. Rezerv opsiyon mekanizması ile TCMB’de bulundurulmuş döviz TCMB’nin brüt döviz rezervini artırmaktadır (Küçüksaraç & Özel, 2012).

Merkez Bankası, rezerv opsiyon katsayısını azaltıp arttırarak, sermayede oynaklık olduğu durumlarda hem TL değerinde istenilmeyen durumların ortaya çıkmamasını sağlayacak hem de piyasanın likidite durumunu gözetebilecektir. Örneğin sermaye çıkışının olduğu dönemlerde döviz ihtiyacı artacağı için TCMB, rezerv opsiyon katsayısını düşürerek bankaların döviz ihtiyacını azaltmakta ve kur oynaklığını baskı altına almaktadır. Sermaye hareketlerinin ülkedeki makroekonomik değişkenler ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisi, rezerv opsiyon mekanizmasının kullanılmasını gerekli kılmıştır.

Rezerv opsiyon mekanizmasının uygulamada birçok faydası vardır. Bunlar (TCMB, 2012b);

1. Sermaye giriş veya çıkışlarının sebep olabileceği dalgalanmayı azaltmaktadır
2. Bankaların bu mekanizmayı kullanması bankaların likidite yönetimlerinde kolaylık sağlamaktadır.
3. Belirlenen bir oranda döviz tutulabilmesi, TCMB’nin döviz rezervlerini güçlendirmektedir.
4. Sermayedeki dalgalanmalar sebebiyle oluşan kredilerde hızlı artış veya hızlı azalış, rezerv opsiyon mekanizması ile kontrol altına alınmaktadır.
5. Her bankanın, en iyi likidite yönetimini sağlamasına imkan vermektedir.

6. Aynı amaca yönelik diğer politikaların uygulanmasına olan ihtiyacı en aza indirmektedir.

3.3 MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN FİNANSAL İSTİKRARA ETKİLERİ

2010 yılından sonra kredi hacmindeki artış nedeniyle, politika faizine ek olarak faiz koridorunun alt ve üst sınırlarının etkin kullanılmasına başlanmıştır. TCMB kredi hacmindeki bu artışı, hem fiyat hem de finansal istikrar açısından baskı altına almak zorunda kalmıştır. Merkez bankası çeşitli kanallardan sağladığı kısa vadeli fonların ortalama maliyetini günlük olarak gözden geçirmekte, bu da kredilerde etkili olmaktadır.

Merkez bankası, piyasayı fonlarken oluşan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti üzerinden kredileri etkileyebilmektedir. Faiz koridorunun genişliği de, ayrıca fonlarda belirsizlik yaratarak kredilerin düşmesine neden olmaktadır. Kredilerin hızlı artış göstermesi varlık balonlarına sebep olacağından finansal istikrar konusunda tehlike yaratmaktadır. Bu sebeple TCMB küresel finansal krizden sonra kredilerde artış olması sebebiyle, kısa vadeli ortalama fonlama maliyetini kullanarak kredilerdeki artışı baskılamıştır (Kara, 2012: 9-11).

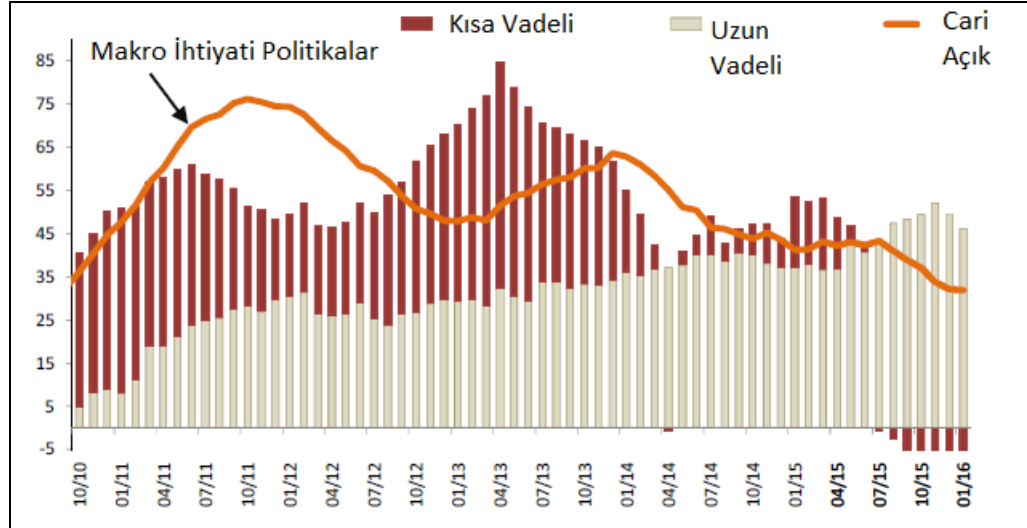
Gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye akımlarındaki dalgalanmalar önemli sorunlara neden olabilmektedir. Dış finansmana bağıllık, ülkenin hem makroekonomik göstergelerinde hem de finansal istikrarında olumsuz etkiler yaratmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımlarının yani sıcak paranın ülkeden aniden çıkması ise ciddi krizlere yol açabilmektedir.

Küresel finansal kriz sonrasında özellikle Amerikan Merkez Bankası FED'in uyguladığı genişletici para politikası sebebiyle Türkiye'ye sermaye akımı olmuştur. Bu durumun hem finansal istikrar hem de enflasyon üzerindeki etkilerini baskı altına almak amacıyla faiz koridoru kullanılmıştır. Finansal istikrar açısından, sermaye akımlarının olduğu dönemlerde Türk ekonomisinin direncinin artırılması faiz koridoru uygulamasının önemini açıklar niteliktedir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin

azaltılması amacıyla bir yandan politika faizleri düşürülürken, diğer yandan faiz koridoru genişletilerek kısa vadeli faizlerin oynaklığı artırılmıştır. Faiz koridorunun genişletilmesi ile belirsizlik ortamı yaratılmış ve sermaye girişlerindeki dalgalanmalar azaltılmaya çalışılmıştır. Ayrıca bu uygulama ile sermaye girişleri daha uzun vadelere yönlendirilmeye çalışılmıştır (TCMB, 2011: 13). Sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilmesi, ülkede sıcak paranın ani çıkması durumunda meydana gelebilecek olumsuz sonuçların engellenmesine yardımcı olmaktadır.

