



T.C.  
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI

**FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK MAKRO  
İHTİYATİ POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

(DOKTORA TEZİ)

**Ali İLHAN**

**BURSA - 2018**



T.C.  
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI

# FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(DOKTORA TEZİ)

Ali İLHAN

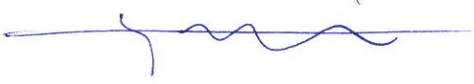
Danışman:  
Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR

BURSA - 2018

T. C.  
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim/Anasanat Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda 711311001 numaralı Ali İLHAN'ın hazırladığı "Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği" konulu Doktora Tezi ile ilgili tez savunma sınavı, 17/10/2018 Çarşamba günü ..11.00 - 13.00...saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının ..... başarılı..... (başarılı/~~başarısız~~) olduğuna ... oybirliği..... (oybirliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

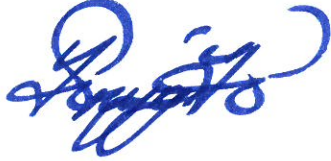
Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu  
Başkanı)  
Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR  
Bursa Uludağ Üniversitesi



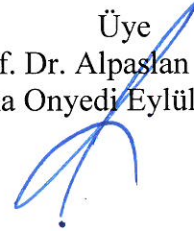
Üye  
Prof. Dr. Emin ERTÜRK  
Bursa Uludağ Üniversitesi



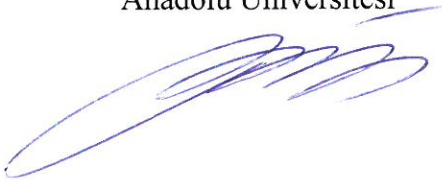
Üye  
Prof. Dr. Kadir Yasin ERYİĞİT  
Bursa Uludağ Üniversitesi



Üye  
Prof. Dr. Alpaslan SEREL  
Bandırma Onyediy Eylül Üniversitesi



Üye  
Prof. Dr. Bülent GÜNŞOY  
Anadolu Üniversitesi



17/10/2018



**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU**

**BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA**

Tarih: 28/09/2018

Tez Başlığı / Konusu: **Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği**

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam **228** sayfalık kısmına ilişkin, **28/09/2018** tarihinde şahsım tarafından “**Turnitin**” adlı intihal tespit programından (Turnitin)\* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % **4** ‘tür.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dahil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Özgünlük Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

28/09/2018

Adı Soyadı: Ali İLHAN  
Öğrenci No: 711311001  
Anabilim Dalı: İktisat  
Programı: İktisat  
Statüsü:  Y. Lisans  Doktora

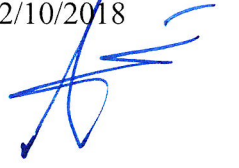
**Danışman**

**Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR**

## YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “**Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği**” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntılarının kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

02/10/2018



**Adı Soyadı :** Ali İLHAN

**Öğrenci No :** 711311001

**Anabilim Dalı :** İktisat

**Programı :** İktisat

**Statüsü :**  Y. Lisans  Doktora

## ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Ali İLHAN  
Üniversite : Bursa Uludağ Üniversitesi  
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Anabilim Dalı : İktisat  
Bilim Dalı : İktisat  
Tezin Niteliği : Doktora Tezi  
Sayfa Sayısı : XXI + 259  
Mezuniyet Tarihi : .... / .... / 20.....  
Tez Danışman(lar)ı : Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR

### FINANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK MAKRO İHTİYATI POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Great Moderation dönemine ait politika çerçevesinin, küresel finansal krizin ardından makro-finansal dengesizliklerle mücadelede yetersiz kaldığının açık bir şekilde ortaya çıkması, politika otoritelerini alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Sistemik riskleri ve bunların yol açabileceği olumsuz dışsallıkları kontrol altına almak, muhtemel şoklara karşı finansal sistemin direncini güçlendirmek ve diğer iktisat politikalarının etkinliğini arttırmak amacıyla yeni bir politika alanı olarak tanımlanan makro ihtiyati politika çerçevesi, kriz sonrası dönemde uygulanan politikaların merkezinde yer almıştır. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerin krizden çıkmak amacıyla uyguladıkları genişlemeci para politikaları ile oluşan küresel finansal döngünün beraberinde getirdiği politika açmazları, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde makro ihtiyati politikaya daha fazla ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda, kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatmak ve kredi büyüme hızını kontrol almak amacıyla finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefi ile aynı düzeye getirildiği ve para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü yeni politika bileşimi Kasım 2010'dan itibaren TCMB tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda tezimizin amacı, Türkiye'de finansal istikrarı sağlamaya yönelik makro ihtiyati politikaların etkinliğini araştırmaktır. Bu çerçevede; küresel finansal kriz sonrası uygulamaya konulan makro ihtiyati politika teorik olarak incelenmiş ve Türkiye ekonomisindeki makro ihtiyati politika uygulamaları değerlendirilerek makro ihtiyati politika duruşunun, yeni politika bileşiminin ara hedeflerinden biri olan kredi büyümesi üzerindeki etkisi ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu amaçla, Türkiye için oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi ile reel toplam kredi büyümesi arasındaki ilişki 2010:11-2017:12 dönemini kapsayacak şekilde Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) yapısal kırılmalı koentegrasyon yaklaşımı kullanılarak tahmin edilmiştir. Ampirik bulgulara göre Türkiye'de makro ihtiyati politika uygulamalarının, uzun dönemde kredi büyümesini sınırlayıcı etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Bununla

birlikte, söz konusu etkinin makro ihtiyati politika duruşunun sıkılaştırma derecesinin arttırılmasının ardından ortaya çıktığı görölmüştür.

**Anahtar Sözcükler:** Finansal İstikrar, Makro İhtiyati Politika, Para Politikası, Sistemik Risk, Merkez Bankacılığı, Kurumsal Çerçeve, Türkiye Ekonomisi, Yapısal Kırılmalı Koentegrasyon Analizi



## **ABSTRACT**

Name and Surname : Ali İLHAN  
University : Bursa Uludağ University  
Institution : Social Science Institution  
Field : Economics  
Branch : Economics  
Degree Awarded : PhD  
Page Number : XXI + 259  
Degree Date : .... / .... / 20.....  
Supervisor (s) : Assoc. Prof. Dr. Metin ÖZDEMİR

### **MACROPRUDENTIAL POLICIES FOR FINANCIAL STABILITY: EVIDENCE FROM TURKEY**

The fact that the policy framework of Great Moderation came out to be inadequate in the fight against macroeconomic imbalances following the global financial crisis led policy authorities to seek alternative policies. The macroprudential policy framework, defined as a new policy area in order to control systemic risks and the negative externalities that may be caused by them, strengthen the resilience of the financial system against possible shocks and increase the effectiveness of other economic policies, has been at the center of the policies implemented in the post-crisis period. Furthermore, the policy dilemmas caused by the global financial cycle due to the expansionary monetary policies implemented by developed countries to overcome the crisis has caused macroprudential policies to be increasingly needed by developing countries like Turkey. Accordingly, the CBRT introduced the new policy mix to be implemented as of November 2010, in which the monetary policy and macroprudential policies were carried out in unison and financial stability goals are levelled up with price stability goals in order to slow down short-term capital inflows and control the credit growth rate. In this context, the aim of this thesis is to investigate the effectiveness of macroprudential policies in terms of ensuring financial stability in Turkey. Within this framework, the macroprudential policy implemented after the global financial crisis was theoretically investigated, macroprudential policy practices applied in Turkish economy were evaluated and the impact of macroprudential policy stance on loan growth, which is one of the intermediate targets of the new policy mix, was empirically analysed. For this purpose, the relationship between the macroprudential policy index created for Turkey and the real total loan growth was estimated by utilizing Johansen, Mosconi and Nielsen's (2000) cointegration approach with structural breaks. The monthly data are used and covering the period of 2010:11-2017:12. Empirical findings indicated a limiting effect of the macroprudential policy practices in Turkey on



long-term loan growth. This limiting effect was observed to have emerged following the tightening of the macroprudential policy stance.

**Keywords:** Financial Stability, Macroprudential Policy, Monetary Policy, Systemic Risk, Central Banking, Institutional Framework, Turkish Economy, Cointegration Analysis with Structural Breaks



## ÖNSÖZ

Makro ihtiyati politikalar, küresel finansal kriz sonrası dönemde sermaye hareketlerinin yol açtığı makro-finansal dengesizliklerle mücadele eden gelişmekte olan ülkeler için bir gereklilik halini almıştır. Söz konusu dengesizliklere maruz kalma açısından bir istisna oluşturmayan Türkiye'nin de Kasım 2010'dan itibaren makro ihtiyati politikaları uygulamaya başlaması, bu tez çalışmasının başlıca gerekçesini oluşturmuştur. Bu bağlamda, çalışmada Türkiye'de finansal istikrarı sağlamaya yönelik makro ihtiyati politikaların etkinliği araştırılmıştır.

Tez çalışmam süresince tüm aşamalarda bilgisini ve desteğini benden esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR'e ne kadar teşekkür etsem azdır. Her daim göstermiş olduğu sabır, anlayış ve özverinin tez çalışmamı tamamlamamda bana büyük güç verdiğini belirtmek isterim.

Tezimin ampirik kısmıyla ilgili bana önemli yardımlarda bulunan ve mesai saatleri dışında da vakit ayıran Prof. Dr. Kadir Yasin ERYİĞİT'e ve konuyla ilgili değerli görüş ve önerilerini benden esirgemeyen Prof. Dr. Emin ERTÜRK'e teşekkür etmek borcum sayılmalıdır.

Son olarak, bu süreçte göstermiş olduğu manevi desteğiyle her zaman yanımda olan ve çalışmalarımın tamamlanmasını büyük bir sabır ve anlayışla bekleyen sevgili eşim Lutfiye TAN İLHAN'a sonsuz teşekkür ederim. Ayrıca bu günlere ulaşmamda haklarını hiçbir zaman ödeyemeyeceğim annem Hülya ve babam Fehim İLHAN'a saygı ve şükranlarımı sunarım.

Bursa, 2018

Ali İLHAN

## İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI .....	ii
YEMİN METNİ .....	iv
ÖZET .....	v
ABSTRACT .....	vii
ÖNSÖZ .....	ix
İÇİNDEKİLER .....	x
TABLolar .....	xiv
ŞEKİLLER .....	xvi
GRAFİKLER .....	xvii
KISALTMALAR .....	xix
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA: TEORİK ÇERÇEVE ve FİNANSAL İSTİKRAR AMACININ ORTAYA ÇIKIŞI

1. FİYAT İSTİKRARI ve FİNANSAL İSTİKRAR: KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	7
1.1. Fiyat İstikrarının Anlamı ve Önemi .....	7
1.1.1. Para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarı .....	7
1.1.2. Pozitif enflasyon lehine argümanlar .....	8
1.2. Finansal İstikrarın Anlamı ve Önemi .....	10
1.2.1. Finansal istikrarın tanım sorunu .....	12
1.2.2. Finansal istikrarın ölçümü ve finansal istikrar göstergeleri.....	15
2. BİR AMAÇ OLARAK FİNANSAL İSTİKRARIN ORTAYA ÇIKIŞ SÜRECİ.....	18
2.1. Küresel Finansal Kriz: Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara .....	19
2.1.1. Kriz öncesi dönem: Fiyat istikrarı ve enflasyon hedeflemesi.....	22
2.1.1.1. Ayrılıktan uzlaşmaya: Yeni Neoklasik Sentez.....	22
2.1.1.2. IS-PC-MR Modeli.....	30
2.1.1.3. Uzlaşma sağlanan makroekonomik politikalar.....	35
2.1.2. Kriz sonrası dönem: Fiyat istikrarı, finansal istikrar ve enflasyon hedeflemesi	
2.1.2.1. Finansal döngülerin önemi.....	39

2.1.2.2. Parasal aktarım mekanizmalarının değişen doğası .....	44
2.1.2.3. Para politikası ve finansal istikrar .....	47
2.1.2.3.1. Finansal değişkenlere yönelik politika tepkisi .....	48
2.1.2.3.2. Genişletilmiş politika kuralları: Woodford versus Svensson Modelleri .....	51
2.1.2.4. Krizden çıkarılan dersler ve uzlaşı konuları.....	58

## İKİNCİ BÖLÜM

### MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ

1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA: KAVRAMSAL ve TEORİK ÇERÇEVE.....	60
1.1. Makro İhtiyati Politikanın Tanımı.....	62
1.2. Makro İhtiyati Politikanın Gerekçesi: Sistemik Dışsallıklar.....	64
1.2.1. Sistemik riskin tanımı .....	65
1.2.2. Sistemik riskin boyutları .....	66
1.2.2.1. Zaman boyutu.....	68
1.2.2.2. Kesit boyutu .....	69
1.2.3. Sistemik dışsallıklar .....	71
1.2.3.1. Stratejik bütünleşmeler .....	71
1.2.3.2. Zararına satışlar ve kredi çöküşü.....	72
1.2.3.3. Karşılıklı bağlantılar.....	73
2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA STRATEJİSİ .....	74
2.1. Makro İhtiyati Politikanın Faaliyet Süreci .....	74
2.1.1. Ara hedefler ve nihai amaçlar .....	75
2.1.2. Göstergeler.....	78
2.1.3. Araçlar .....	80
2.1.3.1. Sistemik riskin zaman boyutuna yönelik araçlar .....	82
2.1.3.2. Sistemik riskin kesit boyutuna yönelik araçlar .....	87
2.1.3.3. Aktarım mekanizmaları.....	89
2.2. Makro İhtiyati Politika Döngüsü .....	95
2.2.1. Riskin tanımlanması ve değerlendirilmesi.....	96
2.2.2. Araçların seçimi ve kalibrasyonu .....	97
2.2.3. Politikanın uygulanması .....	100

2.2.4. Politikanın değerlendirilmesi.....	102
2.3. Makro İhtiyati Politikanın Diğer Politikalarla Etkileşimi .....	103
2.3.1. Mikro ihtiyati politika.....	104
2.3.2. Para politikası .....	105
2.3.3. Maliye politikası .....	110
2.3.4. Rekabet politikası .....	112
3. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKANIN KURUMSAL ÇERÇEVESİ.....	112
3.1. Kurumsal Çerçeve Aranan Temel İlkeler .....	114
3.2. Alternatif Kurumsal Modeller .....	116
3.2.1. Tam entegrasyon modeli.....	118
3.2.2. Ayrık model.....	120
3.2.3. Kısmi entegrasyon modeli .....	123

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK PARA POLİTİKASI ve MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA UYGULAMALARI

1. ORTODOKS ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE FİNANSAL İSTİKRAR: MALİ BASKINLIKTAN DIŞSAL BASKINLIĞA.....	126
1.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi .....	128
1.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi .....	134
1.2.1. Küresel finansal kriz ve TCMB'nin politika tepkisi.....	135
1.2.2. Kriz sonrası yeni politika arayışları .....	139
2. FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA: YENİ POLİTİKA BİLEŞİMİ ve MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR .....	144
2.1. Yeni Politika Bileşimi .....	145
2.1.1. Operasyonel çerçeve .....	146
2.1.1.1. Asimetrik faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi .....	148
2.1.1.2. Zorunlu karşılıklar.....	149
2.1.1.3. Rezerv opsiyon mekanizması.....	151
2.1.2. Kurumsal Çerçeve.....	154
2.2. Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Uygulamaları .....	157
2.2.1. Kasım 2010-Ağustos 2016 dönemi: Makro ihtiyati sıkılaştırma.....	164

2.2.2. Eylül 2016 ve sonrası dönem: Makro ihtiyati gevşetme.....	175
2.3. Politikalara İlişkin Genel Değerlendirme.....	177

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE'DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN KREDİ BÜYÜMESİNİ SINIRLAMADAKİ ROLÜ**

1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ve KREDİ BÜYÜMESİ.....	193
2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ENDEKSİ.....	198
3. EKONOMETRİK YÖNTEM .....	201
3.1. Lee ve Strazizich (2003) Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi.....	201
3.2. Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) Yapısal Kırılmalı Koentegrasyon Yaklaşımı.....	203
4. VERİ SETİ.....	206
5. AMPİRİK BULGULAR .....	208
5.1. Yapısal Kırılmalı Birim Kök Test Sonuçları.....	209
5.2. Yapısal Kırılmalı Koentegrasyon Test Sonuçları.....	212
5.2.1. İz testi istatistikleri.....	212
5.2.2. VECM kısıtlama test istatistikleri.....	213
SONUÇ .....	216
KAYNAKLAR .....	228
EKLER.....	254
ÖZGEÇMİŞ .....	259

## TABLULAR

Tablo 1. Temel Finansal Sağlamlık Göstergeleri.....	16
Tablo 2. Destekleyici Finansal Sağlamlık Göstergeleri.....	17
Tablo 3. Geleneksel Clean-Lean Tartışmasının Boyutları.....	48
Tablo 4. Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması.....	63
Tablo 5. Sistemik Riskin Boyutları.....	67
Tablo 6. Makro İhtiyati Politikanın Ara Hedefleri ve İlgili Piyasa Başarısızlıkları .....	76
Tablo 7. Makro İhtiyati Sıkılaştırma Göstergeleri .....	79
Tablo 8. Makro İhtiyati Gevşetme Göstergeleri .....	80
Tablo 9. Makro İhtiyati Araçların Sistemik Riskin Boyutlarına Göre Sınıflandırılması	82
Tablo 10. Makro İhtiyati Ara Hedefler ve Göstergeler.....	96
Tablo 11. Makro İhtiyati Ara Hedefler ve Araçlar .....	98
Tablo 12. Para Politikasının Finansal İstikrar Üzerindeki Etkileri .....	106
Tablo 13. Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Arasındaki Muhtemel Çatışma Durumları .....	109
Tablo 14. Makro İhtiyati Politika Sürecinde Yer Alan Kurumlar .....	113
Tablo 15. Alternatif Kurumsal Modeller .....	117
Tablo 16. Tam Entegrasyon Modelinin Güçlü ve Zayıf Yanları .....	119
Tablo 17. Ayrık Modelin Güçlü ve Zayıf Yanları .....	122
Tablo 18. Kısmi Entegrasyon Modelinin Güçlü ve Zayıf Yanları.....	124
Tablo 19. Temel Ekonomik Göstergeler: 1995-2001 (GSMH'ye Oranı).....	126
Tablo 20. Kamu Kesimine İlişkin Göstergeler: 2002-2005 (GSYİH'ye Oranı).....	130
Tablo 21. Bankacılık Sektörüne İlişkin Seçilmiş Bilanço Oranları: 2002-2005.....	132
Tablo 22. Yeni Politika Bileşimi.....	145
Tablo 23. Türkiye'de Yeni Politika Bileşimi Çerçevesinde Uygulanan Makro İhtiyati Tedbirler .....	159
Tablo 24. Temel Ekonomik Göstergeler: 2010-2017 .....	178
Tablo 25. Kamu Kesimine İlişkin Göstergeler: 2010-2017 (GSYİH'ye Oranı).....	179
Tablo 26. Bankacılık Sektörüne İlişkin Seçilmiş Bilanço Oranları: 2010-2017.....	188
Tablo 27. Makro İhtiyati Politikaların Kredi Büyümesi Üzerindeki Etkilerini Araştıran Ampirik Çalışmalar .....	195

Tablo 28. Veri Setine İlişkin Açıklayıcı İstatistikler .....	207
Tablo 29. Lee ve Strazizich Yapısal Kırılmalı Birim Kök Test Sonuçları .....	209
Tablo 30. İz Testi İstatistikleri .....	213
Tablo 31. Uzun Dönem Kırılma Test İstatistikleri.....	214
Tablo 32. Zayıf Dışsallık Test İstatistikleri.....	214
Tablo 33. Uzun Dönem Tahmin Sonuçları .....	215





## ŞEKİLLER

Şekil 1. Minsky-Taylor Eğrisi.....	47
Şekil 2. Finansal Döngü ve Sistemik Riskin Gelişimi.....	69
Şekil 3. Zararına Satış Döngüsü.....	72
Şekil 4. Makro İhtiyati Politikanın Faaliyet Süreci.....	75
Şekil 5. Arttırılan Sermaye Yeterlilikleri veya Karşılıkların Aktarım Haritası .....	90
Şekil 6. Arttırılan Likidite Yeterliliklerinin Aktarım Haritası .....	92
Şekil 7. Düşürülen LTV ve DTI Tavanlarının Aktarım Haritası .....	93
Şekil 8. Makro İhtiyati Politika Döngüsü .....	95
Şekil 9. Makro İhtiyati Araçların Arzu Edilen Karakteristikleri.....	99
Şekil 10. Makro İhtiyati Politikanın Diğer Politikalarla Karşılıklı Etkileşimi.....	103
Şekil 11. Para Politikası ile Makro İhtiyati Politika Arasındaki Etkileşim.....	108
Şekil 12. Fiyat İstikrarını ve Finansal İstikrarı Sağlayan Faiz Eğrileri.....	143
Şekil 13. Yeni Para Politikası Stratejisinin Genel Çerçevesi.....	146
Şekil 14. Yeni Politika Bileşiminin Operasyonel Çerçevesi.....	147
Şekil 15. Asimetrik Faiz Koridoru .....	148
Şekil 16. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Kullanımına Dair Bir Örnek.....	152
Şekil 17. Otomatik Dengeleyici Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	153
Şekil 18. Finansal İstikrar Komitesi ve Kurumların Sorumluluk Alanları .....	155

## GRAFİKLER

Grafik 1. Politika Faizlerinde Taylor Kuralından Sapma Oranı .....	21
Grafik 2. Kriz Öncesi Dönemde Üretim Açığı, Çekirdek Enflasyon ve Finansal Göstergeler .....	38
Grafik 3. Konjonktürel Döngü ve Finansal Döngü .....	40
Grafik 4. Finansal Döngü ve Finansal Kriz İlişkisi.....	42
Grafik 5. Makro İhtiyati Araç Kullanım Endeksi .....	61
Grafik 6. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları: 2002-2005 .....	130
Grafik 7. Reel Efektif Döviz Kuru: 2003-2005 .....	131
Grafik 8. Kredi Piyasasındaki Gelişmeler: 2002-2005 .....	133
Grafik 9. EMBI (Blended Spread) Türkiye: 2002-2009 .....	134
Grafik 10. Reel Efektif Döviz Kuru: 2006-2009 .....	136
Grafik 11. Politika Faiz Oranı ve BPP/ON Faiz Oranı: 2006-2009.....	137
Grafik 12. Kredi Piyasasındaki Gelişmeler: 2006-2009 .....	138
Grafik 13. Küresel Finansal Kriz Sonrası Dönemde Reel Kredi Büyümesi ve Reel Efektif Döviz Kuru.....	141
Grafik 14. Küresel Finansal Kriz Sonrası Dönemde Cari Açık ve Finansmanı.....	142
Grafik 15. Faiz Oranları ve TL Zorunlu Karşılık Oranları: Mayıs 2010-Aralık 2011..	164
Grafik 16. Faiz Oranları: Ocak 2012-Nisan 2013 .....	168
Grafik 17. Döviz Olarak Tutulabilecek Zorunlu Karşılıkların Rezerv Opsiyon Oranları ve Rezerv Opsiyon Katsayıları: Eylül 2011-Aralık 2013 .....	169
Grafik 18. Faiz Oranları: Mayıs 2013-Ağustos 2016.....	171
Grafik 19. YP Zorunlu Karşılık Oranları: Kasım 2010-Ağustos 2016 .....	173
Grafik 20. Döviz Olarak Tutulabilecek Zorunlu Karşılıkların Rezerv Opsiyon Oranları ve Rezerv Opsiyon Katsayıları: Ocak 2014-Ağustos 2016.....	173
Grafik 21. Faiz Oranları: Eylül 2016-Aralık 2017.....	176
Grafik 22. Büyüme ve Cari Açık: 2010-2017 .....	180
Grafik 23. Cari Açık ve Finansmanı: Kasım 2010-Aralık 2017 .....	181
Grafik 24. Net Sermaye Hareketleri ve Toplam Kredi Büyüme Oranı: Kasım 2010-Aralık 2017 .....	182
Grafik 25. Brüt Dış Borç Stoku: 2010-2017 (GSYİH'ye Oranı).....	183
Grafik 26. Dış Borç Büyüme Oranı: 2010-2017 .....	183

Grafik 27. Kredi/GSYİH Açığı ve Toplam Kredi Büyüme Oranı: 2010-2017.....	185
Grafik 28. Tüketici Kredileri ve Bireysel Kredi Kartları Büyüme Oranı: Kasım 2010- Aralık 2017 .....	186
Grafik 29. TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri: Kasım 2010-Aralık 2017 .....	187
Grafik 30. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları: 2010-2017 .....	189
Grafik 31. Reel Efektif Döviz Kuru: Kasım 2010-Aralık 2017.....	190
Grafik 32. Makro İhtiyati Politika Endeksi.....	200
Grafik 33. Reel Kredi Büyümesinin Yapısal Kırılmaları.....	210
Grafik 34. Makro İhtiyati Politika Endeksinin Yapısal Kırılmaları.....	210
Grafik 35. Reel Getiri Oranının Yapısal Kırılmaları .....	211
Grafik 36. CDS Priminin Yapısal Kırılmaları .....	212

## KISALTMALAR

<b>Kısaltma</b>	<b>Bibliyografik Bilgi</b>
AIC	: Akaike Information Criteria (Akaike Bilgi Kriteri)
AOFM	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BOE	: Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
BPP/ON	: Bankalararası Para Piyasası Gecelik Faiz Oranı
CGFS	: The Committee on the Global Financial System (Küresel Finansal Sistem Komitesi)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DSGE	: Dynamic Stochastic General Equilibrium (Dinamik Stokastik Genel Denge Modelleri)
DTI	: Debt-to-Income (Borç-Gelir Oranı)
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
ESRB	: European Systemic Risk Board (Avrupa Sistemik Risk Kurulu)
FED	: Federal Reserve (Amerikan Merkez Bankası)
FİK	: Finansal İstikrar Komitesi
FSA	: Financial Services Authority (Finansal Hizmetler Otoritesi)
FSB	: Financial Stability Board (Finansal İstikrar Kurulu)
FSOC	: Financial Stability Oversight Council (Finansal İstikrar Gözetim Konseyi)
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GLP	: Geç Likidite Penceresi
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
G-SIFI	: Global Systemically Important Institutions (Sistemik Öneme Haiz Küresel Kurumlar)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KGF	: Kredi Garanti Fonu
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

LCR	: Liquidity Coverage Ratio (Likidite Karşılama Oranı)
LM	: Lagrange Çarpanları (Lagrange Multipliers)
LR	: Likelihood Ratio (Olabilirlik Oranı)
LTD	: Loan-to-Deposit (Kredi-Mevduat Oranı)
LTV	: Loan-to-Value (Kredi-Teminat Oranı)
MR	: Monetary Rule (Parasal Kural)
NBER	: National Bureau of Economic Research (Amerikan Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Merkezi)
NDV	: Net Dış Varlıklar
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
NSFR	: Net Stable Funding Ratio (Net İstikrarlı Fonlama Oranı)
O-SIFI	: Other Systemically Important Institutions (Sistemik Öneme Haiz Diğer Kurumlar)
PC	: Phillips Curve (Phillips Eğrisi)
PPK	: Para Politikası Kurulu
QE	: Quantitative Easing (Miktarsal Genişleme)
RKT	: Reel Konjonktür Teorisi
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
SIFI	: Systemically Important Financial Institutions (Sistemik Öneme Haiz Finansal Kurumlar)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SRB	: Systemic Risk Buffer (Sistemik Risk Tamponu)
SRDG	: Sistemik Risk Değerlendirme Grubu
TBTF	: Too Big To Fail (Batmayacak Kadar Büyük)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
WB	: World Bank (Dünya Bankası)

YNS : Yeni Neoklasik Sentez  
YP : Yabancı Para  
ZLB : Zero Lower Bound (Sıfır Alt Sınırı)



## GİRİŞ

1990'lı yılların ortalarından itibaren gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde tarihsel ortalamaların üzerinde seyreden büyüme oranları ve fiyat istikrarı ile yeni bir döneme girildiği görülmüştür. “*Great Moderation*” olarak anılan bu dönemde verimlilik artışlarının şekillendirdiği arz yönlü büyüme ile enflasyonist baskılar kontrol altına alınmış ve makroekonomik istikrar sağlanmıştır. Makroekonomik performans artışının temelinde uygulanan iktisat politikalarının önemli rol oynadığı konusunda gerek akademisyenler gerekse politika yapımcılar arasında bir uzlaşma mevcuttur.

Great Moderation döneminde iktisat politikası çerçevesine ilişkin hakim görüş, fiyat istikrarı sağlandığında finansal istikrarın da otomatik olarak sağlanacağını öngörmektedir. Bu doğrultuda, para politikası stratejisi olarak benimsenen enflasyon hedeflemesi dar bir şekilde fiyat istikrarına odaklanmıştır. Enflasyon hedeflemesi altında, üretim-enflasyon değişkenliğini minimize ederek finansal istikrara katkı sağlayacağı düşünülen para politikası, aşırı kredi büyümesi ve aktif fiyat balonları gibi finansal friksiyonlarla mücadelede reaktif bir tutum sergilemiştir. Öte yandan finansal istikrarı sağlamaya yönelik düzenleme ve denetim süreçlerinde bireysel kurumların ve piyasaların güvenliğine odaklanan mikro ihtiyati yaklaşım benimsenirken finansal aracılığın ve düzenlemelerin makroekonomik ve sistemik sonuçları ihmal edilmiştir. Ancak küresel finansal kriz, fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarı garanti etmediğini açık bir şekilde ortaya koymuştur.

Krizin temel politika çıkarımlarından biri, fiyat istikrarının finansal istikrar için gerekli fakat yeterli bir koşul olmadığıdır. Enflasyonun düşük ve üretimin istikrarlı seyrettiği bir ortamda dahi makro-finansal dengesizliklerin birikebilmesi, para politikasının finansal istikrar ile ilgili rolünün yeniden değerlendirilmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda parasal aktarım mekanizmaları ve finansal döngülere ilişkin ortaya çıkan yeni anlayış, para politikasının finansal istikrar ile ilgili konuları dikkate alma gerekliliğinin yanı sıra çözülmesi gereken yeni değiş-tokuş durumlarını politika gündemine getirmiştir.

Krizden çıkarılan bir diğer önemli ders ise ihtiyati düzenlemeler ve denetimlerde takip edilen mikro temelli yaklaşımın finansal sistemin genelini istikrarını sağlayamayacağıdır. Finansal sistemdeki risklerin bireysel riskler toplamından ibaret olmamasına karşın mikro ihtiyati politikaların merkezinde kuruma/kişiye özgü riskler

bulunmaktadır. Bu da finansal istikrarın asıl tehdit unsuru olan sistemik risklerin ihmal edilmesine ve makro-finansal dengesizliklerin sistem içerisinde birikmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte bireysel kurumların güvenliğini sağlamaya yönelik tanımlanan standartlar, finansal sistemin ve ekonominin geneli için olumsuz dışsallıklar yaratabilecek kararların alınmasına yol açabilmektedir.

Küresel finansal kriz ile birlikte geleneksel politika çerçevesinin konjonktür yanlılığını sınırlamada ve finansal araçlar arasındaki yapısal bağlantılardan doğan kırılmalıkları azaltmada başarısız olduğunun ortaya çıkması, politika otoritelerini alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Bu doğrultuda sistemik riskleri ve bunların yol açabileceği olumsuz dışsallıkları kontrol altına almak, muhtemel şoklara karşı finansal sistemin direncini güçlendirmek ve diğer iktisat politikalarının etkinliğini arttırmak amacıyla yeni bir politika alanı olarak makro ihtiyati politika tanımlanmıştır.

Makro ihtiyati politika, anahtar finansal hizmetlerin tahsisinde meydana gelebilecek bozulmaların reel ekonomi açısından olumsuz sonuçlara yol açmasını engellemek amacıyla sistemik riski sınırlamada öncelikli olarak ihtiyati araçların kullanıldığı politikadır. Makro ihtiyati politikalar, kredi ve aktif fiyat döngülerini yöneterek sistemik riskin zaman içerisinde birikimini engellemeye çalışmaktadır. Riski bireysel kurumların kolektif davranışlarının sonucu olarak değerlendirerek araçların kalibrasyonunda kurumların sistemik önemini ve aralarındaki bağlantıları gözetmektedir. Bu bağlamda makro ihtiyati politika ile zaman ve kesit boyutundaki sistemik risklerin sınırlandırılması ve böylelikle çıktı maliyetlerinin azaltılması hedeflenmektedir.

Kavram olarak kökeni 1970'li yılların sonlarına dayanan makro ihtiyati politikanın ana hatları içinde bulunduğumuz yüzyılın başlarında belirginleşmeye başlamıştır. Yeni bir politika alanı olmasından dolayı politikayı geliştirmeye yönelik ilk çalışmalarda öncelikle kavramsal çerçeveye odaklanılmıştır. Küresel finansal krizin ardından sistemik risklerle mücadelede çok sayıda makro ihtiyati aracın tanımlanması ve bu araçların kullanımı için gerekli olan yetkinin belirli otoritelere verilmesi ile birlikte makro ihtiyati politikanın operasyonel ve kurumsal çerçevesini şekillendirmeye yönelik çalışmalar da artmıştır.

Makro ihtiyati politikanın faydaları uzun vadede ortaya çıkarken, finansal araçların karlılığına olan olumsuz etkileri kısa vadede hemen görülebilmektedir. Dolayısıyla makro ihtiyati politikanın operasyonel hale getirilebilmesi için öncelikle



somut bir politika stratejisinin ortaya konması gerekmektedir. Bu doğrultuda küresel finansal sistemin istikrarından sorumlu kurumların önderliğinde, hedeflerin net bir şekilde tanımlandığı, hedeflere ulaşmada kullanılacak araçların belirlendiği, karar verme sürecinde benimsenen yaklaşımın ortaya konduğu ve araçların beklenen etkilerinin açıklandığı bir politika stratejisi oluşturulmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte, makro ihtiyati politikanın etkin bir şekilde yürütülebilmesi için karar verme sürecinden hangi otoritelerin sorumlu olacağını, kararların nasıl alınacağını ve otoritelerin sorumluluk alanlarını açık bir şekilde ortaya koyan güçlü bir kurumsal çerçeveye gereksinim duyulmaktadır. Ülkelere özgü faktörlerin kurumsal çerçeveye ilişkin sorunlara yönelik çözüm önerilerini farklılaştırması, tüm ülkeler tarafından kullanılacak kurumsal bir kalıbın oluşmamasına ve çok sayıda kurumsal model alternatifinin geliştirilmesine yol açmıştır.

Türkiye ekonomisi, 1990'lı yıllarda verilen yüksek bütçe açıklarının bankacılık sektörünü temel aracılık fonksiyonlarından uzaklaştırarak kamu kesiminin finansman aracı haline dönüştürmesinin bedelini 2000-01 krizi ile ödemiştir. Krizin hemen ardından mali baskınlık probleminin giderilmesine yönelik olarak TCMB Kanununda köklü değişiklikler yapılmış ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasını, mali disiplinin sağlanmasını ve bir dizi yapısal reformu öngören Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı yürürlüğe sokulmuştur. Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi benimsenmiş ve kademeli bir dezenflasyonla enflasyon hedefleri fiyat istikrarı ile uyumlu hale getirilmiştir. Yeniden yapılandırılan bankacılık sektörüne yönelik düzenleme ve denetimlerde mikro ihtiyati yaklaşım takip edilmiş ve bankalar uluslararası standartlara uyumlaştırılmıştır. Böylelikle hem sektörün muhtemel şoklar karşısında dayanıklılığı artırılmış hem de kredi kanalına yeniden işlerlik kazandırılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi ile mikro ihtiyati düzenleme ve denetimlerden oluşan politika çerçevesinin, disiplinli maliye politikasının ve güçlü bankacılık sektörünün, Türkiye ekonomisini küresel finansal kriz karşısında dayanıklı kıldığı ve krizin doğru politika tepkileri ile atlatıldığı görülmüştür. Gelişmiş ülkelerin krizden çıkmak amacıyla uyguladıkları genişlemeci para politikalarının yarattığı küresel likidite bolluğunun yanı sıra düşük faizlerin süreceğine yönelik bekleyişlerin küresel yatırımcıları getiri arayışlarına yöneltmesi, 2010 yılının başından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini önemli ölçüde arttırmıştır. Gelişmiş ülkelerin genişletici para

politikalarına bağlı olarak yoğunlaşan sermaye girişlerinin, makro-finansal riskleri de beraberinde getirdiği görülmüştür.

Sermaye girişlerinin doğurduğu riskler açısından Türkiye de bir istisna değildir. Nitekim kriz öncesi benimsenen politika çerçevesinin sermaye girişlerinin yol açtığı politika açmazlarını çözümlemede yetersiz kalması, makro-finansal riskleri gözeten politika uygulamalarını kaçınılmaz hale getirmiştir. Bu doğrultuda finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefi ile aynı düzeye getirildiği ve para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü yeni politika bileşimi Kasım 2010'dan itibaren uygulanmaya başlanmıştır.

Bu açıklamalara bağlı olarak çalışmanın amacı, Türkiye'de finansal istikrarı sağlamaya yönelik makro ihtiyati politikaların etkinliğini araştırmaktır. Bu çerçevede çalışmada; küresel finansal kriz sonrası uygulamaya konulan makro ihtiyati politika teorik olarak incelenmiş ve Türkiye ekonomisinde uygulanan makro ihtiyati politika uygulamaları değerlendirilerek makro ihtiyati politika duruşunun, yeni politika bileşiminin ara hedeflerinden biri olan kredi büyümesi üzerindeki etkisi ampirik olarak analiz edilmiştir.

Bu çerçevede alışma, Türkiye'de makro ihtiyati politikaları konu alan diğer çalışmalardan ayrı olarak makro ihtiyati politika çerçevesinin bir bütün halinde değerlendirilmesi ve ampirik analizin özellikleri itibariyle bazı farklılıklara sahiptir. Bunlardan ilki, makro ihtiyati politikanın teorik temelleri işığında Türkiye'de finansal istikrarı sağlamaya yönelik para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamalarına yer verilmesidir. İkinci olarak, Türkiye'deki makro ihtiyati politika uygulamalarının etkinliğinin ampirik analizinde -daha önce yapılan çalışmalarda tercih edilen- makro ihtiyati araçlardan ziyade makro ihtiyati politika duruşunun konu alınmasıdır. Buna bağlı olarak, makro ihtiyati politika duruşunu yansıtma amacıyla Türkiye için özgün bir makro ihtiyati politika endeksi oluşturulmuş ve endekste, literatürde sıklıkla kullanılan çeyreklik yerine aylık frekanstaki veriler tercih edilmiştir.

Dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, bir amaç olarak finansal istikrarın ortaya çıkış süreci ve makro ihtiyati politika ihtiyacına dayanak oluşturan gerekçeler teorik düzlemde ele alınmaktadır. Bu doğrultuda öncelikle fiyat istikrarının ve finansal istikrarın kavramsal erevesi ortaya konulmaktadır. Kriz ncesi dönemdeki hakim para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin anlaşılabilmesi için söz

konusu politika stratejisinin teorik temelini oluşturan Yeni Neoklasik Sentezin (YNS) tanıtılması gerekmektedir. Bu amaçla, bölümün ikinci kısmı makro iktisadın YNS'ye kadar geçirmiş olduğu evrim, YNS'nin temel özellikleri ve makroekonomik modellemede yaşanan değişimlerin açıklanması ile başlamaktadır. Ardından finansal istikrarın para politikasının gündemine girmesinde önemli rolü olan risk alma kanalı ve parasal otoriteleri finansal istikrarı sağlamada alternatif politika arayışlarına iten finansal döngü kavramlarından bahsedilmektedir. Bölüm, küresel finansal krizden çıkarılan dersler ve uzlaşma konularının belirtilmesi ile son bulmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, makro ihtiyati politika çerçevesi ortaya konulmaktadır. Kavramsal ve teorik çerçeveye ilişkin açıklamalarla başlayan bu bölümde, makro ihtiyati politikanın tanımı verildikten sonra makro ihtiyati politika kullanımına gerekçe oluşturan sistemik risk ve sistemik risklerin yol açtığı dışsallıklardan bahsedilmektedir. Makro ihtiyati politikanın operasyonel çerçevesinin ele alındığı takip eden kısımda, ilk olarak politikanın faaliyet süreci açıklanmaktadır. Bu doğrultuda ara ve nihai hedefler, bu hedeflere ulaşmada kullanılacak araçlar ve uygulamayı gerektirecek göstergeler tanıtılmaktadır.

Ardından, makro ihtiyati politikanın finansal istikrarı sağlamada diğer iktisat politikalarıyla ve özellikle para politikası ile olan karşılıklı etkileşimine değinilmektedir. Söz konusu etkileşime bağlı olarak faaliyet sürecinde birden çok kurumun yer aldığı makro ihtiyati politikanın kurumsal çerçevesi ise bu bölümün son konusunu oluşturmaktadır. Bölüm, makro ihtiyati politika yetkisinin sahipliğine göre sınıflandırılan kurumsal model alternatiflerinin, müdahale kabiliyeti, müdahale etme istekliliği, hesap verebilirlik ve etkin koordinasyon gibi kriterler gözetilerek değerlendirilmesi ile tamamlanmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Türkiye'de finansal istikrarı sağlamaya yönelik para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamaları açıklanmakta ve bu politikaların - finansal istikrar öncelikli olmak üzere- makroekonomik istikrar üzerindeki etkileri değerlendirilmektedir. Çalışmada, politika uygulamalarının daha sağlıklı analizi için ilgili dönem iki alt döneme ayrılmaktadır. Dönemleştirmenin yapılmasında çalışmanın kapsamı gözetilmekte ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaların yönü esas alınmaktadır. Bu doğrultuda söz konusu dönem, Kasım 2010-Ağustos 2016 arasını içeren makro ihtiyati sıkılaştırma dönemi ve Eylül 2016 sonrasındaki uygulamaların yer aldığı

makro ihtiyati gevşetme dönemi olarak iki alt başlıkta incelenmektedir. Politika uygulamalarının temel ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri, finansal istikrar amacı çerçevesinde belirlenen ara hedeflere ulaşmadaki katkıları ve fiyat istikrarını sağlamadaki performansına ilişkin değerlendirmeler bu bölümün son kısmında yer almaktadır.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde, Türkiye'deki makro ihtiyati politika duruşunun yeni politika bileşiminin ara hedeflerinden biri olan kredi büyümesini sınırlamadaki rolü ampirik olarak analiz edilmektedir. Bu amaçla, oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi ile reel toplam kredi büyümesi arasındaki ilişki 2010:11-2017:12 dönemini kapsayan aylık verilerle koentegrasyon yaklaşımı kullanılarak tahmin edilmektedir. Tüm uzun dönemli ilişkilerin tespiti yapılırken kullanılan zaman serilerinde ortaya çıkması muhtemel yapısal kırılmaların da modele dahil edilmesi amacıyla çalışmada Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) yapısal kırılmalı koentegrasyon yaklaşımı benimsenmektedir.

Literatürde, makro ihtiyati politikanın yeni bir araştırma alanı olmasından dolayı finansal sistem ile reel ekonomi arasındaki karşılıklı etkileşimin nasıl modelleneceği hususunda henüz bir uzlaşının sağlanamadığı görülmüştür. Çalışmada, kullanılan değişkenlerin uzun dönemde ortak hareket edip etmediklerinden yola çıkılarak başlangıçta tamamı içsel kabul edilen değişkenlerin, aralarındaki potansiyel uzun dönem ilişkileri yapısal kırılmalı koentegrasyon analizi çerçevesinde tahmin edilmiştir. Bununla birlikte, zayıf dışsallık testleri ile değişkenlerden dışsal olanların tespiti yapılmıştır.

Dördüncü bölümün ilk kısmında, makro ihtiyati politika duruşunu yansıtmak amacıyla oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi tanıtılmaktadır. Bu doğrultuda, endeksin tercih sebepleri, endeksin nasıl oluşturulduğu ve endekste hangi makro ihtiyati araçların yer alacağı gibi sorular cevaplanmaktadır. Çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem ve veri setinin açıklanmasının ardından yapısal kırılmalı birim kök test sonuçları verilmekte ve birim kök testinden elde edilen yapısal kırılma tarihlerinin değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bölüm, yapısal kırılmalı koentegrasyon testinden elde edilen bulguların sunulması ve değerlendirilmesi ile tamamlanmaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA: TEORİK ÇERÇEVE ve FİNANSAL İSTİKRAR AMACININ ORTAYA ÇIKIŞI

#### 1. FİYAT İSTİKRARI ve FİNANSAL İSTİKRAR: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar, sürdürülebilir büyümeyi ve makroekonomik istikrarı hedefleyen politika otoriteleri açısından hayati önem arz eden iki politika amacıdır. Fiyat istikrarı hanehalklarının, firmaların ve finansal kurumların kaynak tahsisine ilişkin kararlarındaki etkinliğin artırılmasında uygun koşulları sağlarken, bu koşulların en büyük destekçisi düzgün ve sağlıklı işleyen finansal sistemdir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki karşılıklı etkileşim, iki amacın birbirini desteklemesine katkı sağlayabildiği gibi amaçlar arasında çatışmaların yaşanmasına da neden olabilmektedir. Bu bağlamda fiyat istikrarı ile finansal istikrarı eş anlamlı sağlamanın zorluğu, bu iki amacı politika otoritelerinin gündeminde öncelikli konulardan biri haline getirmektedir.

#### 1.1. Fiyat İstikrarının Anlamı ve Önemi

Fiyat istikrarı; piyasadaki nispi fiyat sinyallerinin kalitesini iyileştirerek kaynak tahsisinde etkinliği arttırmakta, gelirin ve servetin reel değerini koruyarak refahın yeniden dağılımının bozucu etkilerini engellemekte, nominal ve reel faizlerin düşmesine katkı sağlayarak yatırımları teşvik etmekte ve aktif fiyatlarındaki ani fiyat değişimlerinin yol açtığı bilanço bozulmalarını önleyerek finansal istikrarı temin etmektedir (ECB, 2009: 25-33). Bu bağlamda büyümeyi, istihdam düzeyini ve sosyal refahı artırıcı niteliklerinden ötürü fiyat istikrarı modern merkez bankacılığında para politikasının birincil ve öncelikli amacı olarak kabul edilmektedir.

#### 1.1.1. Para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarı

Fiyat istikrarı kavramsal düzeyde, Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve - FED-) eski başkanlarından A. Greenspan tarafından, ekonomik birimlerin iktisadi karar verme sürecinde fiyatlar genel düzeyindeki değişimleri dikkate almadığı durum olarak tanımlanmaktadır (Greenspan, 1996: 1). Greenspan'ın selefi olan P. Volcker fiyat

istikrarını, fiyatlar genel seviyesindeki artış veya azalışlara ilişkin beklentilerin ekonomik ve finansal davranışlar üzerinde önemli etkilerinin olmadığı durum olarak ifade etmektedir (Volcker, 1983: 5). Benzer şekilde A. S. Blinder, insanların günlük işlerinde enflasyon hakkında konuşmamaya başladıklarında fiyatların istikrarının sağlandığını ifade etmektedir (Blinder, 1997: 4-5).

Fiyat istikrarının önemi ve önceliği üzerinde gerek merkez bankacılar gerekse akademik iktisatçılar arasında var olan uzlaşmaya karşın iktisadi karar alma sürecini etkilemeyen optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği konusunda farklı görüşler mevcuttur. Bu doğrultuda literatürdeki tartışmaların sıfır enflasyon ve pozitif enflasyon üzerinden yapıldığı görülmektedir.

### **1.1.2. Pozitif enflasyon lehine argümanlar**

Sıfır enflasyon argümanı, enflasyonun ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri ile ilişkilendirilmektedir. Vergi sistemi ile enflasyon arasındaki etkileşimin düşük enflasyon oranlarında dahi önemli refah kayıplarına yol açtığını öne süren M. Feldstein'a göre bu kayıpların minimizasyonu ancak sıfır enflasyon ile mümkündür. Feldstein, ABD'de enflasyon oranının %2'den sıfıra indirilmesinin çıktığı düzeyini kalıcı olarak %1 oranında arttıracığını ifade etmektedir (Feldstein, 1997: 125).

Sıfır enflasyon hedefinin fiyat istikrarının kavramsal içeriği ile uyumasına ve enflasyonun refah maliyetlerine karşın, literatürde fiyat istikrarı düşük ve pozitif bir enflasyon oranı ile tanımlanmaktadır. Ölçüm hataları (measurement errors), nominal faizlerde sıfır alt sınırının varlığı (zero lower bound -ZLB-) ve nominal ücretlerde aşağı yönlü katıllıklar (downward nominal wage rigidity) sıfır enflasyon hedefine karşı olarak düşük ve pozitif enflasyon oranının temel argümanlarını oluşturmaktadır.

**i. Ölçüm hataları:** Enflasyonu ölçmek amacıyla kullanılan fiyat endeksleri, mal ve hizmetlerdeki kalite değişimlerinin hesaba katılmaması, yeni malların endekslere dahil edilmemesi ve tüketim kalıplarındaki değişimin göz ardı edilmesi gibi sebeplerden ötürü genellikle yukarıya doğru sapmalı (upward bias) hesaplanmaktadır. Bu da ölçülen enflasyon oranının gerçek enflasyon oranından daha yüksek çıkmasına neden olmaktadır (Billi ve Kahn, 2008: 8). Dolayısıyla ölçüm hatalarının varlığında, sıfır enflasyonu hedefleyen bir merkez bankasının hedefine ulaşması halinde ekonominin deflasyon tehlikesi ile karşı karşıya kalması muhtemeldir.

**ii. Deflasyon riski ve nominal faizlerin alt sınırının sıfır olması:** Politika yapıcılar için deflasyonun maliyetleri enflasyonun maliyetlerine nazaran çok daha önemlidir. Örneğin aktiflerin borçla finanse edildiği deflasyonist bir ortamda aktiflerin nominal değeri düşerken reel borç yükünün artması, borçluların aktiflerini satmak zorunda kalmasına veya borçlarını ödeyememesine neden olarak fiyatlardaki aşağı yönlü baskıyı arttıracaktır. Düşen fiyatlar da finansal sıkıntılar ve reel borç yükü arasında bir kısır döngü (vicious circle) yaratarak fiyatlardaki düşüşü daha da hızlandıracak ve ekonomi borç deflasyonuna (debt deflation) sürüklenecektir (Fisher, 1933). Bununla birlikte borç sözleşmelerinin uzun vadeli yapıldığı durumlarda deflasyonun olumsuz etkileri daha çok hissedilmektedir. Firmaların ve hanehalklarının net değerlerindeki azalmalar ve bilançolarındaki bozulmalar, ahlaki zafiyet (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) problemleri kanalıyla finansal piyasalardaki istikrarsızlıkların yayılmasına (spillover) neden olmaktadır (Mishkin, 2001: 205).

Sıfır enflasyon hedefine karşı öne sürülen argümanlardan en önemlisi, borç deflasyonunun şiddetini arttırıcı etkiler doğuran nominal faiz oranlarındaki sıfır alt sınırıdır (Fischer, 1996: 19). Ekonomiyi resesyondan çıkarmayı hedefleyen para politikası, nominal faiz oranları -enflasyon oranındaki düşüşe paralel olarak- sıfır alt sınırına geldiğinde işlevselliğini kaybetmektedir. G. Coenen, A. Orphanides ve V. Wieland (2003) tarafından yapılan çalışmaya göre, ekonomideki hedef enflasyon oranı %2 seviyesinde ise ZLB kısıtından kaynaklanan maliyetler ihmal edilebilir düzeydedir. Buna karşın enflasyonun %0 ile %1 arasında olması durumunda sıfır eşiğinin kısıtlayıcı etkileri politika etkinliği üzerinde daha belirleyici hale gelmektedir.

**iii. Nominal ücretlerde aşağı yönlü katılıklar:** Sıfır enflasyonun ve nominal ücretlerde aşağı yönlü katılıkların söz konusu olduğu bir ekonomide negatif talep şokuyla karşı karşıya kalan firmaların çalışanlarının reel ücretlerini düşürmeleri çok zor veya imkansızdır. Firmaların reel ücret ayarlamalarını işten çıkarmalar vasıtasıyla yapmak zorunda kalmaları işsizlik oranının artmasına yol açmaktadır. G. Akerlof, W. Dickens ve G. Perry (1996) tarafından yapılan çalışmada, nominal ücretlerde aşağı yönlü katılımın olduğu durumda, enflasyon oranının %3'den sıfıra düşürülmesi ile denge işsizlik oranının %2.6 oranında artacağı sonucuna ulaşılmıştır. Böyle bir ortamda düşük ve pozitif enflasyon oranı, ekonominin çarklarını yağlayıcı (grease the wheels) etki yaparak uyum maliyetlerini azaltacaktır (Issing, 2001: 190).

Literatürdeki tartışmalar, fiyat istikrarının para politikasının birincil ve öncelikli amacı olarak değerlendirildiği ve genel kabul gören bir kavramsal tanıma sahip olduğunu buna karşın fiyat istikrarı hedefi ile tutarlı optimal enflasyon oranı konusunda kesin bir uzlaşımın sağlanamadığını göstermektedir. Her ekonominin farklı karakteristiklere sahip olması ve maruz kalınan şokların çeşitliliği optimal enflasyon oranının da farklılaşmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte günümüz merkez bankaları tarafından fiyat istikrarı ile tutarlı enflasyon hedefinin gelişmiş ülkelerde %2 civarında, gelişmekte olan ülkelerde ise bu oranın biraz üzerinde belirlendiği gözlemlenmektedir.

## **1.2. Finansal İstikrarın Anlamı ve Önemi**

Finansal sistem, reel ekonomik kaynakların zamanlar ve faaliyetler arasında etkin tahsisini gerçekleştirme, borçlular ve borç verenlerin farklılaşan likidite tercihlerinde vade dönüşümünü sağlama, ekonomik ve finansal riskleri yönetme ve fiyatlama gibi temel fonksiyonlarından ötürü ekonomik büyümenin ve sosyal refahın artırılmasında hayati bir öneme sahiptir. Buna karşın finansal işlemlerin yoğun bilgi içermesi, finansal kurumların bilanço yapılarındaki aksaklıklar ve finansal kurumlar ile piyasalar arasındaki karşılıklı bağlantıların (interconnectedness) doğal sonucu olan kırılgan yapısı (De Bandt ve Hartmann, 2000: 13) finansal sistemi reel ekonomi için bir tehdit unsuruna da dönüştürebilmektedir. 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler ile 2007 yılında ABD'de başlayan ve ardından Euro alanı ve tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz, finansal sistemlerin bünyesinde barındırdığı risklerin ve savunmasızlıkların reel ekonomiler üzerindeki yıkıcı sonuçlarının başlıca örneklerini oluşturmuş ve istikrarlı finansal sistemlerin gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu doğrultuda finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla etkin bir çerçevenin oluşturulması, son yıllarda - başta merkez bankaları olmak üzere- politika yapıcıların gündeminde öncelikli konulardan biri haline gelmiştir.

Etkin bir finansal istikrar çerçevesi oluşturma sürecinde öncelikli olarak finansal istikrardan ne anlaşılması gerektiği açık bir şekilde ortaya konulmalıdır. Bu doğrultuda finansal istikrar konusunun hangi yönlerden ele alınacağı, finansal istikrarsızlıkla kast edilenin ne olduğu ve istikrarın hangi durumlarda sağlanacağı cevaplanması gereken başlıca sorulardır.