Grafik 2'ye bakıldığında 2010 yılında uygulanmaya başlanan makro ihtiyati politika araçlarından sonra 2011 yılından itibaren cari açıkta azalma görülmüş, kısa vadeli sermaye girişlerinin toplam sermaye girişleri içerisindeki payı azalmış ve uzun vadeli girişlerin payı ise artmıştır (Kara, 2016: 90)

Grafik 2. Cari Açık ve Net Sermaye Girişleri (Milyar USD)



Kaynak: (Kara, 2016)

Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler, küresel piyasalarda likidite bolluğunun yaşandığı dönemlerde oluşan sermaye akımları nedeniyle, makro göstergelerinde birçok sorunla karşılaşmaktadır. Türkiye faiz koridoru uygulamasında çeşitli faiz oranlarını kullanarak, kredi ve döviz kanalını farklı şekillerde etkilemeyi amaçlamıştır. Bu kanalları farklı şekillerde etkileme ihtiyacı, enflasyon hedefinden vazgeçmeden finansal istikrarı yakalama amacından

doğmaktadır. Sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelmesi ile kredilerde artış yaratan bankalar bir kredi balonu oluşmasına sebep olabilmektedir. Ayrıca döviz kuru kanalı ile cari dengede bozukluklar oluşması da kaçınılmaz olmaktadır. Bütün bunların hem fiyat hem de finansal istikrarı tehdit eder konuma gelmesi, bu kanallar üzerindeki farklılaştırılmış etkinin önemini ve izlenmesindeki gerekliliği ortaya koymaktadır. Bu sebeple finansal istikrarı koruma amaçlı faiz koridoru, makro ihtiyati bir araç olarak Türkiye'de kullanılabilmektedir (Arıcan & Okay, 2014; Binici et al., 2013). Bu açıklamalardan anlaşılmaktadır ki makro ihtiyati politikalar uygulanırken bu politikaların fiyat istikrarını da nasıl etkilediği dikkate alınmaktadır.

2010 yılı sonlarından 2011 yılının ortalarına kadar olan dönemde, risk iştahı güçlü seyretmiş ve kısa vadeli sermaye akımları yoğunlaşmıştır. Bu sebeple Merkez Bankası faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Böylelikle piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklık artırılmış ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması sağlanmıştır. 2011 yılının sonlarına doğru Euro Bölgesi'ndeki borç krizinin derinleşmesi sebebiyle küresel piyasalardaki belirsizlikler de artmıştır. Bu nedenle bu dönemde Türk lirasında değer kaybı oluşmuştur. Ancak 2012 yılından itibaren ise küresel piyasalardaki risk iştahının azalması ve rezerv opsiyon mekanizmasının uygulamaya girmesi ile birlikte TCMB, faiz koridorunun üst sınırını kademeli biçimde indirmiştir (TCMB, 2012a: 8).

Likidite kanalı ile kredi arzını verimli bir şekilde etkilemenin diğer yolu ise faiz koridoru aracılığı ile olmaktadır. Örneğin TCMB faiz koridoru aracılığıyla kısa vadeli faiz oranlarının belirsizliğini arttırabilmektedir. Bu da bankaların faiz riskini artıracak için kredi miktarını düşürmelerine sebep olmaktadır (Alper & Tiryaki, 2011; Kara, 2012).

Likidite riskini etkilemek için kullanılan diğer makro ihtiyati araç zorunlu karşılık oranıdır. TCMB likidite riskini de en aza düşürmek ve vade uyumsuzluklarını sınırlamak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını vadeye göre farklılaştırabilmektedir. Bu riski sınırlamak maksadı ile TCMB, kısa vadeye yüksek, uzun vadeye düşük oranlar uygulamıştır (M. C. Fendoğlu, 2015). Daha sonra yabancı para mevduatları için zorunlu karşılıklar vadelere göre farklılaştırılmıştır. Bu şekilde,

bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin maliyetinin artırılması hedeflenmiştir. Sonuç olarak, kısa vadeli mevduat için ayrılan zorunlu karşılıklar 2011 yılı boyunca hızla yükselmiştir (Göver & Oğuz, 2017).

2001 yılında yaşanan krizden sonra kurulan BDDK o dönemde finansal sistemi sağlamlaştırmak adına önlemler almıştır. Küresel finansal krizden sonra da makro ihtiyati önlemler adına görevler üstlenmiştir.

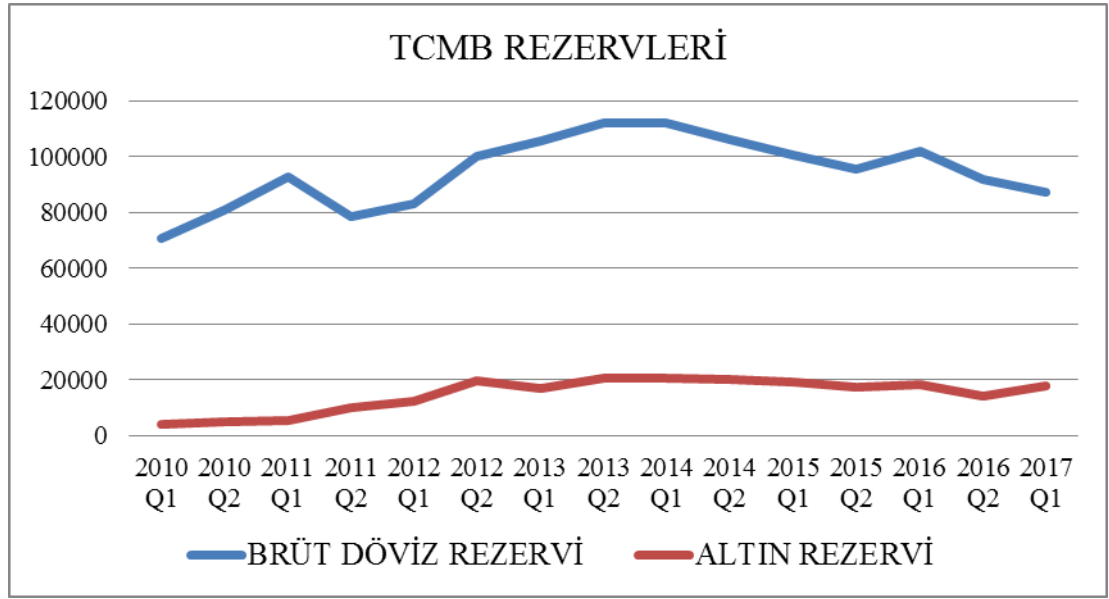
Küresel finansal krizin kredi genişlemesi üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla BDDK tarafından da birçok makro ihtiyati önlem alınmıştır. Örneğin kredi riskini engellemek amacıyla LTV 2010-2015 yılları arasında LTV oranlarını kullanılmıştır. Bu oranın belirlenmesi BDDK tarafından yapılmaktadır. 2010 yılında BDDK konut kredileri için LTV oranlarını sınırlamıştır. 2011 yılından itibaren geçerli olmak üzere tüketici konut kredilerinin, teminat altındaki mülkün değerine oranı % 75'i ile sınırlandırılmıştır. Ticari gayrimenkul amaçlı kredilerde ise LTV oranı %50 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2011: 28)