Finansal istikrar; finansal altyapı, finansal kurumlar ve finansal piyasalar gibi finansal sistemin farklı boyutlarını bünyesinde barındıran geniş bir kavramdır. Finansal sistemin bileşenleri arasındaki yakın ilişkilerin varlığında tek bir bileşendeki istikrarsızlık sistemin geneline tesir edebilmektedir (Houben, Kakes ve Schinasi, 2004: 15). Bununla birlikte finansal istikrar değerlendirilirken finansal sistemdeki mevcut dengesizliklerin yanında gelecekte meydana gelmesi muhtemel riskler de dikkate alınmalıdır. Bu da finansal istikrara ilişkin konuların sistemik ve ileriye dönük (forward-looking) bakış açısı ile ele alınması gerekliliğini ortaya koymaktadır (Spicka, 2007: 8).

Finansal istikrar, finansal sistemin kaynakları tahsis etme, vadeleri dönüştürme, tasarrufları mobilize etme ve riskleri çeşitlendirme rollerini yeterli bir şekilde icra etmesi ile sınırlandırılmamalıdır. Bununla birlikte ödemeler sisteminin fonksiyonlarının sağlıklı bir şekilde işlemesi gerekmektedir. Finansal istikrarın bu özelliği, parasal istikrar ve finansal istikrar hedeflerinin büyük ölçüde örtüştüğünü göstermektedir.

Finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmaması ile ilişkili değildir. Aynı zamanda finansal sistemin, istikrara tehdit oluşturabilecek dengesizlikleri sınırlayabilme kapasitesi ile de ilgilidir. İstikrarlı bir finansal sistem, kendi kendini düzeltici (self-corrective) ve piyasaları disipline edici mekanizmalar vasıtasıyla sorunları sistemik boyut kazanmadan içsel olarak engelleyebilecek niteliğe sahip olmalıdır.

Finansal piyasalarda veya kurumlarda meydana gelebilecek bozulmaların, finansal istikrarsızlık olarak algılanması için bu bozulmaların reel ekonomik faaliyetleri kesintiye uğratması yönünde bir beklentinin olması gerekmektedir. Küçük bir finansal kurumun iflası veya bazı piyasalarda dalgalanmaların artması, piyasalardaki rekabetçi güçlerin veya yeni bir bilginin içselleştirilmesinin sonucu olabilir. Yayılma etkilerinin (spillover effects) olmadığı durumlarda bu tip gelişmeler finansal istikrar açısından sağlıklı çalışan bir sistemin göstergesi olarak dahi kabul edilebilmektedir (Houben, Kakes ve Schinasi, 2004: 15-16).

Finansal istikrar, ekonominin etkin işleyişini ve performansını destekler nitelikte olmalıdır. Finansal sistemdeki dengesizlikleri tamamen ortadan kaldırmaya çalışmak istikrarlı bir finansal ortam yaratırken, diğer taraftan ekonomik ve finansal etkinliğe ciddi zararlar verebilmektedir (Fell ve Schinasi, 2005: 103). Finansal istikrarın sağlanması için sistemin her bir bileşeninin üst düzey performans göstermesinden ziyade sistemin bileşenlerinin birbirleri ile tutarlı olması ve dengesizliklerin bileşenler arasında

massedilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda finansal istikrara ilişkin konularda etkinlik-istikrar dengesi göz ardı edilmemelidir.

### 1.2.1. Finansal istikrarın tanım sorunu

Finansal istikrarın net bir şekilde tanımlanması, ilgili araçların geliştirilmesi, politikaların tasarlanması ve operasyonel çerçevenin oluşturulması açısından hayati öneme sahiptir. Buna karşın finansın çok yönlü ve karmaşık doğası, üzerinde uzlaşının sağlandığı bir finansal istikrar tanımının yapılamamasına neden olmuştur. Bazı tanımlamalar tahsis etkinliğini etkileyebilecek tüm finansal friksiyonları (frictions) dikkate alarak geniş perspektiften konuya yaklaşırken, bazıları sadece finansal sistemin işleyişini kesintiye uğratacak önemli problemlere odaklanmıştır. Bununla birlikte finansal sistemin dışsal şoklara karşı sağlamlığını ön plana çıkaran veya sistemin kendisini şokların kaynağı olarak gören tanımlamalar da bulunmaktadır (Borio ve Drehmann, 2009: 4). İstikrarsızlıkların, finansal kurumlardaki sıkıntılar ve finansal piyasalardaki fiyat dalgalanmaları ile ilgili olduğu da tanımlamaların içeriğinde yer almaktadır (Allen ve Wood, 2006: 157-158).

İçeriklerindeki farklılıklarla birlikte literatürde tanımlamaların finansal istikrar ve finansal istikrarsızlık ekseninde sınıflandırıldığı görülmektedir. Finansal istikrarsızlık üzerinden yapılan tanımlamalarda öncelikle istikrarsızlığın hangi durumlarda meydana geldiği açıklanmış, sonrasında finansal istikrar, istikrarsızlığın yaşanmadığı durum olarak tanımlanmıştır.

Uluslararası Ödemeler Bankası'ndan (Bank for International Settlements -BIS-) A. Crockett'e (1997) göre finansal istikrarsızlık, "*finansal aktiflerin fiyatlarındaki dalgalanmalar veya finansal araçların borç yükümlülüklerini karşılayamaması sonucu ekonomik performansın zarar gördüğü durumdur.*" Tanımda finansal istikrarsızlık ile reel ekonomi arasındaki ilişkiye vurgu yapan Crockett, aktif fiyatlarındaki küçük dalgalanmaların veya az sayıda finansal kurumun sıkıntı içine düşmesinin rekabetçi piyasaların normal işleyişinin bir parçası olabileceğini ve istikrarsızlık olarak değerlendirilmemesi gerektiğini ifade etmektedir.

F. S. Mishkin (1999) finansal istikrarsızlığı, "*finansal sistemin maruz kaldığı şokların, bilgi akışına engel olarak finansal sistemin kaynakları verimli yatırım alanlarına kanalize etme fonksiyonunun işlerliğini kaybettiği durum*" olarak

tanımlamaktadır. Mishkin'in tanımında bilgi problemi merkezi bir role sahiptir. Asimetrik enformasyonun varlığında finansal ve finansal olmayan kurumların bilançolarının bozulması, faizlerin ve belirsizliğin artması ahlaki zafiyet ve ters seçim problemlerini şiddetlendirerek finansal kurumların aracı rollerini yerine getirememelerine ve haliyle finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır.

FED eski başkan yardımcısı R. W. Ferguson (2003) finansal istikrarsızlığı 3 temel kriter ile karakterize etmiştir. Buna göre finansal istikrarsızlık; “i) bazı önemli finansal aktif fiyatlarının temel değerlerinden ciddi oranda farklılaştığı ve/veya ii) piyasanın işlerliğinin ve krediye ulaşılabilirliğin yurt içinde ve yurt dışında büyük ölçüde olanaksız hale geldiği ve bunun sonucunda, iii) toplam harcamaların üretim kapasitesinden sapmalar gösterdiği durumdur. Tanımda göze çarpan unsurlardan biri aktif fiyatlarındaki bozulmalara atfedilen önemdir. Bununla birlikte finansal istikrarsızlığın toplam harcamalardaki dalgalanmalar vasıtasıyla ekonomi üzerindeki nihai etkisini göstereceği ifade edilmiştir.

J. Chant vd.'ne (2003) göre finansal istikrarsızlık, “finansal piyasadaki koşulların, finansal sistemin işleyişini bozarak ekonominin performansına zarar vermesi veya tehdit unsuru olmasıdır”. Chant vd., finansal istikrarsızlığın, makroekonomik istikrarsızlık gibi diğer istikrarsızlık türlerinden ayrı tutulması gerektiğini ifade etmişlerdir. Finansal istikrarsızlığın en önemli farkı, makroekonomik istikrarsızlıkların genellikle toplam arz ve toplam talep şoklarından meydana gelirken, finansal istikrarsızlıkların başlıca kaynağını finansal sistemin bileşenlerinin oluşturmasıdır.

W. A. Allen ve G. Wood (2006) finansal istikrarsızlığı “hanehalkları, şirketler veya hükümetler gibi birçok kesimin önceki davranışlarından bağımsız şekilde finansal kriz yaşadığı ve krizlerin ciddi olumsuz makroekonomik etkilerinin olduğu olaylar” olarak tanımlamıştır. Diğer bir ifadeyle finansal istikrarsızlığın ayırt edici özelliği, finansal krizin meydana gelmesinde herhangi bir payı olmayan “masum üçüncü kişilerin” krizden etkilenmesidir. Örneğin, ihtiyatlı çalışan bir şirketin aniden finansal sıkıntılar yaşamaması ve harcamalarını kısmak zorunda kalması ekonomide finansal krizin yaşandığının göstergesidir. Bu bağlamda finansal istikrar, finansal istikrarsızlık olarak nitelendirilen olayların gerçekleşmediği ve dolayısıyla istikrarsızlık korkusunun hanehalkları ve şirketlerin ekonomik kararları üzerinde bir etkisinin olmadığı durumdur.

Allen ve Wood'un yapmış olduğu bu tanım, bu yönüyle Volcker ve Greenspan'ın fiyat istikrarı tanımı ile benzerlik göstermektedir.

BIS iktisatçılarından C. Borio ve M. Drehmann'a (2009) göre finansal istikrarsızlık ve finansal sıkıntı/kriz farklı kavramlardır. Finansal sıkıntılar/krizler, finansal kurumlarda önemli kayıpların ve/veya iflasların -çıktı düzeyi açısından- reel ekonomide önemli bozulmalara yol açtığı olaylardır. Finansal istikrarsızlık ise, *normal boyuttaki şokların finansal sıkıntı/kriz yaratmak için yeterli olduğu durumdur*. Tanımda finansal istikrarsızlığın finansal kurumların performansı ile sınırlandırılmasındaki amaç, operasyonel çerçeve içerisinde yetki alanlarının etkin bir şekilde belirlenmesine kolaylık sağlamaktır. Bununla birlikte finansal sıkıntı/kriz ile finansal istikrarsızlığın birbirinden ayrı kavramlar olarak ele alınması, finansal sıkıntıların gerçekleşmediği bazı dönemlerde bile sistemin istikrarsız işleyebileceği ile gerekçelendirilmiştir. Son olarak, şokların finansal sıkıntı/kriz yaratabilmesi için olağanüstü boyutlara ihtiyacının olmadığı ifade edilmiştir.

T. Padoa-Schioppa'ya (2003) göre finansal istikrarsızlıklar ortaya çıktığında herkes tarafından görülebilirken, istikrarsızlığa ilişkin tehlikelerin yaklaştığını açıklamak kolay değildir. İstikrarsızlık tehditlerini gözlemleyebilmek için finansal istikrara katkı sağlayan faktörleri ve bu faktörlerin ne zaman riske maruz kalabileceğini açık bir şekilde ortaya koyma gerekliliği finansal istikrarın pozitif perspektiften ele alınmasını daha kullanışlı hale getirmektedir. Bu doğrultuda Padoa-Schioppa (2002) finansal istikrarı, *"finansal sistemin, ekonomideki ödemeler sisteminin işleyişini ve tasarrufların yatırım fırsatlarına tahsisini bozabilecek boyuttaki şoklara karşı koyabildiği durum"* şeklinde nitelendirmektedir. Finansal istikrarı bütüncül bir yaklaşım ile ele alan Padoa-Schioppa, finansal sistemin temel fonksiyonlarının işlerliğinin sağlanmasında sistemin direncine veya şokları absorbe edebilme kapasitesine vurgu yapmaktadır.

Finansal istikrarı statik bir durum olarak değil bir süreç olarak ele alan Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund -IMF-) iktisatçılarından G. J. Schinasi (2004), finansal sistemin bir koridor içerisinde işlediğini, koridorun bir tarafında istikrar diğer tarafında ise istikrarsızlığın bulunduğunu ifade etmektedir. Bu doğrultuda finansal istikrar, *"finansal sistemin; a)hem zamanlar hem de mekanlar arasında ekonomik kaynakların etkin tahsisini ve sosyal refah, ekonomik büyüme ve servet birikimi gibi diğer ekonomik süreçlerin etkinliğini kolaylaştırabilme, b)finansal riskleri*

*değerlendirme, fiyatlama, yönetme ve dağıtma, c) dış şoklar veya dengesizlikler durumunda dahi kendi kendini düzeltici mekanizmalar vasıtasıyla sahip olduğu temel fonksiyonların işlerliğini sürdürebilme yeterliliği” olarak tanımlanmaktadır.*

### **1.2.2. Finansal istikrarın ölçümü ve finansal istikrar göstergeleri**

Finansal istikrarın ölçülmesi, finansal istikrara ilişkin operasyonel çerçevede önemli bir rol oynamaktadır. Ölçme işlemi, bir taraftan finansal istikrardan sorumlu olan otoritelerin hesap verebilirliğini (accountability) mümkün kılarken diğer taraftan hedeflere ulaşmada izlenen stratejinin uygulanmasını desteklemektedir (Borio ve Drehmann, 2009: 9). Buna karşın finansal istikrarın ölçülmesi en az finansal istikrarın tanımlanması kadar zor ve belirsiz bir konudur. Finansal sistemin karmaşık doğası ve finansal sistemin bileşenleri ile reel ekonomi arasındaki karşılıklı etkileşimlerin varlığında finansal istikrarı fiyat istikrarında olduğu gibi tek bir gösterge ile ölçmek mümkün değildir.

Finansal sistemdeki risklerin ölçümüne yönelik analitik çerçeve zaman içerisinde önemli değişikliklere uğramıştır. Bireysel firmaların risk ölçümüne dayanan mikro temelli analizler yerine, finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantılardan ve konjonktür yanlılığından (procyclicality) kaynaklanan risklerin ölçümüne odaklanıldığı makro temelli analizler benimsenmiştir. (Indraratna, 2013: 6).

1990’lı yıllarda yaşanan finansal krizler sonrasında finansal istikrarın ölçülmesine yönelik çalışmalar hız kazanmış ve uluslararası finansal kuruluşlar öncülüğünde bir dizi istikrar göstergesi tanımlanmıştır. Bu doğrultuda 1999 yılında IMF ve Dünya Bankası (World Bank -WB-) finansal sistemin sağlamlığını ve savunmasızlığını tanımlamak amacıyla “Finansal Sektör Değerlendirme Programını” (Financial Sector Assessment Program) devreye sokmuştur. Daha sonrasında IMF, finansal sağlamlık göstergeleri adı altında birçok önemli gösterge geliştirmiş ve 2006 yılında bu göstergeleri derleyerek “Finansal Sağlamlık Göstergeleri Rehberi” (Financial Soundness Indicators Compilation Guide) adı altında yayınlamıştır (Tablo 1). Finansın dinamik doğası ile tutarlı bir şekilde zamanla bu göstergeler birçok kez revize edilmiş, yeni göstergeler eklenerek bazı göstergeler çıkarılmıştır.

**Tablo 1. Temel Finansal Sağlık Göstergeleri**

<b>Temel Göstergeler (Mevduat Toplayan Kurumlar)</b>	
<b>Sermaye yeterliliği</b>	Düzenleyici sermaye/risk ağırlıklı aktifler Düzenleyici ana sermaye (Tier 1)/risk ağırlıklı aktifler Çekirdek sermaye (Tier1)/risk ağırlıklı aktifler Net takipteki alacaklar/sermaye
<b>Aktif kalitesi</b>	Takipteki alacaklar/toplam brüt krediler Karşılıklar/takipteki alacaklar Kredilerin sektörel dağılımı/toplam krediler
<b>Gelirler ve karlılık</b>	Aktif karlılığı (Return on assets -ROA-) Özkaynak karlılığı (Return on equity -ROE-) Faiz marjları/toplam gelir Faiz dışı harcamalar/toplam gelir
<b>Likidite</b>	Likit aktifler/toplam aktifler Likit aktifler/kısa vadeli yükümlülükler Net istikrarlı fonlama oranı
<b>Piyasa riskine duyarlılık</b>	Yabancı para net açık pozisyonu/sermaye

*Kaynak: (IMF, 2013c)*

IMF'nin finansal sağlık göstergeleri arasında temel (core) ve destekleyici (encouraged) göstergeler olmak üzere ikili bir ayrıma gidilmiştir (Tablo 2). Göstergeler arasında ayrıma gidilmesindeki amaç kullanılacak göstergelerin seçimindeki esneklik derecesini arttırmaktır. Buna göre temel göstergeler sadece mevduat toplayan kurumları kapsarken, destekleyici göstergeler mevduat toplayan kurumların yanı sıra diğer finansal kuruluşlar ve reel ekonominin diğer kesimleri için oluşturulmuştur. Finansal kalkınma düzeyleri, kurumsal yapılar ve bölgesel koşullar gibi ülkelere özgü karakteristikler finansal savunmasızlıkların değerlendirilmesinde ihtiyaç duyulan göstergeleri de farklılaştırmaktadır (Sundarajan vd., 2002: 2). Bununla birlikte farklı gösterge setleri, kullanılabilir verinin problem olduğu durumlarda veri toplamadaki önceliğin hangi değişkenlere verilmesi gerektiği konusunda yol gösterici olabilmektedir (Agresti, Baudino ve Poloni, 2008: 21).

**Tablo 2. Destekleyici Finansal Sağlık Göstergeleri**

<b>Destekleyici Göstergeler</b>	
<b>Mevduat Toplayan Kurumlar</b>	Sermaye/aktifler
	Büyük krediler/sermaye
	Kredilerin coğrafi dağılımı/toplam krediler
	Finansal türevlerdeki toplam aktif pozisyonu/sermaye
	Finansal türevlerdeki toplam yükümlülük pozisyonu/sermaye
	Ticari portföy geliri/toplam gelir
	Personel harcamaları/faiz dışı harcamalar
	Gösterge kredi faiz ve mevduat faiz farkı
	En yüksek ve en düşük interbank faiz oranı arasındaki fark
	Müşteri mevduatları/toplam (interbank dışı) krediler
	Yabancı para krediler/toplam krediler
Yabancı para yükümlülükler/toplam yükümlülükler	
Kredi büyümesi/özel sektör	
<b>Diğer finansal şirketler</b>	Aktifler/toplam finansal aktifler
	Aktifler/GSYİH
<b>Para Piyasası Fonları</b>	Yatırımların sektörel dağılımı (toplam yatırımların yüzdesi)
	Yatırımların vade dağılımı (toplam yatırımların yüzdesi)
<b>Sigorta şirketleri</b>	Özkaynaklar/yatırılmış sermaye
	Aktif karlılığı
	Özkaynak karlılığı
<b>Emeklilik Fonları</b>	Likit aktifler/gelecek yıldaki tahmin edilen emeklilik ödemeleri
	Aktif karlılığı
	Toplam borç/özkaynak
<b>Finansal olmayan şirketler sektörü</b>	Aktif karlılığı
	Özkaynak karlılığı
	Gelirler/faiz ve temel harcamalar
	Gelirler/faiz harcamaları
	Likit aktifler/toplam aktifler
	Finansal olmayan şirketlerin borcu/GSYİH
<b>Hanehalkları</b>	Hanehalkı borcu/GSYİH
	Hanehalklarının borç servisi ve anapara ödemesi/toplam gelir
	Hanehalkı borcu/hanehalkının harcanabilir geliri
<b>Emlak Piyasası</b>	Ticari emlak fiyatları (yıllık fiyat değişimi)
	Mesken amaçlı konut kredisi/toplam krediler
	Ticari amaçlı konut kredisi/toplam krediler

*Kaynak: (IMF, 2013c)*

Yukarıdaki tablolarda yer alan IMF'nin finansal sağlık göstergeleri, makro temelli bir yaklaşımla finansal sektörün genelini sağlamlığının değerlendirilmesine yönelik oluşturulmuştur. Göstergeler; mevduat toplayan kurumlar, diğer finansal şirketler, finansal olmayan şirketler ve hanehalkları olmak üzere ekonomideki dört temel sektör arasındaki karşılıklı bağlantıları yansıtmaktadır. Mevduat toplayan kurumlar, temel faaliyetleri finansal aracılık olan ve talep edildiğinde ödenecek yükümlülükleri

bulunan kurumlar olarak tanımlanmıştır. Diğer finansal şirketler, sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları gibi mevduat kabul etmeyen kuruluşları göstermektedir. Bununla birlikte gösterge setinde para piyasası, tahvil piyasası ve hisse senedi piyasası gibi finansal piyasalardaki riskin değerlendirilmesine yönelik değişkenler eklenmiştir. Son olarak şirketler sektörü ve hanehalkları finansal sektörün temel tarafları olarak finansal sağlamlık göstergelerine dahil edilmiştir (Indraratna, 2013: 9).

Finansal istikrar analizlerinde birçok sektörel değişken tek tek veya birlikte kullanılmaktadır. Bu göstergeler finansal sıkıntı dönemlerinde veya normal zamanlarda ekonomik birimlerin davranışlarını karakterize etmek amacıyla bir eşik değere (threshold) veya referans bir ölçüte (benchmark) bağlı olmaktadır. Ölçütlerin olmadığı durumlarda bu göstergelerin analizi trendlerdeki değişikliklerin, önemli bozulmaların ve aykırı değerlerin tanımlanması ile yapılmaktadır (Gadanecz ve Jayaram, 2009: 370).

Finansal sistemdeki risklerin değerlendirilmesi ve ölçülmesi amacıyla gösterge setlerinin yanı sıra birçok kantitatif teknik de geliştirilmiştir. Bu bağlamda farklı varsayımsal durumlar veya senaryolar altında portföylerde, kurumlarda veya finansal sistemin genelindeki savunmasızlıkları ölçen makro stres testleri (IMF, 2012: 8), finansal ve ekonomik değişkenlerin hareketlerini gözlemleyerek ekonometrik yöntemlerle finansal istikrarsızlıkların meydana gelme ihtimallerinin tahmin edildiği erken uyarı sistemleri (ECB, 2010: 141) ve finansal sistemdeki kırılmanın ve stresin derecesinin tespiti amacıyla ağırlıklandırılmış çok sayıda finansal değişkenden tek bir toplam ölçütün elde edildiği bileşik endeksler (Gadanecz ve Jayaram, 2009: 365) finansal istikrarın analizinde kullanılan başlıca tekniklerdir.

## **2. BİR AMAÇ OLARAK FİNANSAL İSTİKRARIN ORTAYA ÇIKIŞ SÜRECİ**

Küresel finansal kriz öncesi dönemde politika yapımcılar ve akademisyenler tarafından benimsenen görüş, para politikasının finansal istikrarla ilişkili konulardan bağımsız bir şekilde yürütülmesi gerektiği şeklinde olmuştur. Belirli dönemlerde keskin ayrılıkların yaşandığı makro iktisat teorisinde varılan uzlaşmayı temsil eden Yeni Neoklasik Sentez'in (New Neoclassical Synthesis) para politikası stratejisi olarak önerdiği enflasyon hedeflemesinde temel olarak üretim-enflasyon değişkenliğinin minimize edilmesine odaklanılmıştır. Para politikasının, üretim ve enflasyonu istikrarlı hale getirerek finansal istikrara katkı sağlayacağı düşünülmüştür. Buna karşın küresel finansal



kriz, fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığını açık bir şekilde ortaya koymuş ve parasal otoritelerin finansal istikrar ile olan ilişkilerini yeniden değerlendirmeleri açısından önemli bir kırılma yaratmıştır.

Enflasyon hedeflemesi gereğince dar bir şekilde fiyat istikrarına ve mikro ihtiyati (microprudential) düzenleme ve denetimler ile de bireysel kurumların risklerine odaklanan kriz öncesi dönemdeki politika çerçevesinin finansal istikrarı sağlamada yetersiz kalması, alternatif politika çerçevelerine yönelik çalışmaların hız kazanmasına yol açmıştır. Bu doğrultuda para politikasının finansal istikrarı sağlamadaki rolü, finansal döngüler (financial cycles) ve risk alma (risk-taking) kanalının varlığında genişletilmiş makroekonomik modellerle yeniden değerlendirilmiştir. Finansal istikrar değişkeninin para politikasının amaç fonksiyonunda yer alıp almayacağı konusunda yaşanan görüş ayrılıkları ile birlikte finansal dengesizliklerle mücadelede politika yapıcılarının araç setlerinin genişletilmesi gerektiği yönünde bir uzlaşma sağlanmıştır. Bu bağlamda sistemik riskleri kontrol altına almak ve finansal sistemin direncini güçlendirmek amacıyla tanımlanan makro ihtiyati (macroprudential) politikalar finansal istikrara ilişkin alternatif politika çerçevelerinin temel yapı taşı oluşturmuştur.

### **2.1. Küresel Finansal Kriz: Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara**

2007-08 küresel finansal krizi, dünya ekonomisinde 1990'lı yılların ortalarından itibaren yaşanan fiyat istikrarı ve tarihsel trendin üzerinde seyreden büyüme oranları ile anılan “*Great Moderation*” (Bernanke, 2004) döneminin son bulmasına neden olmuştur. ABD'deki konut sektöründe oluşan aktif fiyat balonunun patlaması ve eşik altı ipotekli konut kredisi (subprime mortgage) piyasasının çökmesiyle başlayan krizde eş zamanlı birçok faktörün etkisi olmakla birlikte krizin sebeplerine ilişkin gerçekleşen tartışmaları iki grupta toplamak mümkündür (Ito, 2014: 187).

İlk grupta, kriz finansal sistemdeki düzenleme ve denetim-gözetim başarısızlıkları ile açıklanmaktadır (Svensson, 2009; Bernanke, 2010; Blanchard, Dell’Ariccia ve Mauro, 2010; Louis ve Balli, 2013). Aktif fiyat balonunun finansal piyasalardaki risk primini düşürmesi ekonomik birimleri risk alma yönünde teşvik ederken, finansal kurumlar yüksek borçlanma taleplerini karşılamaya engel olan düzenlemeleri atlatmalarını sağlayacak sofistike finansal araçlar geliştirmeye yönelmişlerdir. Bu doğrultuda finansal

kurumlar riskli kredileri, menkul kıymetleştirme<sup>1</sup> (securitization) süreciyle finansal türevlere dönüştürerek mevcut düzenlemelerden kaçınmaya çalışmışlardır. Menkul kıymet ihraç eden ve satan kurumlar tarafından finanse edilen ve finansal piyasa düzenleyicileri gibi yasal ve idari sorumlulukları olmayan kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar, genellikle finansmanı gerçekleştiren taraflar lehine olmuştur. Bu da, -yatırımcıların karmaşık finansal türevler hakkında eksik bilgiye sahip olduğu bir ortamda- söz konusu araçların ticaretini kolaylaştırmıştır (De La Dehesa, 2010: 19-20). Menkul kıymetleştirme ile kredi riskini ikincil piyasalara transfer eden finansal kurumlar, yüksek kazançlar elde etmenin yanı sıra riskli kredilerin yaratabileceği olası kayıplara karşı bilançolarında bulundurmaları gereken sermaye miktarlarını da azaltmışlar ve ihtiyatsız kredi politikaları izlemişlerdir.

İhtiyati düzenlemelerde sistemik riskten ziyade bireysel kurumların risk profillerine odaklanması ile -düzenleyiciler açısından iflas riski azalan- bireysel kurumların yaratmış olduğu yeni riskler, finansal sistem içerisinde elden ele gezerek sistemik riskin artmasına katkı sağlamıştır (Acharya vd., 2011: 15). Bunun yanı sıra finansal kurumların kullandıkları içsel risk modelleri ve risk değerlendirmelerinde piyasa fiyatlarının baz alınması, risklerin olduğundan daha az veya daha fazla tahmin edilmesine yol açmıştır. Genişleme dönemlerinde risk algısının düşüklüğü menkul kıymet alımları için piyasa katılımcılarını cesaretlendirirken, daralma dönemlerinde ise zararına satışların (fire sales) meydana gelmesini tetiklemiştir (Hellenier, 2011: 72-73). Bu bağlamda küresel finansal kriz ile birlikte finansal piyasalardaki düzenleme ve denetim-gözetim çerçevesinin, ihtiyatsız kredi politikalarına bağlı olarak ortaya çıkan asimetric bilgi ve ahlaki zafiyet problemleri karşısında yetersiz kaldığı açık bir şekilde ortaya çıkmıştır.

İkinci grupta ise FED'in izlemiş olduğu para politikası, Taylor Kritiği çerçevesinde ele alınarak kriz bir para politikası başarısızlığı olarak görülmektedir (Taylor, 2007; Leijonhufvud, 2008; Hofman ve Bogdanova, 2012). 2000'li yılların başlarında teknoloji balonunun patlaması sonrası oluşan resesyon ve 1990'lı yıllarda Japonya'nın yaşadığına benzer bir deflasyona yakalanma korkusu, FED'i politika faizinde sert indirimler gerçekleştirmeye yöneltmiştir. Bu doğrultuda politika faizi 2001 yılında %6.5'den %1.75'e, 2003 yılında ise %1'e düşürülmüş ve 2004 yılına kadar bu

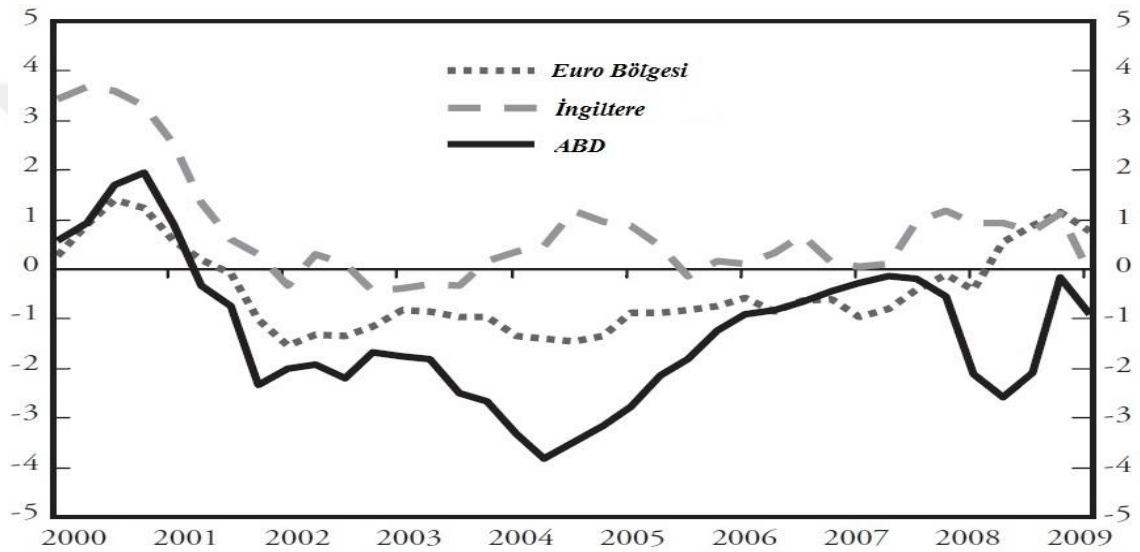
---

<sup>1</sup> Menkul kıymetleştirme, bir havuzda toplanan likit olmayan varlıkların oluşturulan gelir akışına dayalı menkul kıymet şeklinde ihraç edilerek likit hale getirildiği bir süreçtir (Roubini ve Mihm, 2012: 71).

seviyede tutulmuştur. 2004-2006 yılları arasında ise kademeli olarak %5.25'e yükseltilmiştir (Roubini, 2008: 38).

J. B. Taylor'a (2007, 2009) göre konut fiyatlarındaki aşırılıkların temel sebebi 2002-2006 yılları arasında oldukça düşük seviyelerde tutulan faiz oranlarıdır. Yaşanan para politikası başarısızlığını kendi adıyla anılan kurala<sup>2</sup> uygun politika bileşiminin uygulanmamasına bağlı olarak açıklayan Taylor, kuraldan sapıldığı bu durumu "*Great Deviation*" olarak nitelendirmektedir (Taylor, 2011: 388).

**Grafik 1. Politika Faizlerinde Taylor Kuralından Sapma Oranı**



Kaynak: Bean vd. (2010: 274)

Grafik 1, Euro Bölgesi, İngiltere ve ABD için Taylor Kuralına göre tahmin edilmiş referans politika faizi ile fiili politika faizi arasındaki farkı göstermektedir. Buna göre 2001-2005 yılları arasında özellikle ABD'deki politika faizinin Taylor Kuralının öngördüğünden çok daha düşük seviyelerde seyrettiği görülmektedir. Bununla birlikte politika kuralından sapılmasıyla çok düşük seviyelere inen faiz oranlarının doğal

<sup>2</sup> Taylor kuralı, politika faizi olarak gecelik faiz oranlarının, enflasyonun hedeflenen seviyesinden ve üretimin doğal düzeyinden göstermiş olduğu sapmalara göre belirlenmesi gerektiğini ifade eden bir politika kuralıdır (Taylor, 1993). Woodford, (2001) Taylor Kuralından hareketle para politikasının fiyat istikrarını sağlayabilmesi için nominal faiz oranlarının enflasyon oranlarından daha fazla artırılması gerektiğini "Taylor Prensi" adı altında ifade etmiştir. Taylor kuralının basit formülasyonu şu şekildedir:  $i_t^* = \bar{r} + \pi^* + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma(y_t - y_t^*)$ .

Eşitlikte  $i_t^*$  nominal politika faiz oranını,  $\bar{r}$  uzun dönem denge reel faiz oranını,  $\pi^*$  merkez bankasının enflasyon hedefini,  $(\pi_t - \pi^*)$  enflasyon oranının hedeflenen değerden sapmasını,  $(y_t - y_t^*)$  ise üretim açığını göstermektedir.

düzeyine geri dönüşü uzun sürmüştür. Bu bağlamda FED'in patlayan teknoloji balonuna vermiş olduğu politika tepkisi, konut piyasasında yeni bir balon yaratmış ve krizin meydana gelmesinde önemli rol oynamıştır.

### **2.1.1. Kriz öncesi dönem: Fiyat istikrarı ve enflasyon hedeflemesi**

Kriz öncesi dönemde gerçekleşen yüksek büyüme oranları ve sağlanan fiyat istikrarında, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanan para politikaları önemli rol oynamıştır (Bernanke, 2004). Enflasyon hedeflemesi ile kredibilitesi (credibility) ve öngörülebilirliği (predictability) artan para politikaları, ekonomik birimlerin enflasyonist beklentilerini çapalayabilmeyi mümkün hale getirmiş ve olası şoklar karşısında üretim-enflasyon değişkenliğini minimize etmeyi amaçlayan politika otoritelerine manevra olanağı sağlamıştır (Walsh, 2009a: 202). Bu doğrultuda 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen birçok merkez bankası uygulamada olumlu sonuçlar elde etmiş ve stratejiyi kararlılıkla sürdürmüştür (Bernanke, 2003).

Enflasyon hedeflemesinin, makro iktisat teorisinde sağlanan uzlaşma üzerinde yükseldiği görülmektedir. Keynesyen İktisadın çöküşünün ardından Yeni Neoklasik Sentez (YNS) etrafında varılan uzlaşma, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini önermektedir. Bu bağlamda makro iktisadın YNS'ye kadar geçirmiş olduğu evrim, YNS'nin temel özellikleri ve makroekonomik modellemede yaşanan değişimlerin analizi, enflasyon hedeflemesinin teorik temellerinin ve kriz öncesi döneme hakim olan para politikalarının anlaşılabilirliği açısından önem arz etmektedir.

#### **2.1.1.1. Ayrılıktan uzlaşmaya: Yeni Neoklasik Sentez**

Farklı teorik çerçevelerin bir arada yaşadığı makro iktisat, farklı dönemlerde farklı yaklaşımların yükselişe geçtiği ve hakim paradigmaların zaman içerisinde değişim gösterdiği dinamik bir yapıya sahiptir. Farklı okullar/ekoller arasında gerçekleşen teorik tartışmalar birbirini takip eden uyumsuzluk ve uzlaşma dönemlerinin yaşanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda II. Dünya Savaşı sonrası başlayan ve 1970'li yılların başında sona eren ilk uzlaşma dönemi, Keynesyen ve Klasik unsurların ortak zeminde buluşturulduğu ve P. Samuelson (1955) tarafından "Neoklasik Sentez" olarak adlandırılan paradigmanın egemenliği ile geçen dönem olmuştur.

Nominal rijitliklere bağılı olarak ücretlerin ve fiyatların kademeli olarak ayarlanmasını ve talepteki değişmeleri, kısa vadeli konjonktürel dalgalanmaların temel sebebi olarak ele alan Neoklasik Sentez (Gali, 2000: 2), Keynesyen aktivist politikalarla makroekonomik istikrarın sağlanabileceğini öne sürmüştür. Bu doğrultuda J. R. Hicks'in IS-LM analizi ve F. Modigliani ile L. Klein'in eş anlı çok sayıda denklemden oluşan büyük ölçekli makro ekonometrik modelleri, aktivist politikaların konjonktürel dalgalanmalar üzerindeki etkilerinin değerlendirilebilmesine olanak sağlamıştır (Woodford, 1999: 7). Makroekonomi ve mikroekonomi arasındaki köprü görevini ise istihdam, ücretler ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkilere dair kavramsal bir çerçeve ortaya koyan Phillips Eğrisi üstlenmiştir (Tobon ve Barbaroux, 2015: 22). Samuelson ve R. Solow'un (1960) çalışmasıyla popüler bir politika aracı haline gelen Phillips Eğrisi, düşük işsizlik düzeyinin ancak yüksek enflasyon oranı ile mümkün olabileceği argümanından hareketle politika yapıcılara alternatif işsizlik-enflasyon bileşimleri arasında tercih yapabilme imkanı sağlamıştır.

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde yükselişe geçen Neoklasik Sentez, 1970'li yılların başında enflasyon ve işsizliğin eş anlı yükselmesiyle yaşanan stagflasyonu öngörememesi sebebiyle ciddi eleştirilere maruz kalmıştır (Landmann, 2014: 4-6). Stagflasyonun geleneksel Phillips Eğrisinin istikrarına zarar vermesinin yanı sıra Keynesyen talep yönetimi politikalarını da işlevsiz hale getirmesi teorik tartışmaların da yeniden alevlenmesine neden olmuştur (Gali, 2000: 2).

Keynesyen teoriye ilk ciddi eleştiriler, M. Friedman, K. Brunner ve A. Meltzer önderliğindeki "Monetarist" okul tarafından getirilmiştir. Monetaristler talep yönetimindeki "ince ayar" (fine-tuning) politikalara ve uzun vadede düşük enflasyon oranlarının sürdürülebileceğine şüphe ile yaklaşmışlardır. Bu doğrultuda Friedman, para politikalarının uzun süreli ve değişken gecikmelerinin yanı sıra politika otoritelerinin karşılaştıkları enformasyon problemlerinden dolayı politika müdahalelerinin istikrar bozucu sonuçlara yol açabileceğini ifade etmiştir. Bununla birlikte politika otoritelerinin, ihtiyari (discretion) müdahalelerden ziyade önceden hesaplanan ve düzenli olarak bilinen sabit oranlı bir parasal büyüme kuralına (rule) bağılı kalmalarının ekonomik istikrara önemli katkılar yapacağını öne sürmüştür (Friedman, 1968: 10-17).

Aktivist politikalara önemli bir dayanak oluşturan Phillips Eğrisinin yaygın Keynesyen yorumu, 1960'larda ortaya çıkan yeni fikirler ve 1970'lerde yaşanan

stagflasyon ile alt üst olmuştur. Friedman (1968) ve E. S. Phelps<sup>3</sup> (1967) yaptıkları çalışmalarla enflasyon ve işsizlik arasında kısa vadede var olan değiş-tokuş (trade-off) ilişkisinin uzun vadede söz konusu olmayacağını -Phillips Eğrisi analizine bekleyişleri dahil ederek- ortaya koymuşlardır. Buna göre, çalışanların bekleyişlerini -adaptif bekleyişler hipotezi doğrultusunda- geçmiş dönemdeki enflasyon oranlarını baz alarak oluşturmaları, gerçekleşen ve beklenen enflasyon oranları arasındaki uyumun belirli bir gecikme ile sağlanmasına neden olarak politika otoritelerine kısa vadede genişletici politikalarla işsizliği azaltma imkanı vermektedir. Buna karşın çalışanlar, enflasyon bekleyişlerini gerçekleşen enflasyon ışığında uyarlamaya başladıklarında beklenen enflasyon oranı artmakta ve Phillips Eğrisi yukarı doğru kaymaktadır. Beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarının birbirine eşit olduğu uzun dönemde ise otoritelerin aktivist politikalarla reel üretim ve istihdamı etkileme çabaları sonuçsuz kalmakta ve hatta enflasyon oranı başlangıç seviyesinden daha yüksek bir noktada gerçekleşmektedir (Snowdon ve Vane, 2012: 154-160).

Keynesyen uzlaşya ikinci ve daha kapsamlı eleştiri, R. E. Lucas Jr.'ın öncülüğünde Yeni Klasik İktisat Teorisi tarafından gelmiştir. Esnek ücretlere ve fiyatlara bağlı olarak piyasaların sürekli temizlenmesi ve rasyonel ekonomik birimlerin sürekli optimizasyon içerisinde olmaları gibi Klasik varsayımların geçerli olduğu Yeni Klasik İktisatta (Montes, 2009: 674) asıl vurgu, makroekonomik modellerdeki birçok yapısal ilişkinin hayati faktörü olan bekleyişlerin rolüne yapılmıştır (Woodford, 1999: 19). J. Muth'un (1961) -karar birimlerinin bekleyişlerini, faydalarını/karlarını optimize etme amacıyla mevcut bilginin tamamını kullanarak sistematik hatalar yapmadan rasyonel bir şekilde oluşturduğunu varsayan- rasyonel bekleyişler hipotezinin, Lucas (1972) tarafından makroekonomik modellere dahil edilmesi ile birlikte Keynesyen politika önermelerine itiraz niteliğinde olan önemli politika çıkarımları meydana gelmiştir.

Literatürde "Lucas Kritiği" olarak da bilinen itiraza göre, Keynesyen makroekonometrik modeller vasıtasıyla politika değerlendirmesi (policy evaluation) yapmak söz konusu değildir. Ekonomik birimler politika değişiklikleri karşısında optimal tepkilerini rasyonel bekleyişler doğrultusunda yeniden kurgulayacağından modellerin yapısal parametreleri de değişikliğe uğrayacaktır. Geçmiş verileri baz alarak oluşturulan

---

<sup>3</sup> E. S. Phelps'in analizi monetarist olmayan bir perspektiften ortaya çıkmıştır (Snowdon ve Vane, 2012: 54).

Keynesyen makroekonometrik modellerdeki tahmin edilmiş denklemlerin politika değişikliği karşısında sabit kalmalarından dolayı politika simülasyonlarına bağlı olarak yapılan değerlendirmeler muhtemelen yanıltıcı olacaktır (Lucas, 1976: 41; Lucas ve Sargent, 1979: 6). 1960'ların sonları ve 1970'lerin başlarında enflasyonun olduğundan düşük tahmin edilmesi Lucas'ın bu iddiasını doğrular niteliktedir (Snowdon ve Vane, 2012: 234).

Yeni Klasiklerin rasyonel bekleşileri kullanarak, ulaştıkları bir diğer politika çıkarımı T. Sargent ve N. Wallace (1975) tarafından ortaya atılan "politika etkinsizliği" (policy ineffectiveness) önermesidir. Bekleşilerle genişletilmiş Phillips Eğrisi analizini rasyonel bekleşiler altında tekrar değerlendiren Sargent ve Wallace, sistematik para politikalarının üretim ve istihdam patikasını etkilemede başarısız olacağını öne sürmüşlerdir. Buna göre politikaların -eksik bilgilenmeden veya parasal sürprizlerden kaynaklanan- sadece öngüremeyen (unanticipated) kısmının kısa vadede geçici reel etkileri mevcuttur. Sistematik şekilde uygulanan politikalar ise -rasyonel bekleşilere sahip karar birimleri tarafından öngörülebilir (anticipated) olduğundan- yalnızca enflasyonist bekleşileri arttırmakta ve reel değişkenler üzerinde kısa vadede dahi herhangi bir etkisi olmamaktadır (Sargent ve Wallace, 1975: 241-249). Bu bağlamda politika etkinsizliği önermesi, politikaların öngörülebilir kısmını kurala bağlı politikalar ile ilişkilendirmekte ve sistematik olarak uygulanan politikaların kısa ve uzun dönemde üretim ve istihdam üzerinde etkili olamayacağını göstermektedir.

1970'li yılların sonlarında kurala bağlı ve ihtiyari politika tartışmaları F. Kydland ve E. Prescott'un (1977) politika uygulamalarındaki "zaman tutarsızlığı" (time inconsistency) ve "kredibilite"<sup>4</sup> sorunlarını ortaya koymaları ile farklı bir boyut kazanmıştır. Kydland ve Prescott'a göre, politikalarda yaşanan dinamik zaman tutarsızlığı problemi optimal kontrol teorisinin<sup>5</sup> ekonomik planlama açısından uygun olmamasından kaynaklanmaktadır. Buna göre rasyonel beklentiler altında, cari durumu

---

<sup>4</sup> Literatürde kredibilite kavramına ilişkin farklı tanımlamalar mevcuttur. K. Blackburn ve M. Christensen'e (1989: 2) göre kredibilite, ekonomi politikasının bugünkü ve gelecekteki rotasının politika yapıcılar tarafından ilan edilen program ile tutarlı olması anlamına gelmektedir. A. Drazen (2000: 166) ise kredibiliteyi, politika yapıcının kredibilitesi ve politikanın kredibilitesi şeklinde iki farklı kavram olarak ele almıştır. İlki, politika yapıcının söylediklerini harfiyen yerine getirmesidir. İkincisi, politikanın yürütülebileceğine ilişkin bekleşilerdir.

<sup>5</sup> Optimal kontrol teorisine göre, veri bir dönemde cari duruma göre alınan en iyi kararların gelecekte alınan kararlar ile aynı olması gerekmektedir (Kydland ve Prescott, 1977: 473).

veri kabul ederek en iyi olan kararı seçen ihtiyari politikalarla sosyal amaç fonksiyonunu maksimize etmek olanaksızdır.

Kydland ve Prescott'un (1977: 477-480) enflasyon ve işsizlik örneği üzerinden dinamik zaman tutarsızlığına ilişkin yapmış olduğu açıklamalar, R. J. Barro ve D. B. Gordon (1983) tarafından basit bir model vasıtasıyla para politikasına uyarlanmıştır. Modele göre toplumun enflasyon ve işsizliğe ilişkin tercihlerini yansıtan amaç fonksiyonunu maksimize etme çabası içerisindeki parasal otoriteler, ihtiyari politikalarla işsizliği azaltacak ve hükümet gelirlerini arttıracak sürpriz enflasyon yaratabilmektedir. Buna karşın rasyonel beklemeyle sahip özel karar birimleri, parasal otoritelerin tercihini sürpriz enflasyondan yana kullandığını anladıklarında bu sürprizler sistematik olarak gerçekleşmeyecektir. Diğer bir ifadeyle üretim ve istihdam üzerinde herhangi bir etkisi olmayan para politikalarının uzun dönemde sadece enflasyonist sonuçları olacaktır. Buna karşın politika otoriteleri ile özel karar birimleri arasında uzun dönemli bir anlaşmayı olanaklı hale getirecek bir parasal politika kuralının taahhüdü, politika otoritelerinin sürpriz enflasyon eğilimlerini engelleyecek ve politikaların kredibilitesini arttıracaktır (Barro ve Gordon, 1983:589-607). Yeni Klasiklere göre para politikasının bağımsız bir merkez bankası tarafından yürütülmesi ve parasal otoritelerin ihtiyari uygulamalarının bağlayıcılığı olan bir kural ile sınırlandırılması güçlü bir taahhüt oluşturmakta ve kredibilite problemini ortadan kaldırmaktadır (Goodfriend, 2007: 7; Montes, 2009: 680).

1980'li yılların başlarında Kydland ve Prescott (1982) ve J. B. Long ve C. I. Plosser'in (1983) öncü çalışmalarıyla şekillenen Reel Konjunktur Teorisi (RKT), kabul ettikleri varsayımlar itibariyle Yeni Klasik çizgiye yakın olmakla birlikte konjunktur dalgalanmalarına ilişkin açıklamalarında kendilerinden önceki okullardan/ekollerden radikal bir şekilde ayrılmıştır. RKT'ye göre konjunktur dalgalanmaları, üretim teknolojisindeki önemli ve ani değişiklikler karşısında ekonominin verdiği optimal tepkilerin sonucu olarak meydana gelmekte ve dengesizlikten ziyade denge durumlarını temsil etmektedir (Woodford, 1999: 24-25). Paranın ve para politikasının ise reel ekonomi üzerinde kısa veya uzun dönemde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır (Mankiw, 1990: 1653).

RKT iktisatçıları, teorik analiz ve ampirik testler arasında bağlantıyı sağlamak ve makroekonomiyi mikroekonomik temellere dayandırmak amacıyla tüketiciler ile firmaların optimizasyona yönelik davranışları üzerine kurulu dinamik zamanlar arası



denge modellerini geliştirmişlerdir. Bununla birlikte simülasyonlardan elde ettikleri yapay (artificial) verilerle gerçek dünya verilerini kalibrasyon (calibration) tekniği ile karşılaştırarak modelleri kantitatif analize uygun hale getirmişlerdir (Woodford, 1999: 25-26). Zamanlar arası denge modellerinin RKT versiyonları, esnek ücret ve fiyatlara bağlı olarak piyasaların sürekli temizlenmesi ve para politikasının reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmaması gibi tartışmalı varsayımlarına rağmen makroekonomik araştırmalardaki hakim konumunu 1990'lı yılların başlarına kadar sürdürmüştür (De Paula ve Saraiva, 2016: 4).

1980'li yıllar, RKT'nin yükselişinin yanı sıra Lucas önderliğindeki Yeni Klasik iktisatçıların saldırılarına karşı Keynesyen iktisadın reaksiyon verdiği bir dönem olmuştur. Birçok iktisatçının<sup>6</sup> katkısıyla şekillenen ve Yeni Keynesyen olarak adlandırılan yaklaşım, Keynesyen önermeleri bazı Yeni Klasik/RKT varsayımları altında yeniden ele almış ve 1970'lerde Keynesyen iktisadın yaşadığı teorik krizi çözümlenmeye çalışmıştır. Bu doğrultuda Keynesyen modellerdeki temel unsur olan nominal ücret ve fiyat yapışkanlıkları; menü maliyetleri, çakışan (overlapping) ücret sözleşmeleri, etkin ücret hipotezi, ücret ve fiyat ataleti (inertia) gibi mikro temeller ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Yeni Keynesyenler paranın uzun dönemdeki yansızlığı, rasyonel bekleyişler ve mikro temellere sahip genel denge modelleri gibi Yeni Klasik unsurları içselleştirmelerine karşı para politikalarının etkileri konusunda Yeni Klasiklerden ayrılmaktadırlar (Landmann, 2014: 9). Tam rekabet ve esnek ücret ve fiyatların geçerli olduğu Yeni Klasik yaklaşımın politika etkinsizliği önermesi karşıısında eksik rekabet ve ücret ve fiyat katılığını kabul eden Yeni Keynesyenler, sistematik para politikalarının kısa dönemde reel etkiler yaratabileceğini öne sürmektedirler (De Paula ve Saraiva, 2016: 4).

Yeni Keynesyen yaklaşımın para politikası analizinde, RKT'nin zamanlararası denge modellerine nominal katılıklar ve eksik rekabet varsayımlarının dahil edildiği dinamik stokastik genel denge modelleri (dynamic stochastic general equilibrium - DSGE-) kullanılmaktadır (Gali, 2008: 1). DSGE modelleri; genel denge karakteristiklerinden dolayı ekonominin farklı sektörleri arasındaki karşılıklı bağlantıları

---

<sup>6</sup> Yeni Keynesyen literatüre önemli katkılar yapan başlıca iktisatçılar şunlardır: S. Fischer, N. G. Mankiw, L. Summers, E. Phelps, J. Stiglitz, B. Bernanke, L. Ball, G. A. Akerlof, J. Yellen, D. Romer, R. Hall, J. Taylor, D. Snower, A. Lindbeck, C. Azariadis, N. Kiyotaki, S. J. Grossman, O. Hart, A. Chaplin ve D. Spulber (Snowdon ve Vane, 2012: 318)

(interlinkages) dikkate almakta, konjonktürel dalgalanmaların kaynağını tanımlamakta, yapısal değişiklikler ile alakalı soruları cevaplayabilmekte, politika değişikliklerinin etkilerini değerlendirebilmekte ve karşı-olgusal (counterfactual) senaryolar oluşturabilmektedir (Viziniuc, 2015: 454).

1980'lerin başında makro iktisattaki keskin ideolojik ve metodolojik farklılıklara bağlı olarak gerçekleşen ayrışma, yerini 1990'lı yıllarda Yeni Klasik/RKT ile Yeni Keynesyen İktisat arasındaki yakınlaşmaya bırakmıştır (Blanchard, 2000b: 39-40). Makroekonominin mikro temellere dayandırılması gerektiği yönündeki metodolojik yaklaşımın, DSGE modelleri ile ampirik açıdan güçlendirilmesi yeni bir uzlaşma zemininin temellerini oluşturmuştur. Bu doğrultuda, M. Goodfriend, R. G. King, J. Gali, R. Clarida ve M. Gertler gibi iktisatçıların önderliğinde klasik ve Keynesyen unsurların bir araya getirilmesi sonucunda sağlanan uzlaşma, eski sentezin ruhunu miras almasından dolayı "Yeni Neoklasik Sentez"<sup>7</sup> olarak adlandırılmıştır (Goodfriend ve King, 1997: 255).

YNS, bir paradigma değişikliğinden ziyade farklı makro iktisat yaklaşımlarının çeşitli katkılarının bir araya getirildiği bir araştırma programını temsil etmektedir. Yeni Klasik İktisat ve RKT analizindeki zamanlar arası optimizasyon ve rasyonel beklentiler ile Yeni Keynesyen İktisattaki tekelleri rekabet, mark-up, maliyetli fiyat ayarlamaları ve parasal istikrar politikalarına atfedilen merkezi önem gibi unsurlar YNS tarafından içselleştirilerek tek bir çerçevede toplanmıştır (Goodfriend, 2007: 59). Bununla birlikte Friedman ve Brunner gibi monetarist iktisatçıların öngörülleri YNS'nin para politikasına ilişkin açıklamalarında önemli bir yere sahip olmuştur.

Politika etkinliği konusunda Keynesyen çizgiyi benimseyen YNS'nin para politikasına ilişkin önemli çıkarımları bulunmaktadır. YNS'ye göre para politikası, reel ekonomik faaliyetler üzerinde güçlü etkilere sahiptir. Reel ekonomik faaliyetler ile para politikası arasındaki bağlantıyı ise firmaların ortalama mark-up<sup>8</sup> düzeyleri sağlamaktadır. Örneğin toplam talebi arttırmaya yönelik para politikası, marjinal maliyetlerin artmasına ve dolayısıyla ortalama mark-up düzeyinin düşmesine neden olmaktadır. Azalan ortalama mark-up düzeyleri de -RKT'deki vergi indirimlerine benzer şekilde- üretim ve istihdamı

---

<sup>7</sup> YNS, literatürde "Yeni Keynesyen Yaklaşım" (Clarida, Gali ve Gertler, 1999; Bean, 2007) ve "Yeni Uzlaşma Modeli" (Arestis ve Sawyer, 2003) gibi farklı isimlerle de adlandırılmaktadır.

<sup>8</sup> Ortalama mark-up, firmaların ortalama fiyat düzeyinin marjinal maliyetlerine oranıdır (Goodfriend ve King, 1997: 256)

arttırmaktadır. Bu yönüyle ortalama mark-up, enflasyondaki değişmelerin kaynağını da oluşturmaktadır (Goodfriend ve King, 1997: 232-256).