Kredilerdeki büyümeyi sınırlandırmak için faizlerin arttırılması, ülkeye sermaye girişinin hızlanmasına ve cari dengede bozulmalara neden olabilecektir. Böyle bir durumda faizlerin arttırılmadan kredi arzının azaltılması gerekmektedir. Bu şartlar altında TCMB faiz koridoru ile zorunlu karşılıkları etkin bir şekilde kullanabilmektedir. Şöyle ki zorunlu karşılıklar sebebi ile bankalar, bu maliyeti merkez bankasından ek borçlanma ile telafi edebilmektedir. Ancak TCMB burada faiz koridoru uygulaması ile bankaların telafi ettiği bu oranın maliyetini ayarlayabilmektedir. Haftalık repo fonlamasının azaltılarak marjinal fonlamanın artırılması, bankanın yüksek maliyetle borçlanmasına sebep olacağı için, bankalar kredi arzını azaltmaktadır. Böylece faizler artmadığı için sermaye girişinde de düşüş yaşanmaktadır (Çevik, 2016: 714).

Grafik 3'de TCMB'nin 2010 yılından 2017 yılının ilk yarısına kadar 6 aylık verilerle TCMB brüt döviz ve altın verileri gösterilmiştir. TCMB'nin rezerv opsiyon mekanizmasını ilk olarak kullanmaya başladığı 2011 yılının Eylül ayından itibaren 2014 yılının ikinci yarısına kadar genel olarak arttığı görülmüştür. 2011 yılının Eylül ayında zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmının dolar ve/veya euro

cinsinden tutulabilme imkanı sağlanmıştır. Daha sonra aynı yılın Ekim ayı itibariyle rezerv opsiyon oranı önce %20'ye daha sonra %40'a yükseltilmiştir. Bundan sonra kademeli olarak Ağustos ayına kadar oranlar yükseltilmiştir.

Grafik 3. 2010-2017 Yılları Arasında TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri



Kaynak: TCMB

Özellikle 2014 yılının ikinci yarısından 2016 yılına kadar geçen sürede döviz rezervlerinde düşüş yaşandığı görülmüştür. Bu durum küresel piyasalardaki belirsizlikler ve döviz kurundaki dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır (Çetin, 2016: 96). Döviz rezervlerindeki artış, finansman ihtiyacının artması durumunda bankalara kolaylık sağlamaktadır.

2014 yılında taşıt kredilerindeki hızlı artış, BDDK'yı taşıt kredileri LTV oranlarında düzenleme yapmaya teşvik etmiştir. 50.000 TL veya altında bir değere karşılık gelen taşıtlar için LTV %70 olarak belirlenmiştir. 50.000 TL üzerinde bir değere sahip olan taşıtlar için LTV oranı; 50.000 TL'ye kadar bölüm için % 70'e ve 50.000 TL'yi aşan kısım için de % 50'ye ayarlanmıştır. Bu LTV oranlarının kredi olarak kullanılacak tutarı azaltması; dolayısıyla kredi arz ve talebini etkilemesi amaçlanmıştır. Ayrıca dolaylı olarak varlık fiyatlarını da azaltması amaçlanmıştır.

(TCMB, 2014b: 55). Taşıt kredilerindeki artışın sınırlanması amacıyla LTV oranlarında yapılan düzenlemelerle, krediler üzerindeki risk azaltılmaya çalışılmıştır.

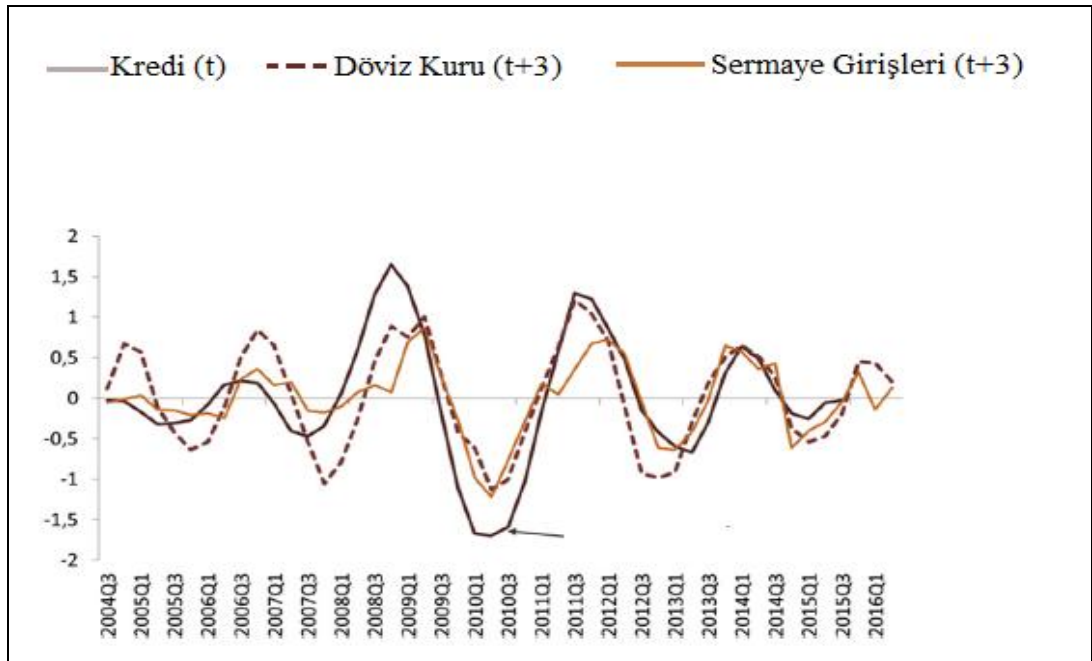
Borçlanma düzeyinin yüksek olması, küresel finansal krizin nedenlerinden biri olarak görülmektedir. Bu durumun ortaya çıkaracağı olumsuzlukları sınırlamak, finansal sistemin istikrarı açısından önem kazanmaktadır. Türkiye’de bankacılık sektörünün kaldıraç oranı 2005 yılından beri %8 seviyelerindedir. Bu tür borçluluk seviyesinin yüksek oranlarda olmasının ortaya çıkarabileceği riskleri sınırlayabilmek amacıyla, 2012 yılının Aralık ayında, borçluluklarını yükselten bankalara ilave olarak zorunlu karşılık yükümlülüğü getiren kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması getirilmiştir. 2013 yılı son çeyrek ortalama kaldıraca oranı % 3-3,5 arasında bulunan bankalara 2014 yılından itibaren 1- 2 puan aralığında ek olarak zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir (TCMB, 2013b: 87). Kaldıraç oranlarının yüksek olması, bankaların kırılganlığını artırarak finansal sistemin bütününe olumsuz yönde etki etmektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi döviz rezervlerinin artırılması, dalgalanma döneminde bankalara direnç sağlamaktadır. TCMB bunlara ek olarak 2015 yılında, zorunlu karşılıkların TL olarak alınan kısmına yönelik faiz uygulamasını başlatmıştır. Bu uygulamanın amacı, bankaların çekirdek fonlama kaynak kullanımı artırmaktır. (TCMB, 2015b: 27).