YNS'nin, ortalama mark-up düzeyinin bileşenlerinden olan maliyet koşullarında RKT çizgisindeki verimlilik ve enerji şokları gibi arz yanlı şoklara yer vermesi, para politikasının üretimin potansiyel değerinde yaşanabilecek sapmaları dikkate alması gerekliliğini doğurmaktadır. Üretim ağığındaki (output gap) değişkenlikler ortalama mark-up seviyesini ve dolayısıyla enflasyonu etkilediğinden optimal para politikasının hem fiyat hem de üretim istikrarını sağlaması gerekmektedir. Burada politika otoritesine düşen görev, arz yanlı bozulmalara bağlı olarak gerçeğleşen üretim ağığını, toplam talebi yönetecek aktivist politikalar ile dengelemektir. Bu bağlamda YNS'ye göre fiyat istikrarını hedefleyen bir para politikası ile üretim ve istihdamı istikrarlı hale getirmek mümkündür (Goodfriend, 2007: 61).

YNS'de, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi benimsenmektedir. 1960'lı yıllardan sonra merkez bankaları tarafından uygulanan “dur-kalk”<sup>9</sup> (go-stop) politikaları neticesinde enflasyon ve üretim düzeyinde önemli dalgalanmalar gerçeğleşmiş, fiyat istikrarının öncelikli hedef olarak benimsenmemesi trend enflasyonda ciddi artışların yaşanmasına neden olmuştur. 1980'li yıllardan itibaren merkez bankaları, çeşitli deneyimler ışığında fiyat istikrarını hedefleyen para politikaları ile enflasyonun kontrol altına alınabileceği ve düşük düzeylerde istikrarının sağlanabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte 1990'lı yıllarda üretim düzeyindeki düşük dalgalanmalar, düşük ve istikrarlı enflasyon oranı ile ilişkilendirilmiştir. Bu doğrultuda parasal hedefleme veya yurtdışından düşük enflasyonun ithal edildiği nominal döviz kuru hedeflemesi gibi dolaylı stratejilerin sahip olduğu problemlerden ötürü merkez bankalarının öncelikli tercihi enflasyonu doğrudan hedeflemek olmuştur (Goodfriend, Mork ve Söderström, 2007: 16).

---

<sup>9</sup> “Dur-kalk” politikaları, enflasyonist bekleyişlerin para politikası için bir çapa olarak görülmemesi ve ücret ve fiyat enflasyonunda herhangi bir önem atfedilmemesinin bir sonucu olarak 1960'lı yıllardan itibaren merkez bankaları tarafından yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Buna göre politika döngüsünün yükseliş aşamasında para politikasının üretim ve istihdamı artırma çabaları ile yavaşça artan enflasyon, özel karar birimlerinin fiyatlama kararlarında enflasyonist bekleyişleri dikkate alması ile trend değerinin üzerine çıkmaktadır. Yükselen enflasyonu sıkı para politikaları ile kontrol altına almaya yönelik müdahalelerin gerçeğleştiği durma aşamasında ise kısa vadeli faiz oranlarında sert artışlar ve buna bağlı olarak yüksek işsizlik yaşanmaktadır (Goodfriend, 2005: 244-245).

YNS'ye göre özel sektörün fiyatlama davranışları para politikasına ilişkin beklentilere dayandığından, merkez bankasının enflasyonla mücadelede karşılaşacağı değiş-tokuşları azaltabilmesi için politika taahhütlerinin kredibiliteye sahip olması gerekmektedir (Clarida, Gali ve Gertler, 1999: 1671-1676). Merkez bankasının, para politikası stratejisinde kredibiliteyi tesis edebilmesinin yollarından biri güçlü kurumsal desteğe sahip olmaktır. Merkez bankasının, enflasyonla mücadelede faiz oranlarını politika aracı olarak etkin bir şekilde kullanabilmesi için operasyonel bağımsızlığının olması ve bunun yasal çerçeve ile desteklenmesi gerekmektedir. Nominal katılıklara bağlı olarak enflasyon ve işsizlik arasındaki kısa vadeli değiş-tokuş ilişkisinin varlığı, bağımsız olmayan bir merkez bankasının siyasi baskılara maruz kalmasına ve politikaların kredibilitésinin zarar görmesine neden olabilmektedir.

Kredibiliteye katkı sağlayan bir diğer unsur ise şeffaflıktır (transparency). Merkez bankasının ekonominin durumuna yönelik tutumu, parasal aktarım mekanizmaları, enflasyon ve işsizliğe ilişkin orta vadeli hedefleri ve kurumsal düzenlemelerinin şeffaf olması, özel sektör nezdinde merkez bankasının hedeflediği enflasyonu sürdürmeye yönelik taahhüdüne duyulan güveni ve dolayısıyla para politikasının hedeflerine ulaşmadaki etkinliğini arttırmaktadır (Goodfriend, Mork ve Söderström, 2007: 19-20).

#### **2.1.1.2. IS-PC-MR Modeli**

IS-LM modeli<sup>10</sup> ekonominin parasal yönü ile reel yönünü bir arada ele almaya olanak sağlayan bir modeldir. Modelde, mal ve para piyasalarının eş anlı dengeye gelmesiyle ekonomide genel dengenin nasıl oluşacağı gösterilmektedir (Snowdon ve Vane, 2012: 90-94). IS-LM modeli uzun yıllar boyunca makro iktisat eğitiminde ve makroekonomik politikaların yönü üzerinde etkili olmuştur. Buna karşın YNS ile birlikte para politikası literatüründe yaşanan gelişmelerin doğal sonucu olarak IS-LM modeline birçok iktisatçı tarafından ciddi eleştiriler yöneltilmiş ve yeni bir makroekonomik model ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Eleştirilerden ilki, modellerin mikro temel eksikliğidir. Modeller, karmaşık ekonomiyi çok sayıda denklem vasıtasıyla basite indirgemesine karşın ekonomik birimler arasındaki ilişkiler rasyonel beklentilere dayalı optimizasyon davranışını

---

<sup>10</sup> Model, J. R. Hicks (1937) tarafından ortaya atılmış, F. Modigliani (1944) tarafından detaylandırılmış ve A. Hansen (1953) tarafından popüler hale getirilmiştir (Snowdon ve Vane, 2012: 90).

içermemektedir. İkincisi, modellerin kısa vadeli statik bir yapıya sahip olmasıdır. Ekonominin dinamik doğasının dikkate alınmaması ücret, fiyat ve para arzının dışsal olarak kabul edilmesine neden olmuştur. Üçüncüsü, modellerde mantıksal tutarsızlıkların bulunmasıdır. Akım dengesi olan IS eğrisi, stok dengesi olan LM eğrisi ile tutarsızdır. Tasarrufların servet stokunu değiştirmesiyle LM eğrisinin pozisyonu değişeceğinden IS ve LM dengesi sürdürülemezdir. Son olarak, IS-LM modelinin varsayımları ve modellemeye ilişkin düşünceleri günümüzde DSGE modelleri ile yürütülen makroekonomik araştırmaların varsayımlarından önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Bu haliyle modeller, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanan para politikalarının analizine olanak sağlamamaktadır (Li ve Wu, 2015: 297-298).

Romer'e (2000) göre -para politikasının parasal hedeflemeye uygun biçimde tasarlandığı- IS-LM modelleri, faiz oranlarının hedeflendiği günümüz para politikaları için uygun değildir. Merkez bankasının operasyonel hedefinde parasal tabanı kullandığı varsayımından türetilen LM eğrisi, faiz oranlarındaki değişimleri modelleyememektedir. Bununla birlikte Walsh (2002) IS-LM modellerinin toplam arzın türetilmesinde tutarsızlıklara sahip olduğunu ve enflasyon oranının modellenemediğini ifade etmektedir. Bu da enflasyona dayalı olan, enflasyon hedeflemesi, kredibilite, para politikası kuralı ve kayıp fonksiyonu gibi YNS ile ortaya çıkan yeni teorik kavramların analiz edilememesine yol açmaktadır (Bofinger, Mayer ve Wollmershauser, 2003: 6-7). Bu bağlamda YNS ile birlikte IS-LM eğrilerinin bulunduğu geleneksel makroekonomik modellerin yerini bekleyişler eklentili IS eğrisi, Yeni Keynesyen Phillips Eğrisi (Phillips Curve -PC-) ve parasal kural (monetary rule -MR-) denklemlerinin olduğu DSGE modelleri almıştır (Carlin ve Soskice, 2005: 1).

Modellerde yer alan denklemlerden; IS eğrisi üretim düzeyinin faiz oranlarına bağlı olduğunu, PC eğrisi enflasyonun üretim düzeyine bağlı olduğunu, MR denklemi ise merkez bankasının faiz oranlarını enflasyon ve üretim düzeyine göre belirlediğini göstermektedir.

Kriz öncesi dönemde merkez bankalarının uyguladığı başlıca politika stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin YNS ile oluşturulan teorik temelleri analitik olarak Walsh (2009b: 247-248) tarafından iki temel eşitlikle şu şekilde ifade edilmektedir:

İlk eşitlik, geleneksel IS eğrisinin bekleyişler eklentili dinamik versiyonudur:

$$x_t = E_t x_{t+1} - \left( \frac{1}{\sigma} \right) (i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n) \quad (1.1.)$$

İkinci eşitlik, Yeni Keynesyen Phillips eğrisini temsil etmektedir:

$$\pi_t - \pi^\tau = \beta E_t (\pi_{t+1} - \pi^\tau) + \kappa x_t + e_t \quad (1.2.)$$

Modelde  $x_t$  fiili üretimin potansiyel üretimden farkı olan üretim açığıdır,  $i_t$  politika faiz oranını,  $\pi_t$  enflasyon oranını,  $\pi^\tau$  merkez bankasının enflasyon hedefini göstermektedir. Firmaların fiyatlarını, merkez bankasının enflasyon hedefine göre ayarlaması varsayımının içselleştirildiği (1.2.) numaralı eşitlik, sıfır olmayan ve durağan bir enflasyon oranına imkan sağlamaktadır. Hem -üretim açığının sıfır olduğu denge (doğal) reel faiz oranını gösteren-,  $r_t^n$  hem de  $e_t$  dışsal stokastik şokları temsil etmektedir. (1.1.) numaralı eşitlikte,  $r_t^n$ 'yi, toplam verimlilik, tüketici tercihleri, risk algısı ve maliye politikasındaki dalgalanmalar gibi şoklar belirlerken, (1.2.) numaralı eşitlikle maliyet şoku olarak kabul edilen  $e_t$  esnek fiyatlı (flexible-price) üretim ve potansiyel üretim arasındaki dışsal stokastik dalgalanmalar sonucunda meydana gelmektedir.

Üretim açığındaki hareketler ve maliyet şokları, geçici dalgalanmaları yansıttığından üretim açığına ilişkin koşulsuz bekleyişler ( $E$ ) sıfırdır. (1.2.) numaralı eşitlikte gösterildiği üzere  $E(\pi_t - \pi^\tau) = \beta E(\pi - \pi^\tau)$ . Enflasyonun yükselen bir seyir izlemediği kabul edilirse  $E\pi = \pi^\tau$  olacaktır. Buradan da (1.1.) numaralı IS denkleminde beklenen reel faizler ile beklenen denge reel faizinin birbirine eşit olduğu  $\{E(i - \pi) = E r^n\}$  görülmektedir. YNS etrafında varılan uzlaşmanın temel çıkarımlarını temsil eden bu sonuçlara göre, reel faizlere ilişkin koşulsuz bekleyişler sadece reel faktörlerin davranışlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Para politikasının reel ekonomik faaliyetler üzerinde sürdürülebilir bir etkisi yoktur ve ortalama enflasyon doğal bir çapa tesis etmemektedir. Dolayısıyla para politikasının düşük ve istikrarlı enflasyon hedefine ulaşabilmesi için kredibiliteye sahip nominal bir çapa tesis etmesi gerekmektedir.

Modelin parasal aktarım mekanizması oldukça basit bir şekilde işlemektedir. Fiyatlar kademeli bir şekilde ayarlandığından merkez bankası, politika faizindeki  $i_t$  değişiklikler vasıtasıyla reel faizleri ve dolayısıyla toplam harcamaları etkileyebilmektedir. Para politikası aracılığıyla üretimin zamanlar arası fiyatını değiştiren merkez bankası, ekonomik birimlerin tüketim kararlarını ve haliyle reel ekonomiyi etkileyebilmektedir. Buna göre karar birimleri, reel faiz oranları düştüğünde bugünkü tüketim harcamalarını arttırırken, reel faiz oranları arttığında gelecekteki tüketimi tercih edip bugünkü tüketim harcamalarını azaltacaklardır. Bu bağlamda para politikası, denge faiz oranında dalgalanmalarla karşı karşıya kaldığında politika faizini kullanarak reel üretimi etkin bir şekilde istikrarlı hale getirecektir. Buna bağlı olarak  $i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n$  ile tanımlanan faiz açığı (interest rate gap) sıfır olacaktır.

(1.1.) numaralı eşitlikten hareketle, reel faiz oranının mevcut ve beklenen değerinin toplam talebi etkilediğini ifade etmek mümkündür:

$$y_t = -\left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{j=0}^{\infty} E_t (i_{t+j+1} - \pi_{t+j+1} - r_{t+j}^n) \quad (1.3.)$$

Eşitliğe göre para politikası tepkisinin ayarlanmasında, politika faizinin mevcut değeri ve gelecekteki durumuna ilişkin bekleyişler önemli rol oynamaktadır. Dolayısıyla merkez bankacılığı ve para politikası, bekleyişlerin yönetimine dayalı bir içeriğe bürünmektedir (Woodford, 2003: 15). Bununla birlikte eşitlik, aktif fiyatlarındaki değişmelerin sadece bugünkü politika faizini veya politika faizinin gelecekteki değerine ilişkin bekleyişlerini değiştirebildiği durumlarda ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olabileceğini ifade etmektedir.

Bekleyişler eklentili IS eğrisi ve Yeni Keynesyen Phillips eğrisini gösteren (1.1.) ve (1.2.) numaralı eşitlikler, politika analizinde kullanılan DSGE modellerinin temelini oluşturmakta ve çeşitli politika öngörülerine imkan vermektedir. Eşitliklerle ortaya konulan temel yapının, nominal faiz oranlarının ayarlandığı veya politika amaçlarının belirlendiği bir politika kuralı ile bileşimi, çok sayıda politika probleminin çözümünde bu çerçevenin kullanılabilmesine olanak sağlamaktadır (Walsh, 2009b: 247-249). Bu bağlamda L. E. O. Svensson'a (2002: 6-7; 2012: 36) göre merkez bankasının enflasyon

hedeflemesi altında enflasyon ve üretim açığı hedeflerine ulaşabilmesi için zamanlar arası kayıp fonksiyonunu (intertemporal loss function) minimize edecek bir politika faizi belirlemesi gerekmektedir.<sup>11 12</sup> Merkez bankasının minimize etmesi gereken sosyal kayıp fonksiyonu şu şekildedir:

$$\frac{1}{2} E_t \sum_{j=0}^{\infty} \beta_j [(\pi_{t+j} - \pi^*)^2 + \lambda x_{t+j}^2] \quad (1.4.)$$

Kayıp fonksiyonunda  $\pi_t$  enflasyonu,  $\pi^*$  enflasyon hedefini ve  $x_t$  ise üretim açığını göstermektedir.  $\lambda$ , enflasyonun uzun vadeli hedefi etrafında istikrar kazanmasına bağlı olarak üretimin doğal düzeyinin etrafında istikrar kazanmasına diğer bir ifadeyle üretim istikrarına verilen ağırlığı temsil etmektedir.  $\lambda > 0$  olduğu durumda enflasyonist eğilime<sup>13</sup> (inflation bias) ilişkin göze çarpan bir durum söz konusu olmadığından merkez bankası reaksiyon fonksiyonunda üretim açığının istikrarını da dikkate almaktadır.  $\lambda > 0$  olduğundan para politikasında izlenen strateji hem enflasyon hem de üretim açığının hedeflendiği “esnek enflasyon hedeflemesi” (flexible inflation targeting) olmaktadır. Diğer taraftan  $\lambda = 0$  olduğu durumda reaksiyon fonksiyonunda sadece enflasyon hedeflenirken üretimdeki dalgalanmalar dikkate alınmamaktadır. “Katı enflasyon hedeflemesi” (strict inflation targeting) olarak adlandırılan bu strateji gerçeklikten uzak, özel bir durumu temsil etmektedir (Svensson, 2002: 7).

IS-PC-MR denklemlerinden oluşan DSGE modeli, para politikasının enflasyon ve üretim açığına bağlı olan kuadratik kayıp fonksiyonunu minimize etmesi gerektiğini savunan geleneksel görüşü rasyonelleştirmesinin yanı sıra sosyal kayıp fonksiyonunun

<sup>11</sup> Para politikasının yürütülmesinde kullanılan başlıca politika kuralları “hedefleme kuralları” (targeting rules) ve “araç kurallarıdır” (instrument rules). Svensson, para politikasının araç kurallarından ziyade hedefleme kurallarına göre yürütülmesi gerektiğini savunmaktadır. Ulaşılması planlanan hedeflerin belirlendiği hedefleme kuralında; hedef değişkenler, bu değişkenlerin hedef düzeyleri ve -açık veya zımnî şekilde- minimize edilmesi gereken kayıp fonksiyonu bulunmaktadır (Svensson, 2002: 4-5).

<sup>12</sup> Modelin parasal kural bloğunda zamanlar arası kayıp fonksiyonunun yerine basit Taylor Kuralı da kullanılabilir.  $i_t^T = r_t^n + \theta_\pi \pi_t + \theta_y \gamma_t$ . Denkleminde  $i_t^T$  merkez bankasının hedeflediği faiz oranını gösterirken enflasyon ve üretim açığının önündeki katsayılar  $\theta_\pi > 1$  ve  $\theta_y > 0$  şeklinde olmaktadır (Fagiolo ve Roventini, 2016: 5).

<sup>13</sup> Para politikasının enflasyonist eğilimi, ortalama enflasyon oranının hedeflenen enflasyonun üzerinde olduğu durumu ifade etmektedir (Svensson, 2002:7).



sadece enflasyon ve üretim değişkenleri ile yazılması gerektiğini ifade etmektedir. Dolayısıyla modele göre merkez bankasına finansal istikrar veya döviz kuru istikrarı gibi ilave hedefler yüklenmemelidir. Bununla birlikte politika faizi, hedeflenen değişkenlerinin bugünkü ve gelecekte beklenen değerlerini etkileyen bilgilere karşı tepki göstermelidir. Örneğin politika faizi, kredi marjları (credit spreads) gibi hedeflenmeyen değişkenler ile ilgili bilgiler doğrultusunda ayarlanabilir. Ancak bu bilgilerin enflasyon ve üretim açığının gelecekte beklenen değerlerine ilişkin tahmin gücü olması gerekmektedir (Chang, 2014: 15-16).

### **2.1.1.3. Uzlaşa sağlanan makroekonomik politikalar**

YNS ile sağlanan uzlaşının, küresel finansal kriz öncesi dönemde yaşanan fiyat istikrarı ve yüksek büyüme sürecinde önemli rol oynadığı kabul edilmektedir (Gali ve Gambetti, 2009; Mishkin, 2011a; Landmann, 2014; De Paula ve Saraiva; 2016). YNS çerçevesinde ortaya atılan politika önerileri, dünyadaki iktisat politikalarına yön veren Jackson Hole sempozyumları<sup>14</sup> gibi çeşitli platformlarda tartışılmış ve birçok konu üzerinde görüş birliğine varılmıştır. Kriz öncesi döneme hakim olan para politikalarını şu şekilde sıralamak mümkündür: (Bernanke ve Gertler, 2001: 253; Svensson, 2003: 9-10; Bean, vd. 2010: 268-270; Blanchard, Dell’Ariccia ve Mauro, 2010: 3-6; Mishkin, 2011a: 2-16; Clarida, 2012: 124-125)

- 1- Para politikası, makroekonomik istikrarın sağlanmasında maliye politikasına nazaran öncelikli ve merkezi bir role sahiptir.
- 2- Para politikasının nihai amacı düşük ve istikrarlı enflasyonu sağlamaktır. Fiyat istikrarını sağlayan para politikası aynı zamanda üretim seviyesindeki değişiklikleri de minimize etmektedir.
- 3- Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarına ulaşmada izlenecek para politikası stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kamuoyuna ilan edilen orta vadeli enflasyon hedefi para politikası için nominal çapa vazifesi görerek, kısa vadede reel ekonomiyi istikrara kavuşturmada merkez bankasına esneklik sağlamaktadır.

---

<sup>14</sup> Jackson Hole sempozyumları, 1981 yılından itibaren her yıl Kansas City FED tarafından ABD’nin Wyoming/Jackson Hole kasabasında seçkin akademisyen ve merkez bankacılarının katılımıyla düzenlenmektedir.

- 4- Merkez bankası para politikasının yürütülmesinde kısa vadeli faiz oranlarını politika faizi olarak kullanmaktadır. Merkez bankası politika faizini, açık veya örtük şekilde Taylor Kuralı gibi şeffaf ve tahmin edilebilir bir politika kuralı altında belirlemektedir.
- 5- Parasal aktarım mekanizmaları, uzun vadeli faiz oranları, aktif fiyatları ve gelecekteki enflasyona ilişkin beklendişler kanalıyla işlemektedir. Beklendişlere atfedilen önem doğal olarak para politikalarında kredibilitenin tesis edilmesi gerekliliğini doğurmaktadır.
- 6- Dinamik zaman tutarsızlığı problemini ortadan kaldırmak ve kredibilitayı sağlamak amacıyla merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması ve kurumsal taahhüt mekanizmaları için şeffaflık ve hesap verebilirliğin oluşturulması gerekmektedir.
- 7- Etkin piyasa hipotezine bağılı olarak finansal piyasada oluşan fiyatlar mevcut tüm bilgiyi yansıtmakta ve rasyonel beklendişlere sahip ekonomik birimler yeni bilgileri anında beklendişlerine uyumlaştırmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasalar riski dağıtmada ve fiyatlamada etkin bir şekilde çalışırken finansal yenilikler refah düzeyini arttırıcı etkilere sahiptir.
- 8- Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında çok yakın bir ilişki mevcuttur. Birinin sağlanması ile diğere ulaşmak mümkündür.

Küresel finansal kriz öncesi dönemde dünya ekonomisinin göstermiş olduğı yüksek performansın çeşitli faktörlere dayanılarak açıklandığı görülmektedir. Geçmiş dönemlere nispeten ekonomide belirgin bir şokun yaşanmaması, teknolojiye, ekonomik kurumlarda ve işletme yönetimlerindeki yapısal değışiklikler ve başta para politikası olmak üzere makroekonomik politikadaki etkinliğin artması Great Moderation döneminin başlıca sebepleri olarak kabul edilmektedir (Aucremanne ve Ide, 2010: 8). Faktörlere atfedilen nispi önem görüşler arasında farklılık göstermek ile birlikte YNS çerçevesinde uygulanan para politikalarının düşük üretim-enflasyon değışkenliğine önemli katkılar sağladığı konusunda bir uzlaşya varıldığından bahsetmek mümkündür (Bernanke, 2004; Gali ve Gamberti, 2009; Blanchard ve Gali, 2010).

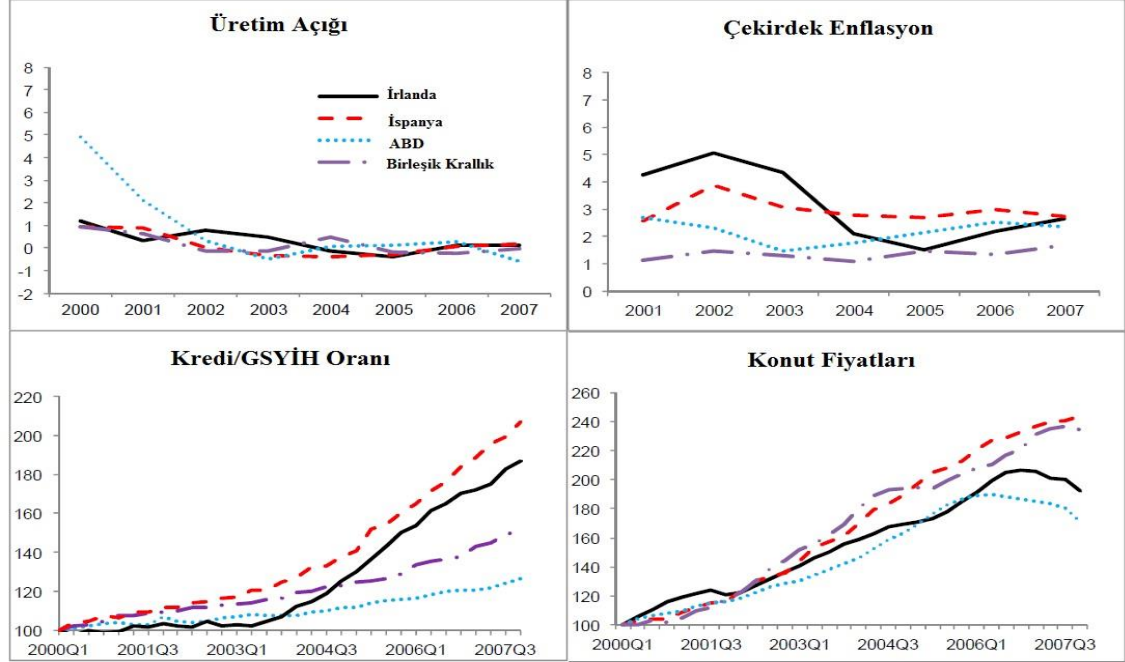
### **2.1.2. Kriz sonrası dönem: Fiyat istikrarı, finansal istikrar ve enflasyon hedeflemesi**

Küresel finansal kriz öncesi dönemde merkez bankaları, finansal istikrarsızlıkların reel ekonomi üzerinde ciddi olumsuzluklar yarattığının farkında olmalarına karşın finansal friksiyonları konjonktürel dalgalanmaların temel kaynağı olarak genel denge modellerine dahil etmemişlerdir. Bu da doğal olarak para ve finansal istikrar politikaları arasında dikotomiye yol açmış ve iki politikanın da ayrı otorite tarafından yürütülmesine neden olmuştur. Enflasyon ve üretim açığının minimize edilmesine odaklanıldığı para politikasına, aktif fiyat balonları ve aşırı kredi büyümesi gibi finansal friksiyonlarla mücadelede herhangi bir görev atanmamıştır (Mishkin, 2011a: 17). Temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları, finansal değişkenleri sadece enflasyona ilişkin beklentiye ilişkin oluşumunda taşımış olabileceği bilgiden dolayı dikkate almıştır (Bernanke ve Gertler, 1999: 78).

Fiyat istikrarının, finansal istikrarın bir ön koşulu olduğu yönündeki geleneksel görüşten hareketle (Schwartz, 1995; Bordo ve Wheelock, 1998; Bordo, 2007) merkez bankalarının aktif fiyatlarındaki gelişmeler karşısında reaktif bir tutum izlemesi yönünde bir uzlaşma sağlanmıştır. Bu doğrultuda para politikaları, aktif fiyatlarındaki dalgalanmalara ve potansiyel balonlara tepki gösterilmemesi (benign neglect) ve politika tepkisinin ancak -makroekonomik istikrarın tesisi amacıyla- balon patladıktan sonra verilmesi gerektiğini ileri süren hakim görüş (clean up) ile tutarlı bir şekilde yürütülmüştür (Bernanke ve Gertler, 1999, 2001; Greenspan, 2002; Bernanke, 2002a; Gilchrist ve Leahy, 2002).

Hakim görüşün etkisiyle dar bir perspektiften fiyat istikrarına odaklanan merkez bankalarının finansal istikrar açısından üstlendikleri tek rol geleneksel son borç verme mercii olma (lender of last resort) fonksiyonunu icra etmek olurken, finansal istikrarın sağlanması ayrı bir ihtiyati denetim ve gözetim otoritesine bırakılmıştır (Mishkin, 2011a: 17). Finansal istikrarı sağlamaya yönelik ihtiyati düzenleme ve denetimlerde, bireysel kurumların ve piyasaların güvenliğine odaklanıldığı mikro ihtiyati yaklaşım benimsenmiş, finansal aracılığın ve düzenlemelerin makroekonomik ve sistemik sonuçları ihmal edilmiştir (Blanchard, Dell’Ariccia ve Mauro, 2010: 6).