2016 yılından itibaren para politikasında sadeleşmeye gidilmiştir. Bu çerçevede, Mart–Eylül 2016 döneminde koridorun üst bandı kademeli olarak indirilmiştir. 2016 yılı Ağustos ve Eylül aylarında Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimleri için toplamda 100 baz puan indirilmesiyle sisteme yaklaşık 2,3 milyar TL likidite sağlanmıştır. Ayrıca ROM kapsamında yapılan düzenlemelerle, 2016 yılında piyasaya yaklaşık 4,1 milyar ABD doları likiditesi sağlanmıştır (TCMB, 2016). 2015 yılından itibaren kredilerdeki hem makro ihtiyati politikalar hem de yurtiçi ve yurtdışı sebeplerden dolayı meydana gelen kredi büyüme oranlarındaki yavaşlama; makro ihtiyati politikadaki genişlemeler sayesinde 2017 yılının ilk yarısında toparlanma seyri göstermektedir (TCMB, 2017).

TCMB'nin 2010 yılından sonra yeni politika birleşimi çerçevesinde kullandığı araçlarda politika faizleri fiyat istikrarı için kullanılırken, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması ve zorunlu karşılıklar gibi birçok makro ihtiyati politikalar da sermaye akımlarındaki dalgalanmalar sebebiyle oluşan finansal sıkıntıları gidermek amacıyla kullanılmıştır. TCMB'nin bu anlamda para politikasını finansal istikrar amacıyla kullanmadığı da görülmektedir (Çamlıca, 2016). Finansal istikrar ve para politikası amaçları için kullanılacak araçları bu anlamda farklılaştırmıştır. Politikaların hedeflerinin ayrı tutulması göstermektedir ki, 2010 yılından sonra uygulanan makro ihtiyati araçlar 2008 küresel finansal krizden çıkmak amacıyla FED'in uyguladığı geleneksel olmayan politikaların etkilerini azaltmak için kullanılmıştır.

Grafik 4. Net Sermaye Akımları, Reel Döviz Kuru ve Kredi İlişkisi

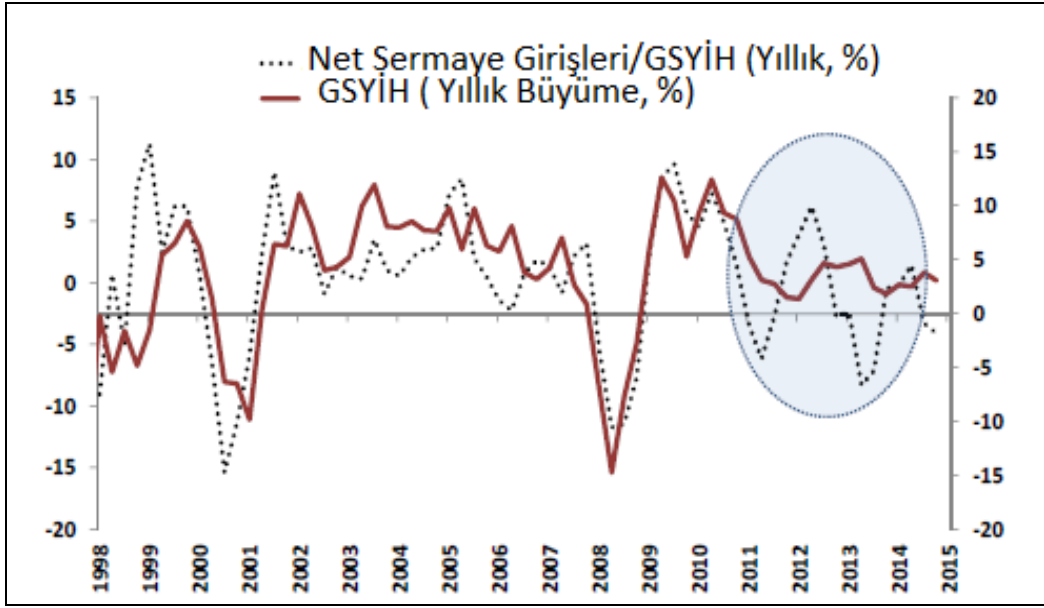


Kaynak: (Kara, 2016)

Türkiye’de makro ihtiyati politika araçlarının kullanılmasındaki başka bir sebep, sermaye akımlarının etkilerini artıran kanalları da zayıflatmaktır. Türkiye’de sermaye akımları, döviz kuru ve kredilerin döngüsel bileşenlerine bakıldığında, sermaye akımlarının bu iki bileşen ile gecikmeli olarak birbirine yakın ilerlediği görülmüştür. Dolayısıyla bu durum, bahsedilen üç bileşen arasındaki ilişkiyi meydana çıkarmış ve sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerindeki etkisinin

azaltılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Ancak Grafik 4'e bakılarak anlaşıldığı üzere, 2010 yılından sonra makro ihtiyati politikaların uygulamaya konması ile döngülerin büyüklüğünün azaldığı görülmüştür. Bu durum makro ihtiyati politikaların, sermaye hareketlerinin bu iki bileşen üzerindeki baskısını sınırlamada etkili olabileceğini göstermektedir (Kara, 2016: 90).