**Grafik 2. Kriz Öncesi Dönemde Üretim Açığı, Çekirdek Enflasyon ve Finansal Göstergeler**



Kaynak: Bayoumi vd. (2014)

Küresel finansal kriz düşük enflasyon ve istikrarlı üretim açığının olduğu bir çevrede dahi makro-f finansal dengesizliklerin önemli oranda artabileceğini açık bir biçimde göstermiştir. Grafik 2'den de görüleceği üzere esnek enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda oldukça düşük seviyelerde seyreden faiz oranları risk alma davranışlarında ve finansal kurumların kaldıraç oranlarında aşırılıklara yol açmıştır. Kriz sonrası dönemde yapılan ampirik çalışmalar da konjonktür dalgalanmalarını -enflasyon ve üretim açığının ötesinde- kredi/GSYİH oranının şekillendirdiğini ortaya koymuştur (Jorda, Schularick ve Taylor, 2011, 2013; Schularick ve Taylor, 2012).

Fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti etmediğinin anlaşılması, para politikasının finansal istikrardaki rolünün yeniden değerlendirilmesine yol açmıştır. Bu doğrultuda finansal döngülerin konjonktürel döngülerden farklı bir kavram olduğunun anlaşılması ve tanımlanan yeni parasal aktarım mekanizmaları, para politikasının finansal istikrara ilişkin konuları dikkate alma gerekliliğinin yanı sıra çözülmesi gereken yeni değiş-tokuş durumlarının olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte geleneksel makroekonomik modellere kredi friksiyonlarının ve finansal aracılığın dahil edilmesi

genişletilmiş parasal kuralların analizine olanak sağlamıştır. Finansal şoklar karşısında genişletilmiş kuralların standart kurallardan daha etkin olduğunun ampirik çalışmalarla kanıtlanmasına karşın para politikasının finansal istikrarı sağlamadaki sınırları ve olumsuz yan etkileri, alternatif bir politikaya duyulan gereksinimi belirgin hale getirmiştir.

### **2.1.2.1.Finansal döngülerin nemi**

Küresel finansal kriz öncesi dönemde konjonktürel dalgalanmalara ilişkin modellere finansal faktörlerin dahil edilmemesi, iktisatçıların makroekonomik faaliyetlere ilişkin düşüncelerinin şekillenmesinde finansal konuların ihmal edilmesi anlamına gelmemektedir. Ancak Great Moderation döneminde önemli bir şokun yaşanmaması, fiyat istikrarı ile finansal istikrarın sağlandığı görüşünü güçlendirmiştir. Küresel finansal kriz, makro-finansal dengesizliklerin düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme oranlarının var olduğu bir ortamda dahi ciddi tehlikeler yaratabileceğini göstermiş ve konjonktürel dalgalanmaların anlaşılmasında finansal faktörlerin önemi ni açıkça ortaya koymuştur. Bu bağlamda kriz sonrası dönemde finansal döngülerin - özellikle finansal istikrarsızlık dönemlerinde- konjonktür dalgalanmalarında oynadığı rolün farkına varılmış ve finansal döngüyü ele alan çalışmalar hız kazanmıştır (Ma ve Zhang, 2016: 502-503).

Finansal döngüler birbiriyle ilişkili iki faktöre bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. İlki, bilimsel bir keşif veya teknolojik ilerlemeler karşısında yatırımcıların gelire ilişkin bekleyişlerini radikal bir şekilde yükseltmesiyle oluşan irrasyonel coşkuya (irrational exuberance) olan doğal eğilimin sonucudur. İkincisi ise, finansal aracıların gelecekteki gelire ilişkin beklenen artışları kredi yaratımı vasıtasıyla bugünkü gelire dönüştürme kapasitelerinin finansal genişlemeye yol açmasından kaynaklanmaktadır. Daha tehlikeli olan ve politika yapıcıların dikkat etmesi gereken, irrasyonel coşkudan ziyade finansal aracıların transfer kapasitesi bir diğer ifadeyle fonlama şekilleridir. Finansal döngünün tersine dönmesi durumunda aşırı kaldıraçlarla veya vade dönüşümleriyle finanse edilen aktif fiyat balonlarının ekonomi üzerinde yıkıcı sistemik sonuçları olabilmektedir (Praet, 2016).

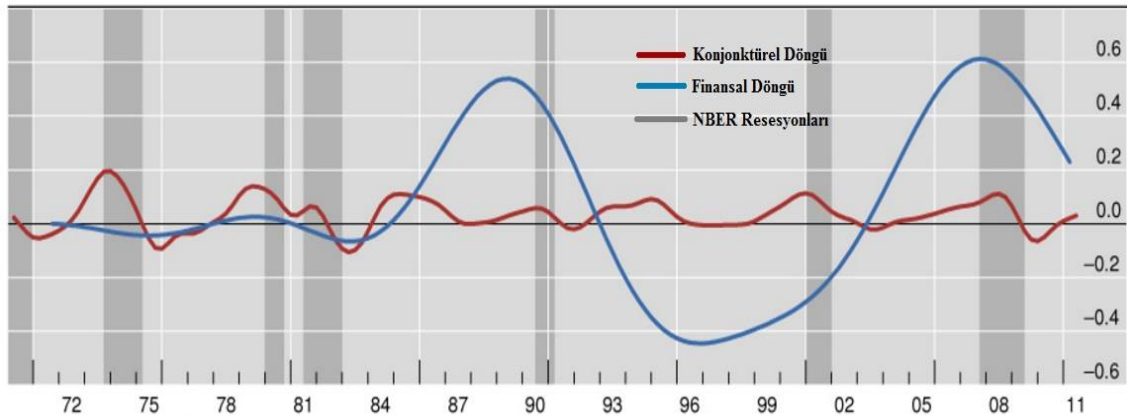
Finansal döngülerin tanımını üzerinde bir uzlaşı henüz oluşmamıştır. Bununla birlikte finansal döngüyü, riske yönelik tutum, risk ve değere ilişkin algılar ve finansal

kısıtlar arasında kendi kendini güçlendiren (self-reinforcing) karşılıklı ilişkilerin konjonktürde -daralma ile sonuçlanacak- genişlemelere yol açtığı durum olarak tanımlamak mümkündür. Yaşanan karşılıklı etkileşimler, ekonomik dalgalanmaları güçlendirerek ciddi finansal bozulmaların meydana gelme ihtimalini arttırmaktadır. Finansal döngü bu yönüyle finansal sistemdeki konjonktür yanlılığı kavramına benzerlik göstermektedir (Borio, 2012: 2).

Literatürde finansal döngülere ilişkin yapılmış çalışmaların azlığı ve finansal döngünün tanımlanmasındaki zorluklar, döngünün anlaşılmasına ilişkin değişken seçiminin de farklılaşmasına yol açmıştır (Drehmann, Borio, Tsatsaronis, 2012: 3). Konjonktürel döngünün analizinde ekonomik faaliyetleri en iyi yansıtan temsili değişken GSYİH olarak kabul edilmektedir. Finansal döngü analizinde ise kredi hacmi, kredi/GSYİH oranı, konut ve hisse senedi fiyatları gibi farklı değişkenler kullanılabilir (Claessens, Kose ve Terrones, 2011b; Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012; Strohsal, Proano ve Wolters, 2015; Koopman, Lit ve Lucas, 2016; Galati vd. 2016).

Finansal döngülerin en belirgin özelliği, konjonktürel döngülerden daha uzun sürmesidir (Claessens, Kose ve Terrones, 2011a; Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012; Strohsal, Proano ve Wolters; 2015; Galati vd. 2016). Standart bir konjonktürel döngü 6 çeyrek ile 8 yıl arasında sürebilmekte iken finansal döngünün süresi ekonominin yapısına bağlı olarak 10 ila 20 yıl arasını bulabilmektedir. Bu durum finansal döngülerin, kredi ve gayrimenkul (property) fiyatları gibi değişkenlerin orta vadeli değişimleri ile tanımlanmasının doğal bir sonucudur (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012:19).

**Grafik 3. Konjonktürel Döngü ve Finansal Döngü**



Kaynak: Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, (2012: 19)

Grafik 3.'de, 1960-2011 dönemi için ABD'deki konjonktürel döngü ve finansal döngü ilişkisi gösterilmektedir. Grafikte mavi çizgi, kredi ve gayrimenkul fiyatlarının bileşimi ile elde edilen finansal döngüyü, kırmızı çizgi, GSYİH ile elde edilen konjonktürel döngüyü, gri sütunlar ise Amerikan Ulusal Ekonomik Araştırmalar Merkezi (National Bureau of Economic Research -NBER-) tarafından hesaplanan resesyon dönemlerini temsil etmektedir. Grafikten de görüleceği üzere finansal döngünün süresi ve büyüklüğü konjonktürel döngüye göre daha fazladır (Borio, 2012: 3). Bununla birlikte finansal döngünün daralma aşaması konjonktürel döngüye göre daha uzun sürmektedir. Konjonktürel döngüde yaşanan resesyonların süresi 1 yılı geçmez iken, finansal döngüdeki daralmaların süresi 5 yılın üzerine çıkabilmektedir. Örneğin, dönüm noktası yöntemi<sup>15</sup> (turning-point method) kullanılarak yapılan hesaplamalara göre, Japonya'daki finansal döngünün daralma süreci, döngünün ulaştığı 1992 yılındaki tepe noktasından itibaren halen devam etmektedir (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012: 19).

Finansal döngülerin boyutu ve süresi, yürürlükte olan politika rejimlerine göre farklılık gösterebilmektedir. 1980'li yılların ortalarında başlayan finansal liberalizasyon dalgası, kredi kısıtlarını zayıflatarak risk ve değer algısı, riske yönelik tutum ve fonlama koşulları arasında kendi kendini güçlendiren ilişkileri ve finansal sistemdeki konjonktür yanlılığını arttırmıştır. Bununla birlikte sadece orta vadeli enflasyonun kontrolüne odaklanan bir para politikası rejiminin varlığında sıkı para politikası uygulama olanağının olmaması finansal döngülerin dizginlenememesine neden olmaktadır (Borio, 2012: 6). 1960'lar ve 1970'lerin başında para politikasında izlenen dur-kalk stratejisi, finansal döngülerin güçlenmesini engellemiş ve politika değişiklikleri finansal sistemin çapalarını zayıflatarak elastikiyeti arttırmıştır.

Politika rejimlerinin yanı sıra arz yanlı pozitif gelişmeler de finansal döngü üzerinde etkili olabilmektedir. 1990'lı yıllarda bilgi teknolojisinde yaşanan gelişmeler ve reel ekonominin küreselleşmesi gibi pozitif arz şokları, büyüme potansiyelini arttırarak kredi hacmini arttırırken fiyatlarda aşağı yönlü bir baskıya neden olmaktadır. Bu da finansal döngüyü kontrol altına almada kullanılacak sıkı para politikalarının manevra alanını daraltmaktadır (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012: 20-21).

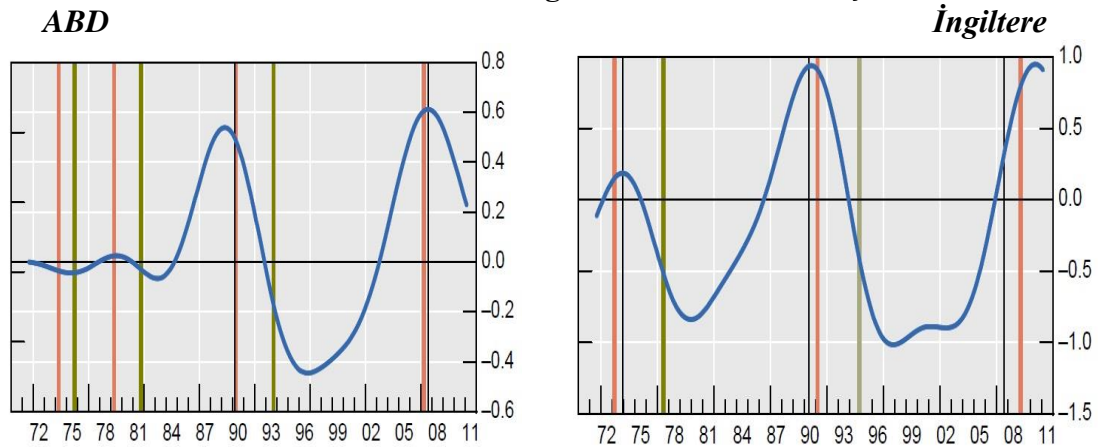
---

<sup>15</sup> Dönüm noktası yönteminde serilerin döngüsel tepe ve dip noktaları tanımlanmaktadır. Tepe ve dip şeklinde gerçekleşen dönüm noktalarının alt kümeleri, serilerin orta vadeli döngülerini göstermektedir (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012: 4-7).

Finansal sistemin farklı segmentlerinde meydana gelen finansal döngülerin boyutu ve süresi birbirinden farklılık gösterebilmektedir. S. Claessens, M. A. Kose ve M. E. Terrones (2011a) tarafından yapılan ve 1960-2007 dönemi için 21 gelişmiş ülkeyi kapsayan çalışmada kredi, konut ve hisse senedi fiyatlarındaki döngüler ayrı ayrı analiz edilmiştir. Buna göre hisse senedi fiyatlarındaki yükselişler ortalama 22, konut fiyatlarındaki artış 14 ve kredi hacmindeki genişleme 8 çeyrek sürmektedir. Bu durum hisse senedi fiyatlarının, kredi ve konut fiyatlarına nazaran yüksek volatilitelere sahip olmasının doğal bir sonucudur. Daralma süreleri ise her bir finansal döngü için ortalama 4 çeyrek sürmektedir. Öte yandan sürelerdeki farklılaşma finansal döngünün boyutlarında da yaşanmaktadır. Tipik bir kredi daralması, kredi hacminde ortalama %4'lük bir azalmaya neden olurken, konut ve hisse senedi fiyatlarındaki azalışlar sırasıyla %6 ve %24 olarak gerçekleşmektedir (Claessens, Kose ve Terrones, 2011a: 10-11).

Finansal döngülerin tepe noktaları ile finansal krizler arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Yurt içi kökenli bir finansal krizin, finansal döngünün tepe noktasında veya ona yakın bir yerde meydana geldiği görülürken tepe noktasından uzakta gerçekleşen krizler ülke dışında gerçekleşen finansal döngülerden doğan kayıpları yansıtmaktadır. Grafik 4.'de ABD ve İngiltere için frekans temelli fitreleme<sup>16</sup> (frequency based filters) analizi ve dönüm noktası yöntemleri kullanılarak hesaplanan finansal döngü bileşimleri vasıtasıyla finansal kriz ve finansal döngü arasındaki ilişki gösterilmektedir.

**Grafik 4. Finansal Döngü ve Finansal Kriz İlişkisi**



*Kaynak: (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012:16)*

<sup>16</sup> Frekans temelli filtreleme analizinde bireysel değişkenlerin serilerinin kısa ve orta vadeli döngüsel bileşimlerinin standart sapmaları hesaplanmaktadır. Buna göre yüksek standart sapmaya sahip olan döngüsel bileşimlerin volatilitesi diğer bir ifadeyle büyüklüğü daha fazla olmaktadır (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012: 4-5).



Dönüm noktası yöntemi kullanılarak bileşen serilerin (kredi, kredi/GSYİH ve konut fiyatları) davranışlarıyla ölçülen finansal döngünün tepe noktası Grafik 4'de turuncu, dip noktası ise yeşil sütunlarla gösterilmektedir. Mavi çizgi, frekans temelli filtreleme analizi yardımıyla ölçülen bileşen serilerin orta vadeli döngü ortalamasını diğer bir ifadeyle finansal döngüyü temsil ederken siyah dikey çizgi ise bankacılık krizlerinin başladığı noktayı göstermektedir (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012: 15). Grafikten de görüleceği üzere bankacılık krizleri ile finansal döngünün tepe noktasının aynı döneme denk gelmesi siyah dikey çizginin fark edilmesini güçleştirmektedir.

Finansal krizler ve finansal döngü arasındaki yakın ilişki, çeşitli ampirik olguların açıklanmasına da katkı sağlamaktadır. Bunlardan biri, finansal döngünün daralma aşamasında meydana gelen resesyonların şiddetinin diğer resesyonlara göre çok daha fazla olmasıdır<sup>17</sup> (Claessens, Kose ve Terrones, 2011a: 18). Bir diğeri, finansal döngülerin tespitinin finansal kriz risklerinin oluşumunun zamanında ve doğru bir şekilde ölçülmesine katkı sağlamasıdır. Finansal krizlerin başlıca göstergeleri, kredi/GSYİH oranı ve aktif fiyatlarında (özellikle gayrimenkul fiyatlarında) gerçekleşen eş anlı pozitif sapmalar veya açıklardır. Ekonomideki kaldıraç düzeyinin kabaca göstergesi olan kredi açığı sistemin kayıpları masnetme derecesinin dolaylı bir şekilde gösterirken, fiyatlardaki ters yönlü ani değişimlerin boyutunu ve meydana gelme ihtimalinin göstergesi olan gayrimenkul fiyatları ise masnetme kapasitesini test etmektedir. (Borio, 2012: 5). Bu bağlamda finansal döngü ölçütleri, finansal sistemin döngüsel durumlarının değerlendirildiği erken uyarı sistemlerinde kullanılabilen ve savunmasızlıkların artması durumunda finansal krize ilişkin güçlü sinyaller yollayabilmektedir (Stremmel, 2015: 19)

Küresel finansal kriz sonrası dönemde mal ve hizmet piyasalarındaki fiyat istikrarının, varlık piyasalarındaki istikrarı garanti etmeyeceğinin anlaşılması, geleneksel konjonktürel döngüler ile finansal döngülerin iki farklı kavram olduğu gerçeğinin doğal bir sonucudur. Finansal döngü ve konjonktürel döngü arasındaki bağlantının koptuğu dönemlerde geleneksel makroekonomik politikalar ve özellikle para politikası, önemli bir açmazın (dilemma) içerisine düşmektedir. Örneğin aktif fiyatları -kredi piyasalarında yaşanan aşırı ısınmaya (overheating) bağlı olarak- anormal düzeyde yükselirken reel

---

<sup>17</sup> Finansal döngünün daralma aşamasında yaşanan resesyonlarda reel GSYİH'da %50'ye varan azalma gerçekleşebilmektedir (Drehmann, Borio ve Tsatsaronis, 2012: 26).

ekonomik faaliyetler son derece düşük seviyelerde olabilmektedir. Böyle bir durumda iki farklı reaksiyon arasında kalan para politikasının, tercihini üretim, istihdam ve enflasyon gibi reel değişkenlerin yer aldığı konjonktürel döngüden yana kullanması muhtemeldir (Constancio, 2015). Bu bağlamda finansal döngülerin kontrol altına alınmasında para politikasının tek başına yeterli olmadığı görülmektedir.

### **2.1.2.2.Parasal aktarım mekanizmalarının değişen doğası**

Reel ekonomik faaliyetleri, enflasyonu ve finansal istikrarı çeşitli kanallar vasıtasıyla etkileyebilen ve para politikasının nihai hedeflerine ulaşmasında büyük öneme sahip olan parasal aktarım mekanizmaları, kriz ile birlikte ciddi eleştirilere maruz kalmıştır. Parasal aktarım kanallarında, finansal friksiyonlar borçluların davranışları ile ilişkilendirilirken finansal araçların sahip olduğu teşviklerden kaynaklanan kredi arzı etkileri ihmal edilmiştir (Kokores, 2015: 77-78). Geleneksel parasal aktarım kanallarının krizi öngörmede ve açıklamada yetersiz kalması, ilave kanalların tanımlanmasına yönelik çalışmaların hızlanmasına yol açmıştır. Bu doğrultuda risk alma kanalı (risk-taking channel), para politikasının sinyal etkileri (signalling effects of monetary policy) ve sürü davranışının kırılması (the breaking of herding behaviour) -özellikle finansal genişleme dönemlerinde- para politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla tanımlanan parasal aktarım kanalları olmuştur (Detken, Gerdesmeier ve Roffia, 2010: 321)

Risk alma kanalı, politika faizindeki değişmelerin, risk algıları ve toleransları ve dolayısıyla aktiflerin fiyatlanması, portföylerdeki risk düzeyi ve fonlama şekilleri üzerinde etkili olmasını ifade etmektedir. Risk alma kanalına göre ekonomik genişleme ve düşük faiz dönemlerinde üstlenilen risklerde içsel artışlar yaşanmakta ve bu da kırılmalıklara yol açmaktadır (Borio ve Zhu, 2008, 2012). Bir diğer parasal aktarım kanalı olan sinyal etkilerinde, politika faizindeki küçük artışlar, yatırım davranışlarında büyük etkiler yaratabilmektedir. Bu kanalda para politikaları merkez bankasının sahip olduğu bilgiyi etkin bir şekilde piyasalara ileterek yatırımcılar arasındaki koordinasyonu iyileştirmektedir (Hoerova, Monnet ve Temzelides, 2009). Sürü davranışının kırılması ise politika faizlerinin arttırılmasının girişimcilerin kaynak maliyetleri üzerinde etkili olabileceğini ifade etmektedir. Yatırımcıların yatırım kararlarını diğer girişimcilerin kararlarını gözlemleyerek verdikleri bu kanalda, politika faizinin arttırılması sürü

davranışlarını durdurarak yatırımcıların kararlarını kendi bilgi setlerine göre vermelerini sağlamaktadır (Loisel, Pommeret ve Portier, 2012).

Kriz sonrası dönemde tanımlanan parasal aktarım kanalları arasında sadece risk alma kanalının ampirik çalışmalarla varlığı ortaya konulabilmiştir. Bu çalışmalarda -teori ile tutarlı bir şekilde- düşük faiz oranlarının olduğu bir ortamda finansal araçların riskli borçlulara verdikleri kredileri arttırdıkları sonucuna ulaşılmıştır (Paligorova ve Jimenez, 2012: 25). Bununla birlikte diğer iki kanalın ampirik testlerle desteklenmesine duyulan ihtiyaç devam etmektedir (Kokores, 2015: 78).

Finansal döngünün önemli bir bileşenini oluşturan risk alma kanalı, üç farklı mekanizma ile işler hale gelmektedir. İlki, faiz oranlarının değerlendirme (valuation), gelirler ve nakit akımları üzerindeki etkileri ile ilişkilidir. Buna göre, faiz oranları yatırımcıların aktif ve pasif yönetimleri üzerinde etkili olmaktadır. Örneğin faiz oranlarının düşmesi aktif ve teminat değerlerinin yanı sıra gelirleri ve karları arttırarak finansal araçların risk algılarının düşmesine/risk toleransının yükselmesine yol açmaktadır. Yükselen piyasalarda ölçülen volatilitenin düşmesi de yatırımcıları kaynaklarını riskli aktiflere tahsis etme konusunda teşvik etmektedir. Geleneksel finansal hızlandırıcı<sup>18</sup> (financial accelerator) mekanizması ile benzerlik taşıyan bu mekanizma, finansal hızlandırıcının daha güçlü etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Geleneksel finansal hızlandırıcı çerçevesinde ekonomik birimler riske duyarız veya riskten kaçınan olarak kabul edilirken risk alma kanalının en önemli faktörlerinden biri ekonomik birimlerin riske yönelik tutumlarının kredi döngüleri boyunca değişim göstermesidir. Zaman içerisinde değişen risk toleransları risk fiyatlamalarının da değişmesine ve kredi piyasalarındaki konjonktür yanlı etkilerin güçlenmesine neden olmaktadır.

Risk alma kanalını aktif hale getiren ikinci mekanizma, merkez bankasının politikalarının öngörülebilirliği ile ilişkilidir. Örneğin, para politikasının gelecekteki kararlarına ilişkin şeffaflık geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltarak risk primlerini düşürmekte ve risk almayı arttırmaktadır. Benzer şekilde, eğer piyasa katılımcıları

---

<sup>18</sup> Finansal hızlandırıcı mekanizmasına göre kredi piyasasındaki içsel gelişmeler, şokların güçlenmesine ve makroekonomiye yayılmasına neden olmaktadır. Örneğin faiz oranlarındaki artış, borçluların net değerlerinde bir azalmaya neden olmaktadır. Bu da beklenen temerrüt (default) ihtimalini arttırarak borçluların yatırım hacimlerini daraltmalarına ve borçlanma kısıtlarına yol açmaktadır. Yatırımların azalmasıyla düşen aktif fiyatları hızlandırıcı etkisi ile yatırımları ve net değerleri düşürmektedir. Finansal hızlandırıcının varlığı, olası bir şok durumunda harcama ve üretim etkilerinin daha güçlü bir şekilde hissedilmesine neden olmaktadır (Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1999: 1345).

sistemin istikrarını tehdit eden negatif bir şok karşısında merkez bankasının reaksiyon fonksiyonuna bağlı kalarak faiz oranlarını düşüreceği beklentisine sahipse, daha fazla risk alma eğiliminde olmaktadır (Borio ve Zhu, 2012: 243-244).

İlk iki mekanizmanın sonucu olan üçüncü mekanizma, R. G. Rajan (2005) tarafından ortaya atılan finansal araçların getiri arayışlarıdır (search for yield). Buna göre, faiz oranları düştüğünde finansal araçlar karlılığını -yüksek getiri beklenen aktiflere yatırım yaparak veya kaldıraç düzeyini arttırarak- yükseltme arayışı içerisine girmektedirler. Aktif alımlarının artması ve faiz düşüşünden kaynaklanan getiri kaybının riskli aktiflerle tazmin edilmeye çalışılması, sistematik risk primlerinin azalmasına ve üstlenilen risklerin artmasına yol açmaktadır (Bauer vd., 2016: 16).

M. King'e (2012) göre etkin çalışan risk alma kanalı, para politikasının -özellikle düşük faiz ortamında- finansal döngüyü güçlü bir şekilde etkilemesine neden olarak parasal ve finansal istikrar arasında muhtemel değiş-tokuşların yaşanmasına yol açmaktadır. Risk alma kanalının varlığında finansal istikrarsızlıkların dikkate alınmaması, politika otoritelerinin üretim-enflasyon değişkenliğine ilişkin değiş-tokuşlara oldukça iyimser yaklaşımlarına neden olmaktadır.

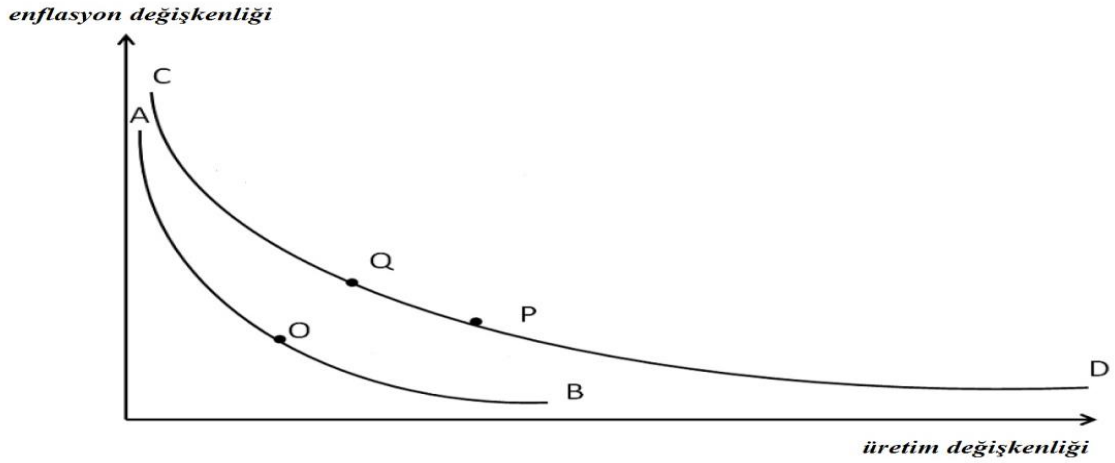
Kriz öncesi dönemdeki geleneksel çerçeveye göre para politikasının amacı, enflasyonun hedeflenen değeri etrafındaki değişkenliği ile üretimin sürdürülebilir patikası etrafındaki değişkenliğini minimize etmektir. Böyle bir amaç, merkez bankasının üretim-enflasyon değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisini etkin bir biçimde belirlemesini gerektirmektedir. Bu doğrultuda Şekil 1'de AB ile gösterilen Taylor Eğrisi<sup>19</sup> politika otoritelerine üretim-enflasyon değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisi ile ilgili çeşitli bileşimler sunmakta ve Taylor Eğrisi üzerinde seçilen optimal nokta, olası şoklar karşısında merkez bankasının göstereceği politika tepkisini şekillendirmektedir. Buna karşın sadece arz ve talep şoklarının dikkate alındığı Taylor Eğrisinde finansal friksiyonlar ihmal edilmektedir. Bu da politika tepkisini Taylor Eğrisi üzerindeki optimal bileşime göre belirleyen parasal otoritelerde -özellikle istikrar dönemlerinde- aşırı iyimserliğe ve dolayısıyla finansal risklerin artmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda

---

<sup>19</sup> Taylor'a göre kısa vadede yapışkan ücret ve fiyatlara bağlı olarak, enflasyon ve üretim arasındaki değiş-tokuş ilişkisi, yerini uzun dönemde enflasyon ve üretim değişkenliğine bırakmaktadır. Bu doğrultuda Taylor, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikaların reel üretim ve istihdamda, üretim dalgalanmalarının azaltılmasına yönelik politikaların da enflasyonda yol açtığı değişiklikler arasındaki değiş-tokuş ilişkisini "Taylor Eğrisi" ile açıklamaktadır (1994: 21-22).

geleneksel Taylor Eğrisinin, finansal istikrarsızlık kökenli şokları da dikkate alan Minsky-Taylor Eğrisi ile değiştirilmesi gerekmektedir.

**Şekil 1. Minsky-Taylor Eğrisi**



*Kaynak: King (2012: 19)*

Yukarıdaki şekilde gösterilen Minsky-Taylor Eğrisi, piyasalarda oluşan yanlış algıları (misperceptions), finansal döngüleri ve getiri arayışlarını yansıtmaktadır. Veri bir enflasyon değişkenliği düzeyi için uzun dönem üretim değişkenliği, CD ile gösterilen Minsky-Taylor Eğrisinde AB ile gösterilen Taylor Eğrisine göre daha fazladır. Örneğin finansal istikrarsızlığın dikkate alınmadığı bir durumda politika tepkisi, AB eğrisi üzerindeki O noktasında gerçekleşen değiş-tokuş ilişkisine göre belirlenmektedir. Oysa ki finansal istikrarsızlıkların söz konusu olduğu gerçek hayatta değiş-tokuş ilişkisi CD eğrisi üzerindeki P noktasında gerçekleşmektedir. Bu da optimal politika tepkisinin değişmesine ve CD eğrisi üzerindeki Q noktasında oluşmasına neden olmaktadır (King, 2012: 5-9).

### **2.1.2.3. Para politikası ve finansal istikrar**

Küresel finansal kriz ile birlikte makroekonomik ve finansal koşullar arasında çok yakın karşılıklı bağlantıların olduğunun anlaşılması, finansal istikrara ilişkin konuları para politikası çerçevesinin en önemli unsurlarından biri haline getirmiştir. Para politikasına ilişkin kararlarda finansal istikrarı dikkate alma gerekliliğine yönelik sağlanan uzlaşmaya karşın asıl tartışma konusu finansal istikrarın para politikasının amaç fonksiyonunda açık (explicit) bir şekilde yer alıp almaması olmuştur. Bu doğrultuda kriz

sonrası dönemde bir yandan geleneksel reaktif-proaktif politika tepkisi tartışmaları teorik düzlemde yeniden ele alınmış, diğer yandan da yeni nesil DSGE modelleri vasıtasıyla politika kurallarının etkinliği analiz edilmiştir.

### 2.1.2.3.1. Finansal değişkenlere yönelik politika tepkisi

Para politikasının finansal istikrarın sağlanmasında oynadığı role ilişkin literatürde yaşanan tartışmaların, merkez bankalarının aktif fiyat balonları karşısında sergilediği tutuma göre şekillendiği görülmektedir.<sup>20</sup> Tartışmaların bir tarafında para politikasının potansiyel aktif fiyat balonlarına karşı herhangi bir tepki vermemesi ve balon patladıktan sonra ortaya çıkan maliyetlere agresif parasal genişlemelerle müdahale edilmesi gerektiğini ileri süren geleneksel görüş bulunmaktadır. (Bernanke ve Gertler, 1999, 2001; Greenspan, 2002; Bernanke, 2002a; Gilchrist ve Leahy, 2002; Posen, 2006; Kohn, 2006; Svensson, 2010, 2011). Diğer tarafta ise aktif fiyat balonlarının oluşumuna proaktif para politikasıyla karşı durulmasını (lean against the wind) savunan alternatif görüş yer almaktadır (Cecchetti vd. 2000; Borio, 2007; Taylor, 2009; Curdia ve Woodford, 2009; Woodford, 2012). Tablo 3, her iki görüş arasında gerçekleşen tartışmaların içeriğini göstermektedir.

**Tablo 3. Geleneksel Clean-Lean Tartışmasının Boyutları**

	<b>Reaktif Politika Tepkisi (Clean up)</b>	<b>Proaktif Politika Tepkisi (Lean against the wind)</b>
<b>Politika yapıcıların balonları ex-ante olarak belirleyebilmeleri</b>	Neredeyse imkansız. Piyasalar daha fazla bilgiye sahip	Zor. Fakat diğer politika amaçlarından daha zor değil.
<b>Fiyat istikrarı finansal istikrarı garanti ediyor mu?</b>	Evet. Garanti etmese bile en büyük katkıyı sağlayabilir.	Hayır. Hatta finansal istikrarsızlığı arttırabilir.
<b>Önleyici sıkılaştırmadan kaynaklanan refah kayıpları</b>	Son derece yüksek	Balonların büyümesinden ve nihayetinde patlamasından daha az
<b>Para politikası aktif balonunu azaltmada etkin mi?</b>	Hayır. Zayıf geçiş etkisi (pass-through)	Evet. Sözlü taahhütler bile etkili
<b>Patlayan balonun maliyetleri kontrol edilebilir mi?</b>	Agresif ve hızlı politika tepkisi ile mümkün	Balon kontrolsüz bir şekilde büyüdüyse maliyetler çok yüksek
<b>Amaç fonksiyonunda yer alanlar</b>	Sadece tüketici fiyatları	Tüketici fiyatları ve finansal değişkenler
<b>Aktif fiyat hareketlerinin seyri</b>	Büyük oranda etkin, rasyonel, kendi kendini düzelten ve dolayısıyla istikrarlı	Genellikle etkisiz, irrasyonel, kendi kendini güçlendiren ve dolayısıyla istikrar bozucu
<b>Ahlaki zafiyet riski</b>	Kaçınılmaz	Azaltılabilir

*Kaynak: (Jones, 2015:8)*

<sup>20</sup> Bu durum, aktif fiyatlarının parasal aktarım mekanizmalarının temel faktörlerinden olmasının doğal bir sonucu olarak görülebilir (Mishkin, 2011b: 59).

**i. Reaktif politika tepkisi:** “Greenspan Doktrini” veya “Jackson Hole Uzlaşması” olarak da bilinen<sup>21</sup> ve para politikasının aktif fiyatlarındaki gelişmeler karşısında tepki vermemesi gerektiği yönündeki görüşün temel argümanı, aktif fiyat balonlarının ex-ante tanımlanmasında karşılaşılan güçlüklerdir. Balonlar, aktif fiyatlarının temel değerlerinden önemli ve kalıcı sapmalar gösterdiği durumlarda meydana gelmektedir. Etkin piyasa hipotezinden hareketle finansal piyasa katılımcıları karşısında herhangi bir bilgi avantajı olmayan merkez bankasının, aktif fiyatlarının temel değerlerini zamanında ve doğru bir şekilde belirlemesi söz konusu değildir (Bernanke, 2002a; Greenspan, 2002).

Politika otoriteleri sahip oldukları araçlar ile patlayan bir balonun maliyetlerini kontrol edilebilir düzeyde tutacaklarına inanıyorlarsa, proaktif politika tepkisine gerek duyulmayabilir. Nominal faizlerde ZLB kısıtının, kriz sonrası dönemde genişleyici para politikaları için bir engel oluşturabilmesine karşın bunu aşmanın çeşitli yolları vardır. Merkez bankaları aktif alımları vasıtasıyla risk primlerini düşük düzeylerde tutabilir. Ulusal para arzını arttırmaya yönelik -kredibiliteye sahip- bir taahhülle enflasyonist beklentiler yükseltilebilir ve böylelikle reel faizler düşürülebilir. Bunların yanı sıra döviz piyasasına müdahale ile ulusal paranın gücü zayıflatılarak ihracat canlandırılabilir (Bernanke, 2002b, Svensson, 2000: 4).

Reaktif politika tepkisini savunan yaklaşıma göre, balonlar zamanında tanımlansa dahi para politikası ile balonların güvenli bir şekilde patlatmak mümkün değildir. Aktif fiyatlarındaki yüksek değerlenmelere küçük faiz artışları ile cevap vermek etkin değildir. Balonu kontrol altına almak için gerekli olan keskin faiz artışları ise reel ekonomiye ciddi zararlar verebilmektedir (Bernanke, 2002a). Bununla birlikte faiz oranlarını arttırmak balonların oluşumunu engellemede etkin olmayabilir. Faiz oranlarının yükselmesi balon temelli (bubble-driven) aktiflerden beklenen getirilerin artmasına ve balonların şişmesine yol açabilmektedir (Mishkin, 2011b: 60).

Reaktif politika taraftarlarına göre, para politikası aktif fiyat balonlarıyla mücadelede keskin olmayan (blunt) bir araçtır. Merkez bankaları, açık piyasa işlemleri (APİ) ve kısa vadeli faiz oranları vasıtasıyla sermaye piyasalarının küçük bir kısmı üzerinde doğrudan etkili olabilmektedir. Dolayısıyla olası bir faiz artışı, aktif fiyat

---

<sup>21</sup> FED eski başkanı A. Greenspan’ın reaktif politika tepkisini güçlü bir şekilde savunmasından dolayı Mishkin (2011b: 60) bu yaklaşımı “Greenspan Doktrini” olarak tanımlamaktadır. Diğer taraftan Issing (2011: 5) bu yaklaşıma kriz öncesi dönemdeki ortodoksiyi temsil etmesi ve Jackson Hole Sempozyumlarında sıklıkla savunulmasından dolayı “Jackson Hole Uzlaşması” adını vermektedir.

balonlarını etkilemenin ötesinde finansal dengesizliklerin yaşanmadığı sektörlerle ciddi zararlar verebilmektedir. Öte yandan sıkılaştırılan parasal koşullar ile yatırımcıların davranışları arasında mekanik bir bağlantıdan bahsetmek söz konusu değildir (Posen, 2006: 114).

**ii. Proaktif politika tepkisi:** BIS iktisatçıları tarafından güçlü şekilde savunulan alternatif görüşün temelinde, gelecekte karşılaşılabilecek potansiyel bankacılık krizlerinin maliyetlerini ve/veya meydana gelme ihtimalini azaltarak üretim kazanımları elde etmek için bugün yaşanabilecek üretim kayıplarına katlanılması gerektiği yatmaktadır<sup>22</sup> (Borio, 2016: 2). Buna göre para politikasının aktif fiyat balonları karşısında tepki vermemesi daha sonra ortaya çıkacak maliyetlerin kontrolünü güçleştirmektedir (Jones, 2015: 12).

Aktif fiyat balonları karşısında önleyici sıkılaştırmayı (pre-emptive tightening) savunanlara göre politika otoritelerinin finansal dengesizliklere müdahale etmek için kabaca bir bilgiye sahip olması yeterlidir (Käfer, 2014: 162). Balonları zamanında tanımlamak ile ilgili zorluklar politika yapıcılarını sorumluluktan kaçınmaya yönlendirmemelidir. Genel itibariyle politika otoriteleri verdikleri kararlarda tam bilgiye sahip değildirler. Doğal faiz oranı veya potansiyel üretim düzeyini tahmin etmek finansal piyasalardaki risk primlerini tahmin etmekten daha zordur (Blanchard, 2000a: 7).

Para politikasının mal ve hizmet piyasalarındaki fiyat istikrarına odaklanması, özellikle mal piyasasında pozitif arz şoklarının yaşandığı durumlarda aktif fiyat balonlarının oluşumuna ve finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Pozitif arz veya verimlilik şokları ile mal ve hizmet piyasasındaki enflasyonun merkez bankasının hedeflediği oranın altında gerçekleşmesi sonucunda düşen politika faizleri, spekülasyon risk almayı teşvik edebilmektedir (Jones, 2015: 13).

Merkez bankasının aktif balonlarının patlaması sonrasında sistemik kriz riskini azaltmak için geleneksel son borç verme rolünü icra edeceğine dair bir ön taahhütte bulunması ahlaki zafiyet probleminin yaşanmasına neden olabilmektedir. Merkez bankasının aktif fiyat döngülerine karşı asimetrik politika tepkisi vermesi, yatırımcıların genişleme dönemlerinde ihtiyatsız davranmalarına yol açabilmektedir. Bu bağlamda

---

<sup>22</sup> Alternatifin görüşün Amerika'ya nispeten Avrupa'da daha fazla destek görmesinden dolayı B. Jones (2015) bu yaklaşımı "Basel Uzlaşması" olarak tanımlamaktadır. Diğer taraftan E. Başçı (2012) ise bu yaklaşımı kriz öncesi dönemde alternatif görüşün uygulayıcısı olan Riksbank'ın guvernörü ve Basel Komite'nin başkanı olan S. Ingves'e atfen "Ingves Doktrini" olarak adlandırmaktadır.



yatırımcılara uygun teşvikler sunmak ve risk değerlendirmelerini dengelemek amacıyla aktif fiyat döngülerine karşı simetrik politika tepkisi verilmesi daha uygundur (Roubini, 2006: 101-102).

Küresel finansal kriz öncesi dönemde gerek akademisyenler gerekse politika yapımcılar arasında reaktif politika tepkisini savunan geleneksel görüş etrafında uzlaşma sağlandığı görülmüştür. Aktif fiyatları ve finansal istikrara ilişkin konular, kararlı bir şekilde fiyat istikrarına odaklanan para politikası için kredibiliteye zarar veren ve dikkat dağıtıcı unsurlar olarak nitelendirilmiştir (Williams, 2014: 2). Enflasyon hedeflemesi rejimini açık bir şekilde uygulamayan FED’de dahi finansal istikrara ilişkin konular para politikası toplantılarında nadiren tartışılmıştır (Fligstein, Brundage ve Schultz, 2014: 5). Buna karşın kriz ile birlikte Great Moderation döneminin makroekonomik politika çerçevesi yeniden değerlendirilmiş ve tartışmada ibre proaktif politika tepkisini savunan alternatif görüşe dönmüştür (White, 2009; Issing, 2011; Woodford, 2012). Geleneksel görüşün güçlü savunucularından olan FED başkanı J. Yellen (2009) dahi patlayan konut fiyat balonunun somut ve trajik sonuçları karşısında alternatif görüşün düşünülmesi gerektiğini ifade etmiştir. Finansal istikrara tehdit oluşturabilecek döngüsel risklerle mücadelede para politikasına nispeten hedefe yönelik tasarlanmış ihtiyati araçların daha etkili olabileceğini ifade eden Yellen, finansal istikrar hedefine ulaşmada para politikasının doğrudan kullanımına da açık kapı bırakmıştır (Yellen, 2014: 59). Bu bağlamda kriz sonrası dönemde, proaktif politika tepkisi argümanının güçlenmesine karşın tepkinin hangi politika veya politika bileşimi ile verileceği konusunda bir uzlaşıdan bahsetmek mümkün değildir.

#### **2.1.2.3.2. Genişletilmiş politika kuralları: Woodford versus Svensson Modelleri**

Merkez bankalarının politika analizinde sıklıkla kullandıkları DSGE modellerinde, küresel finansal krize kadar finansal friksiyonlara genellikle yer verilmediği görülmüştür. Fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti edeceği ve finansal piyasalardaki bozulmaların ekonomideki daralmaları yansıttığına dair hakim görüşten hareketle modellerde sadece reel ekonominin spesifikasyonuna odaklanılmış ve düşük enflasyon ortamında makroekonomik istikrar ile bir ilgisi olmadığı düşünülen finansal sektör ihmal edilmiştir (Viziniuc, 2015: 455). Finansal friksiyonları dikkate alan bazı çalışmalar olmakla birlikte bu çalışmalarda -problemin sadece bir kısmını oluşturan-

borçluların davranışlarına ve kredi kanalının talep tarafına odaklanıldığı ve finansal aracılığa açık bir rol verilmediği görülmüştür. Modellere finansal olmayan şokların toplam talep üzerindeki etkilerini güçlendiren finansal friksiyonların dahil edilmesi, optimal parasal tepkinin boyutunu etkilese de tepkiyi niteliksel açıdan değiştirmemiş ve yeni değiş-tokuşlar yaratmamıştır. Bu da alternatif politika araçlarına gerek duyulmamasına neden olmuştur (Chang, 2014: 20).

Buna karşın kriz, finansal araçların davranışlarından kaynaklanan kredi arzı etkilerinin makroekonomik dalgalanmalarda hayati bir rol oynadığını ortaya koymuştur. Yapılan ampirik çalışmalarda kredi koşullarının kriz öncesi dönemde gevşetilmesinin konjonktürel dalgalanmaları güçlendirdiği, kriz sonrası dönemde sıkılaştırılmasının ise üretim düzeyinde keskin düşüslere neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Gilchrist, Yankov ve Zakrajsek, 2009; Adrian ve Shin, 2010; Ciccarelli, Maddaloni ve Peydro, 2010). Bununla birlikte finansal aracılığı çeşitli yollarla (likidite enjeksiyonları, aktif değişimleri, sermaye yeterliliklerindeki değişiklikler) destekleyen geleneksel olmayan politikaların (unconventional policies) anlaşılması amacıyla finansal aracılığı modelleme gereği ortaya çıkmıştır (Chang, 2014: 22). Bu doğrultuda etkin kredi arzını engelleyen friksiyonların ve finansal aracılığın dahil edildiği DSGE modellerine ilişkin çalışmalar kriz sonrası dönemde hızla artmıştır (Woodford, 2010: 25).

DSGE modellerine kredi friksiyonları ve finansal aracılığın dahil edilmesi, genişletilmiş para politikası kurallarının yanı sıra makro ihtiyati politika kurallarının performanslarının da değerlendirilmesine olanak sağlamıştır. Bu da politika kuralları arasında karşılaştırma yapmayı ve finansal istikrarı sağlamada hangi politika kuralının veya politika bileşiminin daha etkin olduğunu analiz etmeyi mümkün hale getirmiştir.

Genişletilmiş DSGE modeli kullanılarak yapılan çalışmalarda standart para politikası kuralı, genişletilmiş para politikası kuralı, makro ihtiyati araçların standart veya genişletilmiş kural ile bileşimi gibi farklı kuralların finansal, verimlilik ve arz şokları gibi farklı şoklar karşısındaki etkinliğinin analiz edildiği gözlemlenmiştir. Buna göre finansal değişkenlerle genişletilmiş politika kuralının standart kurala göre daha iyi performans ortaya koyduğu sonucuna ulaşılmıştır (Curdia ve Woodford, 2009; Lambertini, Mendicino ve Punzi, 2011; Woodford, 2012; Bofinger vd., 2013; Gambacorta ve Signoretti, 2013; Levine ve Lima, 2015; Ma ve Zhang, 2016).

Bununla birlikte çalışmalarda, finansal döngüyü kontrol altına almada ve risk primleri ile volatilitiyi düşürmede makro ihtiyati araçların refah arttırıcı etkileri olduğu tespit edilmiş ve şokların türünün de politika kuralının performansı üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Buna göre, finansal şoklar karşısında makro ihtiyati araçlar ile desteklenen genişletilmiş faiz oranı kuralının, standart veya genişletilmiş para politikası kuralına göre daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Kannan, Rabanal ve Scott, 2012; Beau, Clerc ve Mojon, 2012; Lambertini, Mendicino ve Punzi, 2013; De Pauli ve Paustian, 2013; Tayler ve Zilberman, 2014; Garfias, 2014; Sanchez, 2015).

Makro ihtiyati araçların finansal istikrarı sağlamada önemli bir rol oynaması gerektiğinin ampirik çalışmalarla da desteklenmesine karşın finansal faktörlerin para politikasının amaç fonksiyonu içerisinde yer alıp almayacağı konusu halen tartışmaya açıktır. Bu doğrultuda Woodford (2012) ve Svensson (2012) arasında genişletilmiş DSGE modelleri üzerinden gerçekleşen tartışma para politikasının finansal istikrardaki rolünün değerlendirilmesi açısından önem arz etmektedir.

**i. Woodford Modeli:** Woodford (2012), Curdia ve Woodford'un (2009) kredi friksiyonlarının makroekonomik etkilerini analiz eden modelinin basite indirildiği bir DSGE modeli ile para politikası kararlarının finansal istikrar üzerindeki etkilerini ortaya koymayı amaçlamıştır. Modelde kredi friksiyonları, toplam reel harcamalar ile faiz patikası arasındaki ilişki üzerinde önemli etkilere yol açmaktadır. Heterojen hanehalklarının olduğu modelde bazı hanehalklarının kredi kısıtları varken bazılarının kısıtlarının olmaması, gelirin marjinal faydasının bu iki kesim arasında farklılaşmasına yol açmaktadır. Modelin en önemli durum değişkeni (state variable) olan  $\Omega_t$ , kredi friksiyonlarından kaynaklanan harcamaların tahsisindeki bozulmaları ölçmektedir.  $\Omega_t$  değişkeninin yüksek değer aldığı durumlarda borçlananların marjinal faydası, tasarruf sahiplerinin marjinal faydasını büyük ölçüde aşmakta bu da borçlananların harcamalarının son derece etkinsiz bir biçimde düşük düzeylerde olmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla bu değişkeni kredi friksiyonlarının şiddetini ölçmede kullanmak mümkündür.

Finansal friksiyonların olmadığı temsili bir hanehalkı modelinde gelirin marjinal faydası toplam harcamaların azalan fonksiyonudur. Bu yapısal ilişki, kamu harcamaları, hanehalklarının tüketim konusunda sabırsız olmaları veya yatırım fırsatlarının marjinal

etkinliği gibi dışsal faktörlerle değişebilmektedir. Curdia ve Woodford'un (2009) modelinde, yapısal ilişkiyi değiştiren faktör kredi friksiyonlarındaki  $\Omega_t$  değişikliklerdir.

Yeni Keynesyen DSGE modelinin zamanlar arası IS denklemini şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$y_t - g_t + \chi\Omega_t = E_t [y_{t+1} - g_{t+1} + \chi\Omega_{t+1}] - \sigma(i_t - E_t\pi_{t+1}) \quad (1.5.)$$

(1.5.) numaralı eşitlikte  $y_t$  üretim açığını,  $g_t$  -kredi friksiyonlarının olmadığı durumlarda dahi gelirin marjinal faydası ve toplam harcamalar arasındaki ilişkiyi değiştirebilen- kamu harcamaları gibi çeşitli dışsal faktörlerin bileşimini göstermektedir.  $E_t$ ,  $t$  döneminde mevcut bilgiye bağlı olarak oluşan bekleyişleri,  $i_t$  kısa vadeli nominal faiz oranlarını,  $\pi_{t+1}$  ise  $t$  ve  $t+1$  dönemleri arasındaki enflasyon oranını temsil etmektedir. Modeldeki tüm değişkenler, durağan durum (steady-state) değerlerinden sapmaları göstermektedir.

Woodford tarafından önerilen kalibrasyona göre  $\chi$  ve  $\sigma$  katsayıları  $> 0$  olarak kabul edilmektedir. Kredi friksiyonlarının varlığında kısa vadeli faiz oranları, merkez bankasının politika faizinden farklılık göstermektedir. Woodford'un kalibrasyonu altında reel toplam harcamalar; dışsal faktörler ve reel faizin beklenen patikasının yanı sıra kredi marjı ile gösterilen bozulmaların büyüklüğüne de bağlıdır. Diğer faktörler sabitken  $\Omega_t$  değişkeninin büyük bir değer alması  $t$  döneminde reel toplam harcamaları olumsuz etkilemektedir.

Modelin toplam arz ilişkisini gösteren Yeni Keynesyen Phillips eğrisi (1.6.) numaralı eşitlikte yer almaktadır.

$$\pi_t = \kappa_y y_t + \kappa_\Omega \Omega_t + \beta E_t \pi_{t+1} + u_t \quad (1.6.)$$

Eşitlikteki katsayıları ifade eden  $\kappa_y$  ve  $\kappa_\Omega > 0$  ve  $0 < \beta < 1$ 'dir. Maliyet itişli (cost-push) dışsal faktörler  $u_t$  bileşik terimi ile gösterilmektedir. Kredi friksiyonlarının derecesi ile enflasyon arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Artan kredi friksiyonları

gelirin ortalama marjinal faydasını azaltırken -belirli bir reel faaliyet düzeyinde- reel marjinal maliyetleri yükseltmektedir. Bu da reel ücret taleplerini arttırmakta ve enflasyonist baskılara yol açmaktadır.

Modelde kredi friksiyonları iki değer almaktadır. Düşük değerli kredi friksiyonları  $\underline{\Omega}$  normal durumu, yüksek değerli kredi friksiyonları  $\bar{\Omega}$  kriz durumunu temsil etmektedir.  $\gamma_t$  ise normal durumdan kriz durumuna geçiş ihtimalidir.

$$\gamma_t = \gamma_t(L_t) \quad (1.7.)$$

Woodford, durum değişkeni olarak kabul edilen finansal sektördeki kaldıraç düzeyinin ölçüsünün  $L_t$ , normal durumdan kriz durumuna geçiş ihtimalini arttırmada etkili olduğunu varsaymaktadır. Yüksek kaldıraç oranının çok küçük bir dışsal şok karşısında krizi tetikleyici unsur olması, bu varsayımın ardındaki temel düşüncüyü oluşturmaktadır. Bununla birlikte finansal kurumların aktif ve yükümlülükleri arasındaki vade ve likidite uyumsuzluklarını (maturity and liquidity mismatches) kriz ihtimalini arttıran durum değişkenleri olarak kabul etmek mümkündür. Modelde kaldıraç oranı olarak varsayılan durum değişkeni şu şekilde yazılabilir:

$$L_t = \vartheta L_{t-1} + \zeta y_t + v_t \quad 0 < \vartheta < 1 \quad \text{ve} \quad \zeta > 0 \quad (1.8.)$$

Modelde, toplam harcamalardaki bir artışın toplam borçlanma düzeyini arttıracığı varsayılmaktadır. Harcamalar arttıkça, borçlanma harcamaları gelirdeki artıştan daha fazla artacak ve borçlanma düzeyi yükselecektir.

Finansal kurumların aktiflerini finanse edebilmeleri için almak zorunda oldukları riskin derecesindeki değişimi ifade eden dışsal bozulma terimi  $v_t$ 'nin pozitif bir değer alması, bankaların sermaye değerlerinin düştüğü bir durumu temsil etmektedir.