Grafik 5. Net Sermaye Girişleri ve GSYİH Büyüme Oranı



Kaynak: (Kara, Özlü, & Ünalı, 2015)

Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikaların belirlenen bir dönem içinde başarıya ulaşp ulaşmadığını anlamak ise, yurtiçindeki ekonomik faaliyetlerin sermaye akımlarına karşı duyarlılığının azalıp azalmadığına bakılarak anlaşılabilir. Başka bir deyişle sermaye akımlarındaki dalgalanmanın, ekonomik faaliyetlerde de aynı şekilde bir dalgalanmaya sebep olması, finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Çünkü bu durum ülke ekonomisinin, sermaye hareketlerinin giriş ve çıkışına fazlaca duyarlı olduğunu göstermektedir. Türkiye’de makro ihtiyati politikaların aktif olarak uygulanmaya başlandığı 2010 sonrası döneme bakıldığında ise, iki değişken arasındaki ilişkinin giderek zayıfladığı görülmüştür. Grafik 5’te, özellikle 2011 yılı sonrasındaki dönemde GSYİH büyümesi

ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiye bakıldığında birbirinden uzaklaştığı izlenmiş ve sermaye hareketlerindeki dalgalanmanın GSYİH büyümesinde aynı derecede bir dalgalanmaya sebep olmadığı görülmüştür (Kara, 2016: 91). Küresel finansal krizden sonra, Türkiye’de olumsuz etkilerin yayıldığı alanın sermaye hareketleri olması sebebiyle, finansal sistemdeki herhangi bir unsurun sermaye akımlarına karşı duyarlılığının ele alınması, makro ihtiyati politikaların etkinliği hakkında fikir vermektedir.

SONUÇ

2008 küresel finansal kriz, ABD'nin finansal piyasalarında başlayıp ABD'nin reel ekonomisini etkilemiş ve daha sonra dünyaya yayılarak küresel bir kriz haline gelmiştir. Krizin finansal piyasalarda çıkmış olması ve ekonomideki etkilerinin çok ciddi düzeyde olması, finansal sistemdeki kırılganlıkların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Krizin ortaya çıkışı birçok nedene bağlansa da, krizin sonuçlarına bakıldığında politika anlamında iki önemli düşünce dikkat çekmiştir. Bunlardan ilki para politikası hedeflerinin finansal istikrarı sağlamadığıdır. Krizin ABD'de faizlerin düşük düzeyde seyrettiği bir dönemde çıkması ve krizden çıkış sürecinde de geleneksel para politikası uygulamalarının yetersiz kalması, bu düşüncüyü doğrulamaktadır. İkincisi, riskler ele alınırken finansal kurumların tek olarak incelenmesi, finansal sistemin bütünündeki risklerin sınırlandırıldığı anlamına gelmediği ve risklere yönelik makro bakış açısının gerektiğidir. Krizden sonra anlaşılan bu gerçekler, araştırmacılar ve merkez bankalarını finansal istikrarda yeni bir bakış açısına ve finansal istikrara yönelik uygulanan makro ihtiyati politikalara yöneltmiştir.

Küresel finansal krizin, Türkiye de dahil gelişmekte olan ülkelere etkisi özellikle, krizden çıkmak amacıyla ABD'nin uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası uygulamaları üzerinden olmuştur. Uygulanan politikalar, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yaşanmasına yol açmıştır. Sermaye akımları döviz kuru, cari denge ve kredilerdeki hızlı artış üzerinde etkili olabilmektedir. Ülke para birimlerinin değerlenmesi dış ticaret açıklarının yükselmesine ve cari dengenin bozulmasına sebep olmaktadır. Kredilerdeki hızlı genişleme ise hem varlık fiyat balonlarını tetikleyebilmekte hem de kredilerdeki koşulların gevşemesine neden olmaktadır. Ayrıca kısa vadeli sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelerin dış finansmana bağılılığını artırabilmekte ve bu sermaye akımlarının ülkeden çıkması ihtimalinde de finansal sistemlerini kırılgan hale getirmektedir.

Verilen bu bilgiler ışığında Türkiye'ye bakıldığında, 2008 küresel finansal kriz ve sonrasında ABD tarafından uygulanan politikaların, Türkiye ekonomisinde sermaye kanalı üzerinden etkili olduğu görülmüştür. Türkiye'nin, özellikle FED'in

uyguladığı geleneksel olmayan para politikası dönemlerinde yoğun sermaye girişine maruz kaldığı görülmüştür. Bunun bir sonucu olarak hem kredilerde hızlı artış yaşandığı hem de dış ticaret açığının arttığı gözlemlenmiştir. Bu olumsuz etkilerin finansal istikrarı tehdit edebilme olasılığı reel sektör üzerinde de olumsuz etkiler yaratacağından, TCMB 2010 yılından sonra bu etkileri en aza indirmek amacıyla makro ihtiyati politikalara yönelmiştir.

Finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulanan politikalardaki farklılaşmanın daha net bir şekilde anlaşılabilmesi için iki ayrı dönem ele alınmış, TCMB'nin 2001-2008 dönemindeki ve 2008 küresel finansal kriz sonrasındaki politikaları incelenmiştir. 2001 krizi ile başlayan süreçte özellikle bankacılık alanında yapısal reformların hayata geçirilmesi, bankacılık sektörünün sağlamlaşmasında ve dayanıklılık kazanmasında etkili olmuştur. Bu dönemde finansal istikrar açısından yapılan en büyük yeniliklerden birisi kuşkusuz finansal istikrarın TCMB Kanunu'na girmesi olmuştur. 2001 yılında yaşanan kriz, Türkiye'nin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanmıştır. Bu süreçte finansal sistemi sağlamlaştırmak adına atılan önemli adımlar, 2008 yılındaki küresel finansal krizin olumsuz etkilerinin azaltılması açısından destekleyici etkiler yaratmıştır. 2010 sonrası dönemde ise finansal istikrar amacıyla aktif olarak makro ihtiyati politikaların uygulandığı ve 2011 yılında da Finansal İstikrar Komitesi'nin kurulmasıyla hem sistemik riskin izlendiği hem de resmi bir altyapının oluşturulduğu dönem olmuştur.

TCMB, sermaye girişlerinin yarattığı yukarıda bahsedilen olumsuz etkileri sınırlayabilmek amacıyla 2010 yılından sonra birçok makro ihtiyati politika araçları uygulamaya sokmuştur. Uygulanan makro ihtiyati politika araçlarının genellikle kredilerin aşırı büyümesini azaltmaya yönelik olarak uygulandığı görülmüştür. Zorunlu karşılık oranları yükseltilerek, bankaların ya kredi miktarının düşürülmesi ya da kredi faizlerini yükseltmesi sağlanarak kredilerdeki büyüme kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Zorunlu karşılıklar kapsamında uygulamaya konulan rezerv opsiyon mekanizması ile hem piyasadaki likidite miktarı kontrol altına alınması hem de bankaların döviz biriktirmesi amaçlanmıştır. Döviz rezervlerinin, sermayedeki dalgalanmalara karşı bankaların dayanıklılığını artırdığı görülmüştür. Bu bağlamda, politika aracının kullanılmaya başlanmasından sonra TCMB'nin brüt döviz

rezervlerinde artış yaşandığı görülmüştür. Rezerv opsiyon oranı ayrıca sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmak amacıyla da kullanılmıştır. Böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Türkiye’de uygulanan faiz koridoru uygulaması, para politikası aracı olmakla birlikte 2010 yılından sonra asimetrik faiz koridorunun oluşturulması ile finansal istikrara katkı sağlanmaya çalışılmıştır. Sermaye giriş çıkışlarını kontrol altına almak amacıyla konjonktüre göre faiz koridorunun üst ve alt bantlarında oynama yapılarak sermaye akımları kontrol altına alınmaya çalışılmıştır.

Türkiye’ye bakıldığında makro ihtiyati politika uygulamaların etkisini kavrayabilmek amacıyla özellikle döviz kuru ve krediler üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Bu bağlamda yapılan çalışmalara bakılarak, özellikle 2011 yılından sonra makro ihtiyati politikaların uygulanması ile döviz kuru ve kredilerdeki büyümenin sermaye hareketlerindeki dalgalanmaya olan duyarlılığının azaldığı görülmüştür. Bu durum uygulanan makro ihtiyati politikaların, sermaye hareketlerinin finansal sistemde yaratabileceği olumsuz etkileri azalttığı anlamına gelmektedir.

Sermaye hareketleri, Türkiye ekonomisi açısından 2008 küresel finansal krizden önce de ekonomik faaliyetlerde etkili olan bir durumdur. Bu anlamda makro ihtiyati politikaların etkinliğini kavrayabilmek amacıyla 2010 öncesi ve sonrası dönem incelenmiştir. Makro ihtiyati politikaların bu konudaki etkinliğini gözlemleyen çalışmalar, sermaye hareketlerinin ekonomik büyümede ne kadar etkili olduğunu incelemiştir. Yapılan çalışmalar, makro ihtiyati politikaların uygulamaya konulduğu 2010 yılından sonra, ekonomideki büyümenin sermaye hareketlerine olan duyarlılığının azaldığını göstermiştir. Başka bir deyişle sermaye hareketlerinde dalgalanma devam etmesine rağmen ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmanın azaldığı ve ekonominin istikrarlı bir şekilde büyümeye devam ettiği görülmüştür.

KAYNAKÇA

- Adrian, T,
Nellie Liang "Monetary Policy, Financial Conditions and Financial Stability", **FRBNY Staff Reports**, Sayı: 690, 2016
- Ahlgren, N,
Jan Antell "Stock market linkages and financial contagion: A cobreaking analysis", **Quarterly Review of Economics and Finance**, Sayı: 50, 2010, s.157–166.
- Allen, F,
Elena Carletti "Systemic Risk and Macroprudential Regulation" ,**The Global Macro Economy and Finance**, Palgrave Macmillan UK, 2012, s. 191-210.
- Alper, K,
S. Tolga Tiryaki "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 8, 2011, s. 1–10.
- Alptekin, E. "Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü", **İzmir Ticaret Odası Ar&Ge Bülten**, Nisan, 2009, s. 11–16.
- Anfa, S. "The Financing Crunch and The Macroprudential in Indonesia", 2016, (Çevrimiçi)
https://www.researchgate.net/publication/293377098_THE_FINANCING_CRUNCH_AND_THE_MACROPRUDENTIAL_IN_INDONESIA, s.108-120, 2 Ocak 2017
- Arıcan, E
Güçlü Okay "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği", **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1, 2014, s.1–50.
- Banco Central do Brasil. "Financial Stability Report", Cilt: 15, Sayı: 2, 2016, s. 1–58.
- Başçı, E
Hakan Kara "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 11/08, 2011, s.1-18
- Bernanke, B. "Four Questions About the Financial Crisis", 2009, (Çevrimiçi)
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke2009>

- Binici, Mahir, "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", **TCMB et. al Ekonomi Notları**, Sayı: 20, 2013, s. 1–16.
- Bordo, M, "Real Versus Pseudo-international Systemic Risk: Some Lessons From History", **NBER Working Paper**, Sayı: 5371, 1995
- Bruce Mizrach, Anna Schwartz
- Borio, C. "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?", **BIS Working Papers**, No: 128, 2003, s.181–215.
- Borio, C. "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?", **BIS Working Papers**, No: 353, 2011, s.1-17
- Cashin, Paul, et. Al "India: Selected Issues", **IMF Country Report**, Cilt: 76, Sayı: 16, 2016, s. 1–49.
- Cerutti, E, Stijn "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies : New Evidence", **IMF Working Paper**, Cilt: 15, Sayı: 61, 2015
- Claessens, Luc Laeven
- Chakrabarty, K. C. "Framework for the Conduct of Macroprudential Policy in India: Experiences and Perspectives", **Banque de France Financial Stability Review**, Sayı: 18, 2014, s. 131–144.
- Claessens, S. "An Overview of Macroprudential Policy Tools", **IMF Working Paper**, No: 14/214, 2014, s. 1–37.
- Claessens, Stijn, et al. "Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis", **IMF Working Papers**, No: 10/44, 2010, s. 1–40.
- Clement, P. "The term “ Macroprudential ”: Origins and Evolution", **BIS Quarterly Review**, Sayı: Mart, 2010, s. 59–67.
- Crockett, A. "Marrying The Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability", **BIS Speeches**, Sayı: 21, 2000, s. 1–7.
- Çamlıca, F. "Responsiveness of Monetary Policy to Financial Stress in Turkey", **Central Bank Review**, Sayı: 16, 2016, s. 143–150.

- Çetin, M. Ö. "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 14, 2016, s. 67–102.
- Çevik, F. "Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 57, 2016, s. 710–718.
- De Nicolò, G, "Externalities and Macroprudential Policy", **Journal of Giovanni Finacial Perspectives**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2012, s. 1–11.
- Favara, Lev
Ratnovski
- Eğilmez, M. "Parasal Genişleme Uygulamaları", 2015, (Çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2015/09/parasal-genisleme-uygulamalar.html>, 15 Mayıs 2016.
- Eğilmez, M. "**Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**", Ed by. Saadet Özkal, 12.bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2016
- Eichengreen, B, "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets", **Emerging Poonam Gupta Markets Review**, Sayı: 25, 2015, s.1–15
- Erdönmez, P. "Aktif Menkul Kıymetleştirmesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 57, 2006, s.75–84.
- European "Financial Stability Review", 2005, (Çevrimiçi) Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview200512en.pdf?88a7948da80be37ce8af062a161e01fe>, 20 Mart 2016
- Fawley, B. W, "Four Stories of Quantitative Easing", **Federal Reserve Bank of Christopher J St. Louis Review**, Cilt: 95, Sayı: 1, 2013, s. 51–88.
- Neely
- Federal Open "Federal Reserve FOMC Statement", 2012, (Çevrimiçi) Market <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm>, 2 Şubat 2017
- Committee

- Fendoğlu, M. C. "Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyatı Araçların Etkisi: Türkiye ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı", " **EY International Congress on Economics II (EYC2015)**, November 5-6 2015, Ankara, Turkey, No: 233. Ekonomik Yaklasim Association, 2015
- Fendoğlu, S. "Credit Cycles and Macroprudential Policy Framework in Emerging Countries", **BIS Papers**, Sayı: 86, 2016, s. 17–25.
- FSB, BIS, IMF. " **Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations**", Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2009
- FSB, IMF, BIS. " **Macroprudential Policy Tools and Frameworks**", **Progress Report to G20, 2011**, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/press/p101217.htm>, 20 Nisan 2016
- Gadanecz, B, "Measures of Financial Stability – A Review", **IFC Bulletin**, Sayı: 31, 2009, s. 365–380
- Kaushik
Jayaram
Galati, G, "Macroprudential policy – A Literature Review", **BIS Working Paper**, Sayı: 337, 2011
- Richild
Moessner
Global Currency " **FX Pulse: Preparing for Volatility**", Morgan Stanley Research Team Research, 2013, (Çevrimiçi) https://www.morganstanley.com/institutional/research/pdf/FXPulse_20130801.pdf, 11 Mayıs 2017
- Göver, Z. T, "The Macro-Prudential Measures Taken in Turkey Following the 2008-2009 Global Financial Crisis", **Bulletin of Economic Theory and Analysis**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2017, s. 1–12.
- A Alper Oğuz
Grace, T, "The Instruments of Macro-Prudential Policy", **Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin**, Sayı: 1, 2015, s. 90–105.
- Niamh
Hallissey, Maria
Woods

- Gray, S. "Central Bank Balances and Reserve Requirements", **IMF Working Papers**, Cilt: 11, Sayı: 36, 2011
- Hartmann, P. "Real estate Markets and Macroprudential Policy in Europe", **European Central Bank Working Paper Series**, Cilt: 1796, Sayı: 31, 2015
- Houben, A, Jan "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, No: 101, 2004, s.1–47.
- Kakes, Garry
Schinasi
IMF "Key Aspects of Macroprudential Policy", Sayı: 140, 2013, s. 5-8, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1002/ym.20075>, 13 Nisan 2016
- İlhan, A. "Makro İhtiyatı Politikaların Genel Çerçevesi General Framework of Macroprudential Policies", **Finansal Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 52, Sayı: 608, 2015, s. 65–85.
- Jobst, A. A,
Dale F. Gray "Systemic Contingent Claims Analysis: Estimating Market-Implied Systemic Risk", **IMF Working Papers**, Cilt: 13, Sayı: 54, 2013, s. 1–92.
- Kabataş, Y. "İpotekli Konut Finansman (Mortgage) Sistemi ve Değerleme Uzmanlığı", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 80, 2007, s. 71–84.
- Kansu, A "Konut Balonundan Finansal Krize ABD Mortgage Krizi", İstanbul, Scala Yayıncılık, 2011
- Kara, H. "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 12/17, 2012
- Kara, H. "A Brief Assessment of Turkey 's Macroprudential Policy Approach: 2011-2015", **Central Bank Review**, Sayı: 16, 2016, s. 85–92.
- Kara, H, Pınar
Özlü, Deren
Ünalımsı "Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi", **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 15/13, 2015
- Karanikolos,
Marina, et. al. "Financial crisis, austerity, and health in Europe", **The Lancet**, Cilt: 381, Sayı: 9874, 2013, s. 1323–1331

- Kenç, T, M "The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central
İbrahim Turhan, Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global
Onur Yıldırım Financial Crisis", **Policy Research Working Paper**, Sayı: 5834,
2011
- King, M. "Monetary Policies and Macro-Prudential Policies", In
Conference in Memory of Tommaso Padoa-Schioppa, Rome,
2014, s. 19–26
- Küçüksaraç, D "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu
Özgür Özel Katsayılarının Hesaplanması", **TCMB Çalışma Tebliği**, No:
12/32, 2012
- Lavigne, R, "Spillover Effects of Quantitative Easing on Emerging-Market
Subrata Sarker, Economies", **Bank of Canada Review**, 2014, s. 23–33.
- Garima
Vasishtha
- Lim, Cheng "Macroprudential Policy□ : What Instruments and How to Use
Hoon, et. al. Them□ ? Lessons from Country Experiences", **IMF Working
Papers**, Sayı: 238, 2011
- McDonough, "Statement Before The Committee on Banking and Financial
W. J. Services U.S. House of Representatives", 1998, (Çevrimiçi)
<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/1998/mcd981001.html>, 2 Mayıs 2017
- Minsky, H. P "The Financial Instability Hypothesis", 1998, (Çevrimiçi)
<https://doi.org/10.2139/ssrn.161024>, 16 Temmuz 2016
- Minsky, H. P. "Finance and Stability: The Limits of Capitalism" **Levy
Economics Institute Working Paper**, Sayı: 93, 1993
- Mishkin, F. S. "Financial Instability and Monetary Policy", 2007, (Çevrimiçi)
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20071105a.htm>, 11 Mart 2016
- Mishkin, F. S. "Over the Cliff: From the Supprime to the Global Financial Crisis",
Journal of Economic Perspectives, Cilt: 25, Sayı: 1, 2011, s.
49–70.

- Mollentze, S, "A Financial Risk Indicator for South Africa", 2012, s.1–31, Bonakele (Çevrimiçi)
- Hlongwane https://scholar.google.com/scholar?q=a+financial+risk+indicator+for+south+africa&btnG=&hl=tr&as_sdt=0%2C5, 19 Mayıs 2017
- Nier, E. "Macroprudential Policy - Taxonomy and Challenges" **National Institute Economic Review**, Sayı: 216, 2011
- Nier, E, "Monetary and Macroprudential Policies - Exploring Interactions", **BIS Papers**, No: 86, 2016, s. 27–38.
- Oktar, S, Nadir "2008 Global Finans Kriizi", Parasal Aktarım Kanalları ve Eroğlu, İlhan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (Tcmb) Deneysel Eroğlu Poliitika Çabaları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B Dergisi**, Cilt: 35, Sayı: 2, 2013, s. 1–28.
- Parasız, İ. "Para Banka ve Finansal Piyasalar", 9.bs., Bursa, Ezgi Kitabevi, 2009
- Powell, J. H. "Thoughts on the Normalization of Monetary Policy", At the Economic Club of New York, 1 June 2017, New York, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20170601a.htm>, 15 Haziran 2017
- Rich, R. "The Great Recession: December 2007–June 2009", 2013, (Çevrimiçi) https://www.federalreservehistory.org/essays/great_recession_of_200709, 3 Haziran 2016
- Rosen, R. J. "The Role of Securitization in Mortgage Lending", 2007, (Çevrimiçi) <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2007/november-244>, 8 Ağustos 2016
- SARB "A new macroprudential policy framework for South Africa", **SARB Financial Stability Department**, 2016, s. 1–25, (Çevrimiçi) [https://www.resbank.co.za/Lists/News and Publications/Attachments/7547/Macroprudential policy.pdf](https://www.resbank.co.za/Lists/News%20and%20Publications/Attachments/7547/Macroprudential%20policy.pdf), 25

Şubat 2017

- Schinasi, G. J. "Defining Financial Stability", **IMF Working Papers**, No: 187, 2004
- Serel, A, "Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı: 22, 2014, s. 56–71.
- İsmail Cem Özkurt
- Simkovic, M. "Competition and Crisis in Mortgage Securitization", **Indiana Law Journal**, Cilt: 88, Sayı: 1, 2013, s. 212–71.
- Smaga, P. "The Concept of Systemic Risk", **Systemic Risk Centre Special Paper Series**, Sayı: 5, 2014, s. 134–142.
- TCMB "TCMB Yıllık Rapor 2002", **TCMB Yayını**, 2003
- TCMB "TCMB Yıllık Rapor 2005", **TCMB Yayını**, 2006
- TCMB "TCMB Yıllık Rapor 2006", **TCMB Yayını**, 2007
- TCMB "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası", 2008, (Çevrimiçi)
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/13754edf-e019-4201-bbc6-aafd79d475bc/dundenbugune_TCMB.pdf?MOD=AJPERES&CCHEID=13754edf-e019-4201-bbc6-aafd79d475bc,
17 Nisan 2017
- TCMB "Enflasyon Raporu", 2011a
- TCMB "Finansal İstikrar Raporu", TCMB Yayını, Sayı: 12, 2011b
- TCMB "Finansal İstikrar Raporu", TCMB Yayını, Sayı: 13, 2011c

- TCMB "2013 Yılı Para Ve Kur Politikası", **TCMB Yayını**, 2012a
- TCMB "TCMB Bülten", Sayı: 28, 2012b
- TCMB "TCMB Bülten", Sayı: 29, 2013a
- TCMB "Finansal İstikrar Raporu", TCMB Yayını, Sayı: 16, 2013b
- TCMB. "TCMB Bülten", Sayı: 35, 2014a
- TCMB. "Finansal İstikrar Raporu", TCMB Yayını, Sayı: 19, 2014b
- TCMB. "Finansal İstikrar Raporu", TCMB Yayını, Sayı: 20, 2015
- TCMB. "2017 Yılı Para ve Kur Politikası", **TCMB**, 2016
- TCMB. "Finansal İstikrar Raporu", TCMB Yayını, Sayı: 24, 2017
- Tiryaki, G, "Bankacılık Düzenlemeleri İle Finansal İstikrar İlişkisi: 1990- Ahmet Yılmaz 2010 Türkiye Deneyimi", **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 32, Sayı: 1, 2012, s. 69–94.
- Tüzün, O, "Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Hakan Türkiye Üzerine Bir Uygulama", **Finans Politik & Ekonomik Kahyaoğlu Yorumlar**, Cilt: 52, Sayı: 603, 2015, s. 25-45
- Vinals, J. "Central Banking Lessons from the Crisis", **IMF Policy Paper**, 2010, s. 1–42.
- Vinals, J. "Macroprudential policy: An Organizing Framework" **International Monetary Fund**, 2011, (Çevrimiçi) <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Macroprudential+Policy:+An+Organizing+Framework#1>, 2 Mart

2016

- Vural, U. "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi", **TCMB Uzman Yeterlilik Tezi**, Ankara, (Mart) 2013
- Warjiyo, P. "Indonesia : Global Spillover and Policy Response", 2015, s. 125–146. (Çevrimiçi) http://www.frbsf.org/economic-research/files/AEPC-Panel-Discussion-Text_Perry-Warjiyo.pdf, Ocak 2017
- Williams, J. C. "Macroprudential Policy in a Monetary Union", **Frbsf Economic Letter**, Sayı: 18, 2015, s.1–20.