Woodford'a göre finansal kriz olasılığını azaltma hedefinin para politikasının yetki ve sorumluluk alanına girdiği durumda merkez bankasının minimize etmesi gereken sosyal kayıp fonksiyonu şu şekildedir:

$$\frac{1}{2} E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \beta^{\tau} (\pi_{t+\tau}^2 + \lambda_y y_{t+\tau}^2 + \lambda_{\Omega} \Omega_{t+\tau}^2) \quad \lambda_y, \lambda_{\Omega} > 0 \text{ ve } 0 < \beta < 1 \quad (1.9)$$

Fonksiyonun ilk iki terimi, esnek enflasyon hedeflemesinin standart amaçlarına karşılık gelirken son terim, kredi friksiyonlarının refah etkilerini göstermektedir. Kriz durumlarında kredi friksiyonlarının  $\Omega_t$  artması ile refah seviyesi düşmektedir. Dolayısıyla üretim açığının artması finansal kriz ihtimalini de yükseltmektedir. Bu bağlamda Woodford, cari dönemde veya orta vadede marjinal kriz riskinin olağan dışı bir biçimde artması karşısında para politikası koşullarının sıkılaştırılmasını önermektedir. Sıkılaştırılan para politikası, pozitif üretim açığının ve dolayısıyla kaldıraç düzeyi ile finansal kriz ihtimalinin düşmesine yol açacaktır. Sıkı para politikası sonucu hem enflasyon hem de üretim açığı -belirli bir dönem için- orta vadeli hedeflerinin altına düşse dahi kredi hacmindeki ani yükselişlere karşı durmak optimal politika tercihi olacaktır.

**ii. Svensson Modeli:** Finansal istikrar araçlarının, politika faizine göre kaldıraç düzeyi üzerinde daha doğrudan ve açık bir kontrol sağladığını savunan Svensson (2012), Woodford'un (2012) modeline finansal istikrar aracı dahil ederek para politikasının geleneksel amaçlarından sapmasına gerek kalmadan finansal istikrarın sağlanabileceğini ortaya koymuştur.

(1.10.) numaralı eşitlikte, kaldıraç düzeyi üzerinde doğrudan etkili olan bir finansal istikrar aracı  $f_t$  tanımlanmıştır.

$$L_t = \theta L_{t-1} + \zeta y_t + f_t + v_t \quad (1.10.)$$

Finansal istikrar politikasının para politikasından ayrıldığı sosyal kayıp fonksiyonu ise şu şekilde gösterilmiştir:

$$\frac{1}{2} E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \beta^{\tau} (\pi_{t+\tau}^2 + \lambda_y y_{t+\tau}^2) + \frac{1}{2} E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \beta^{\tau} \lambda_{\Omega} \Omega_{t+\tau}^2 \quad (1.11.)$$

Sosyal kayıp fonksiyonunun para politikasını gösteren ilk kısmında politika faizini kullanarak, finansal istikrar politikasını gösteren ikinci kısımda ise finansal istikrar aracını kullanarak kayıp fonksiyonunun minimize edilmesi amaçlanmaktadır.

Formel notasyonları somut hale getirmek amacıyla, finansal kriz ihtimalini gösteren  $\underline{\gamma} \equiv \gamma_t(L)$  kaldıraç düzeyinin çok düşük olduğunu  $\underline{L}$  ve tehlike yaratmayacak boyutlarda olduğunu varsayalım. Alternatif olarak kaldıraçın belirli bir düzeyin altına olduğu varsayılırsa  $L_t \leq \underline{L}$ , finansal kriz ihtimali kaldıraçtan bağımsız hale gelmektedir.

$$L_t \leq \underline{L} \text{ ise } \gamma_t = \underline{\gamma} \quad L_t > \underline{L} \text{ ise } \gamma_t'(L_t), \gamma_t''(L_t) > 0 \quad (1.12.)$$

Optimal finansal istikrar politikası, kaldıraç düzeyini kritik değere  $\underline{L}$  eşit veya kritik değerden daha düşük hale getirecektir. Buna göre optimal finansal istikrar politikasında kullanılacak finansal istikrar aracı şu şekilde olacaktır:

$$f_t \leq f(y_t, v_t L_{t-1}) \equiv \underline{L} - \theta L_{t-1} - \zeta y_t - v_t \quad (1.13.)$$

Finansal istikrar aracı bu şekilde belirlendiği takdirde finansal kurumların artan kaldıraç düzeylerinden dolayı yükselen finansal kriz riski kabul edilebilir veya minimum düzeyde olacaktır. Finansal istikrar politikası, finansal istikrar aracını kullanarak üretim açığına, gecikmeli kaldıraca (lagged leverage) ve kaldıraç düzeyindeki bozulmalara tepki gösterebilecek ve  $\theta$  ile  $\zeta$  katsayılarını sıfıra düşürerek bozulmaların kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisini nötr hale getirecektir.

Para politikası ve finansal istikrar politikasının ayrı bir şekilde yürütülmesi gerektiğini savunan Svensson, bununla birlikte finansal istikrar araçlarını ve kalibrasyonunu belirlerken para politikasının dikkate alınması gerektiğini ifade etmektedir. Para politikası, üretim açığını ve (1.10.) numaralı eşitliğe göre de üretim açığı kaldıraç düzeyini etkilemektedir. Diğer taraftan (1.5.) ve (1.6.) numaralı eşitliklerde görüldüğü üzere, finansal friksiyonların toplam talep ve toplam arz eğrilerine dahil olması para politikalarında finansal istikrar politikalarını göz önünde bulundurma ihtiyacı doğurmaktadır.

#### 2.1.2.4. Krizden çıkarılan dersler ve uzlaşma konuları

Küresel finansal kriz yeni bir makroekonomik politika çerçevesinin oluşturulması arayışlarını hızlandırırken, para politikasına ve finansal istikrara ilişkin önemli derslerin çıkarılmasını ve daha önceleri görüş birliğine varılan bazı konuların tekrar tartışmaya açılmasını da beraberinde getirmiştir. Krizden çıkarılan dersleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

- 1- Finansal bozulmaların makroekonomi üzerinde doğrusal olmayan ve uzun süren olumsuz etkileri bulunmaktadır. Finansal bozulmalar, olumsuz geri besleme döngülerinden (adverse feedback loops) dolayı doğası gereği doğrusal değildir. Aktif değerlerindeki azalmanın ekonomik faaliyetlerde yaratacağı daralma bir döngü halini alabilmektedir. Bununla birlikte finansal sistemdeki risk algısının değişmesinin (deleveraging) zaman alması finansal bozulmaların ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerinin uzun sürmesine yol açmaktadır (Mishkin, 2012: 3-5; Brunnermeier, Eisenbach ve Sannikov, 2012).
- 2- Politika tahmini ve analizi amacıyla kullanılan makroekonomik modellerde finansal araçlardan kaynaklanan friksiyonlar ve bozulmalar dikkate alınmalıdır. Modellere finansal aracılığın dahil edilmesinin yeni değiş-tokuşlar yaratması alternatif politika araçlarına ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur (Bean vd., 2010: 317-318; Chang, 2014: 20-26).
- 3- Para politikasının birincil hedefi uzun vadeli fiyat istikrarı olmalıdır. Bununla birlikte fiyat istikrarı, finansal istikrar için gerekli fakat yeterli koşul değildir. Aksine enflasyon ve üretim düzeyinin trend değerlerinde seyrettiği dönemlerde politika yapıcıların finansal bozulmalardan kaynaklanan risklere karşı duyarsız kalmaları aktif fiyatlarında ve kredi hacminde kendi kendini güçlendiren artışlara yol açabilmektedir<sup>23</sup> (Bean, vd. 2010: 318-319; Blanchard, Dell’Ariccia ve Mauro, 2010: 7; Mishkin, 2012: 6; IMF, 2013a: 7; Carney, 2013: 22).
- 4- Finansal döngü, konjonktürel döngüden farklı bir kavramdır ve ekonomik dalgalanmaları güçlendirerek finansal bozulmaların meydana gelme ihtimalini arttırmaktadır. Bununla birlikte -özellikle finansal istikrarsızlık dönemlerinde- finansal döngü ile konjonktürel döngü arasındaki bağlantının kopması, fiyat

---

<sup>23</sup> Brunnermeier ve Sannikov (2014) düşük dışsal risklerin, içsel risklerde artışa neden olduğu bu durumu “volatilite paradoksu” (volatility paradox) olarak adlandırmaktadır.



istikrarının finansal istikrarı garanti etmeyeceği gerçeğini destekleyici niteliktedir. Dolayısıyla finansal döngünün kontrol altına alınmasında alternatif politika bileşimlerine ihtiyaç duyulmaktadır (Borio, 2012; Constancio, 2015).

- 5- Düşük faiz oranları, parasal aktarım mekanizmaları vasıtasıyla ekonomik birimleri aşırı risk alma yönünde teşvik edebilmektedir. Para politikasının risk alma kanalındaki değerlendirme etkileri ve getiri arayışları, düşük faiz dönemlerinde ekonomik birimlerin üstlendikleri risklerde içsel artışlara yol açmaktadır (Borio ve Zhu, 2008, 2012; Mishkin, 2012: 6-7).
- 6- Aktif fiyat balonlarının denetimsiz bir şekilde büyümesinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri sanılandan çok daha fazladır (Jones, 2015: 14). Dolayısıyla para politikasının aktif fiyatları karşısındaki tutumunun yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir.
- 7- Bireysel finansal kurumların ve piyasaların güvenliğine odaklanan mikro ihtiyati düzenlemeler ve denetimler finansal sistemin genelini güvenliğini sağlamamaktadır. Mikro ihtiyati politikaların kuruma/kişiyeye özgü (idiosyncratic) risklere odaklanmasına karşın finansal sistemdeki riskler bireysel risklerin toplamından ibaret değildir. Öte yandan bireysel kurumların güvenliğini sağlama amacıyla dayatılan standartlar, finansal sistemin ve ekonominin genelini istikrarına zarar verebilecek kararların alınmasına neden olabilmektedir. Bu bağlamda politika yapıcıların kriz öncesi dönemde negatif dışsallıklar yaratan sistemik riskleri ihmal ettikleri görülmektedir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 6-7; Beau, Mojon ve Clerc, 2012: 2; Danthine, 2014: 98).

Küresel finansal kriz ile birlikte geleneksel makroekonomik politika çerçevesinin finansal dengesizliklerle mücadelede yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır. Finansal döngülerin konjonktürel döngülerden ayrı bir kavram olduğunun idrak edilmesi ve para politikasının döngüsel dalgalanmalara neden olan spesifik riskleri kontrol altına alacak araçlara sahip olmaması finansal istikrarı sağlamada alternatif politikalara gereksinim duyulmasına yol açmıştır (Fahr ve Fell, 2017: 336). Bu doğrultuda finansal sistemin genelini direncinin artırılmasını, zamanla oluşan sistemik riskin kontrol edilmesini ve finansal araçlar arasındaki yapısal ilişkilerden kaynaklanan savunmasızlıkların çözümlenmesini hedefleyen ayrı bir politika alanı olan makro ihtiyati politikalara ilişkin çalışmalar hız kazanmıştır (IMF, 2013b: 5).

## İKİNCİ BÖLÜM

### MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ

#### 1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA: KAVRAMSAL ve TEORİK ÇERÇEVE

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler ve 2000'li yılların ilk yarısında kredi hacmindeki güçlü büyüme, küresel finansal mimarinin reformuna ilişkin tartışmaların artmasına neden olmuştur. Fiyat istikrarına odaklanan para politikası ve mikro ihtiyati araçların, finansal savunmasızlıkları ve makroekonomik dengesizlikleri engellemede yetersiz kalması, finansal istikrarının sürdürülebilmesi için farklı araç setlerinin ve ölçütlerin tanımlanması gerekliliğini gündeme getirmiştir. Finansal istikrarın, sistemin geneline odaklanmasıyla sağlanacağına farkına varılmasına ve makro ihtiyati politikanın birçok açıdan tartışılmasına karşın küresel finansal krize kadar makro ihtiyati politika çerçevesini oluşturmaya yönelik önemli bir aşama kaydedilememiştir (Dumicic, 2015: 5).

Küresel finansal kriz ile birlikte geleneksel politika çerçevesinin konjonktür yanlılığını azaltmada ve sistemik riskleri sınırlamada başarısız olduğunun ortaya çıkması, finansal düzenleme ve denetimlerde mikro temelli yaklaşımın ötesinde alternatif bir politikaya duyulan ihtiyacın politika otoriteleri arasında daha yüksek sesle dile getirilmesine yol açmıştır:

*“(...) makro-finance faktörlerin, piyasalar ve kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıların ve sınır ötesi finansal entegrasyonun sistemik riskin doğasını, yayılmasını ve boyutunu belirlemedeki rolleri makro ihtiyati denetimleri güçlendirme ihtiyacı doğurmaktadır (...).” (Papademos<sup>24</sup>, 2009).*

*“(...) politika otoritelerinin kredi arzını doğrudan etkileyebilmelerini sağlayacak yeni bir makro ihtiyati araç setine ihtiyacımız var (...)kredi/aktif döngüleri, makroekonomik dalgalanmaların ve potansiyel finansal istikrarsızlıkların temel kaynağını oluşturabildiğinden bu araçlara ihtiyaç vardır (...).” (Turner<sup>25</sup>, 2010).*

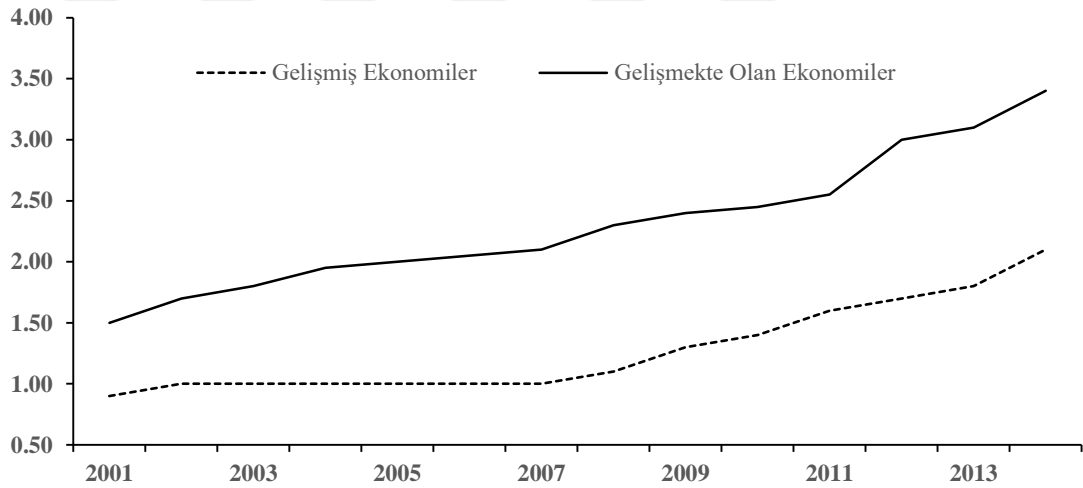
<sup>24</sup> L. Papademos, ilgili dönemde Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank -ECB-) başkan yardımcılığı yapmıştır.

<sup>25</sup> A. Turner, ilgili dönemde Birleşik Krallık Finansal Hizmetler Otoritesi'nin (Financial Services Authority -FSA-) başkanlığını yapmıştır.

“(…) birçok rapor krizin ardındaki mekanizmaları tanımlamada başarısız oldu (...) savunmasızlıklar tanımlandığında bile uyarı zillerini çalanlar, partiye katılmayı reddeden oyunbozanlar olarak görüldü (...) Bizim bu oyunbozanları destekleyecek güçlü politikalara ihtiyacımız var. Parti kontrolden çıktığında müdahale etmeye hazır makro ihtiyati politika otoritelerine ihtiyacımız var (...)” (Yellen<sup>26</sup>, 2011).

Finansal istikrarı sağlamada makro ihtiyati politika gerekliliğine ilişkin güçlenen uzlaşısı, Grafik 5’den de görüleceği üzere makro ihtiyati araç kullanımına da yansımıştır. Uluslararası sermaye hareketlerindeki dalgalanmalarla, mal fiyatlarındaki şoklarla ve diğer makro-finansal risklerle mücadelede makro ihtiyati araçlara aşına olan gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra gelişmiş ülkeler de kriz ile birlikte makro ihtiyati araçları yoğun bir şekilde kullanmaya başlamıştır.

**Grafik 5. Makro İhtiyati Araç Kullanım Endeksi<sup>27</sup>**



Kaynak: (Arslan ve Upper, 2017)

Bununla birlikte bu dönemde küresel finansal sistemin güvenliğinden sorumlu kurumların çalışmalarında makro ihtiyati politikaya verilen önem daha görünür hale gelmiştir. IMF, G-20’nin Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board -FSB-) ve BIS, makro ihtiyati politikanın etkin bir şekilde uygulanabilmesi ve sistemik açıdan önem arz eden finansal kurumların regülasyonunda kullanılacak ölçütlerin geliştirilebilmesi için birlikte hareket etmişlerdir (IMF-FSB-BIS, 2009, 2011, 2016). Avrupa Sistemik Risk

<sup>26</sup> J. Yellen, söz konusu dönemde ve hali hazırda FED başkanı olarak görev yapmaktadır.

<sup>27</sup> Endeks, 12 makro ihtiyati aracın kullanım durumlarına göre aldığı değerlerin kümülatif toplamından oluşmaktadır. Makro ihtiyati araç bir ülkede kullanıldığı takdirde “1” kullanılmadığında ise “0” değerini almaktadır.

Kurulu (European Systemic Risk Board -ESRB-), üye ülkelerin düzenleyici otoritelerinin kapasitelerini geliştirmek, sistemik riskin temel kaynaklarının tanımlanması ve finansal istikrarın sürdürülebilmesi için gerekli ölçütlere uyumun sağlanması için tavsiyelerde bulunmak amacıyla çeşitli çalışmalar gerçekleştirmiştir (ESRB, 2011, 2013, 2014a, 2014b).

### **1.1. Makro İhtiyati Politikanın Tanımı**

Makro ihtiyati politika uygulamalarının küresel finansal kriz sonrası dönemde kayda değer bir biçimde artmasına rağmen, makro ihtiyati kavramının kökenlerinin 1970'li yılların sonlarına dayandığı görülmektedir. Makro ihtiyati terimi ilk kez 1979 yılında, BIS'de gerçekleştirilen ve gelişmekte olan ülkelere verilen kredilerdeki hızlı yükselişin yol açabileceği potansiyel makro-f finansal risklerin konu alındığı bir toplantıda kullanılmıştır. Makro ihtiyati politikaların kamuoyu tarafından ilk defa duyulması ise 1986 yılında, BIS'in uluslararası bankacılıktaki finansal yeniliklere ilişkin raporu vasıtasıyla gerçekleşmiştir.

Makro ihtiyati politikalara gösterilen ilgi, finansal piyasalardaki gelişmelerle birlikte zaman içerisinde değişim göstermiştir. 1980'li yıllarda türev araçlar (derivatives) ve menkul kıymetleştirme gibi yeniliklerin, finansal sistemin istikrarını tehdit eden düzeylere ulaşmasıyla düzenleme ve denetim süreçlerinde makro ihtiyati yaklaşımın gerekliliğine vurgu yapılmıştır. Finansal piyasalar ve kurumlar arasındaki bağlantıların neden olabileceği risklere odaklanılan 1990'lı yıllardaki birçok BIS raporunda makro ihtiyati kavramına yer verilmiştir. 1997 yılında ortaya çıkan Asya Krizi'nin ardından IMF'nin de radarına giren makro ihtiyati politikaların asıl yükselişi ise A. Crockett'in Eylül 2000'de 11. Uluslararası Banka Denetçileri Konferansında (Eleventh International Conference of Banking Supervisors) yapmış olduğu konuşmanın ardından gerçekleşmiştir (Clement, 2010).

Crockett (2000) konuşmasında makro ihtiyati politikaların ana hatlarını, mikro ihtiyati ve makro ihtiyati yaklaşımlar arasındaki farklılıklar üzerinden ortaya koymuştur (Tablo 4). Buna göre mikro ihtiyati yaklaşım, finansal sistemdeki risklerin bireysel kurumların davranışlarından bağımsız değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Riskin dışsal olarak değerlendirildiği bu durumda ortak risklere maruz kalma (common exposure) ve kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantılar (interconnectedness) önemsiz

görülmektedir. Bu çerçevede mikro ihtiyati yaklaşım, uygulanan politikaların ekonominin genelinde yaratacağı etkileri dikkate almamakta ve yalnızca bireysel finansal kurumların özel durumlarına ilişkin riskleri azaltarak yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumayı amaçlamaktadır.

**Tablo 4. Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması**

	<b>Makro İhtiyati</b>	<b>Mikro İhtiyati</b>
<b>Ara hedefler</b>	Sistemin genelindeki finansal tehlikeleri sınırlamak	Bireysel kurumların finansal sorunlarını azaltmak
<b>Nihai hedefler</b>	Çıktı maliyetlerinden kaçınmak	Yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumak
<b>Riski tanımlama</b>	Risk, kolektif davranışların bir sonucudur ve içseldir.	Risk, bireysel kurumların davranışlarından bağımsızdır ve dışsaldır.
<b>Kurumlar arasındaki bağlantılar ve ortak risklere maruz kalma</b>	Önemli	Önemsiz
<b>İhtiyati kontrollerin kalibrasyonu</b>	Sistem çapındaki risk açısından; yukarıdan aşağı	Bireysel kurumların riskleri açısından; aşağıdan yukarı

*Kaynak: (Borio, 2003: 2)*

Riski, bireysel kurumların kolektif davranışlarının sonucu olarak gören makro ihtiyati yaklaşımda ise kurumlar arasındaki bağlantılar finansal sistemin genelinin istikrarı açısından büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla ihtiyati araçların kalibrasyonu da finansal kurumların sistemik önemine bağlı olarak belirlenmektedir. Bu bağlamda makro ihtiyati politikalarla sistemik risklerin azaltılması ve çıktı maliyetlerinin düşürülmesi hedeflenmektedir (Crockett, 2000; Borio, 2003).

Temellerinin Crockett tarafından ortaya konulmasına karşın finansal istikrar kavramında olduğu gibi makro ihtiyati politikaların da farklı yorumlamalara açık olması üzerinde uzlaşımın sağlandığı bir tanım ihtiyacını doğurmuştur. Bu doğrultuda kriz sonrası dönemde küresel finansal sistemin istikrarından sorumlu kurumların makro ihtiyati politikalara olan ilgilerinin artmasıyla genel kabul gören bir tanımın yapılmasına yönelik çalışmalar hız kazanmıştır. Nihayetinde Şubat 2011’de düzenlenen G20 zirvesinde FSB, IMF ve BIS (2011: 2) tarafından sunulan raporda makro ihtiyati politika şu şekilde tanımlanmıştır:

*“Makro ihtiyati politika, reel ekonomi için ciddi sonuçlara yol açabilen temel finansal hizmetlerin tahsisinde yaşanabilecek bozulmaları kısıtlamak amacıyla, sistemin genelindeki veya sistemik riski sınırlamada öncelikli olarak ihtiyati araçların kullanıldığı politikadır. Bu politikalarla;*

- *Finansal dengesizliklerin oluşumu azaltılır ve sıkıntılı dönemlerin hızını, şiddetini ve ekonomiye etkilerini kontrol altına alabilecek savunma hatları oluşturulur.*
- *Finansal sistemin genelinin işleyişine zarar verebilecek yayılma (spillover) ve bulaşma (contagion) risklerinin kaynakları olan karşılıklı bağlantılar, risk yoğunlaşmaları ve ortak risklere maruz kalma durumları tanımlanır ve bu sorunların üzerine gidilir.”*

Tanımda öne çıkan üç faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki, sistemik riskin sınırlanmasının temel amaç olduğudur. İkincisi, analizin kapsamının bireysel kurumlar ve piyasalardan ziyade finansal sistemin tümünü ve reel ekonomi ile olan ilişkileri içermesidir. Üçüncüsü de sistemik risklerle mücadelede kullanılacak araç setinin öncelikli olarak ihtiyati olması gerekliliğidir.

G20 zirvesinde ortaya konulan tanım yanında G30 çerçevesinde, makro ihtiyati politikaların taşınması gereken temel özellikler -çeşitli koşullara bağlı olarak farklılıklar gösteren- makro ihtiyati politika tanımlarındaki ortak faktörler üzerinden sıralanmıştır. Buna göre makro ihtiyati politikalar, bireysel finansal kurumlara ve belirli ekonomik göstergelere odaklanmaktan ziyade finansal sistemin genelinin istikrarı için uygun politikaları gözetmeli, değerlendirmeli ve tahsis etmelidir. Finansal sistem içerisinde oluşan ve yayılan sistemik riskleri azaltmayı ve finansal sistemin direncini arttırmayı hedeflemelidir. Konjonktür yanlılığına ilişkin eğilimleri azaltmada ihtiyati nitelikte çok sayıda denetim aracı kullanılabilir ancak bunlar sistemik riski azaltmak ve finansal sistemi güçlendirmek amacıyla kullanılmalıdır. Finansal istikrara ilişkin çerçevenin oluşturulmasında diğer iktisat politikaları ile işbirliği ve koordinasyon sağlanmalı ve bu politikaların da finansal istikrardan sorumlu oldukları açık bir şekilde ortaya konmalıdır (G30, 2010: 20).

## **1.2. Makro İhtiyati Politikanın Gerekçesi: Sistemik Dışsallıklar**

Mikro ihtiyati yaklaşım, finansal sistem içerisinde faaliyet gösteren tüm bireysel kurumların sağlamlığını sistemin genelinin istikrarı için yeterli görmektedir. Bu doğrultuda uygulanan düzenleme ve denetimlerin ekonominin genelinde yol açacağı

etkileri dikkate almadan yalnızca bireysel finansal kurumların sıkıntılarını hafifletmeye çalışarak finansal istikrar hedeflenmektedir. Buna karşın küresel finansal kriz, finansal sistemdeki risklerin bireysel kurumların risklerinin toplamından ibaret olmadığını açık bir şekilde göstermiştir. Finansal sistemde yer alan kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantılar, reel ekonomiyi olumsuz etkileyen dışsallıklara (negative externalities) neden olabilmektedir. Bunun yanı sıra bireysel kurumların güvenliğini sağlamak için uygulanan standartlar, finansal sistemin ve ekonominin tamamının istikrarını bozabilecek kararların alınmasına yol açabilmektedir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 6-7). Diğer bir ifadeyle piyasa katılımcılarının ihtiyatlı davranmalarını sağlamaya çalışmak finansal sistemi istikrarsız hale getirebilmektedir (Danielsson ve Zigrand, 2015). Bu bağlamda nihai amacı finansal sistemin genelini istikrarını sağlamak olan makro ihtiyati politikaların merkezinde kolektif davranışların sonucu olan içsel nitelikteki sistemik risk ve bunun neden olabileceği dışsallıklar bulunmaktadır (IMF, 2013b: 6).

### **1.2.1. Sistemik riskin tanımı**

Sistemik risk, finansal sistemde her zaman var olan ancak ex-ante bir şekilde algılanması mümkün olmayan, herkesin tehlikenin farkında olmasına karşın ne zaman ve nerede meydana geleceği kimse tarafından bilinmeyen bir olgudur (Sheldon ve Maurer, 1998: 685). Sistemik risk, ani ve beklenmedik bir şekilde meydana gelebileceği gibi uygun politika tepkilerinin verilmemesi halinde zamanla içsel bir şekilde finansal sistem içerisinde birikebilmektedir (Freixas, Laeven ve Peydro, 2015: 13). Bunun yanı sıra piyasalar, piyasa yapıları, finansal sistemin bölümleri, finansal kurumlar, uygulanan politikalar ve reel ekonomide meydana gelen dengesizlikler sistemik riskin kaynakları ve aktarıcıları olabilmektedir (Smaga, 2014: 5). Sistemik riskin büyük ölçüde çeşitlilik gösteren, birçok özelliği kapsayan ve belirsizlik içeren bir kavram olması literatürdeki sistemik risk tanımlamalarının da farklılaşmasına yol açmıştır.

G. G. Kaufman ve K. E. Scott (2003: 371) sistemik riski, sistemin parçalarından veya bileşenlerinden ziyade sistemin genelinde finansal bozulmaların meydana gelme olasılığı olarak geniş bir perspektiften tanımlamaktadır. Benzer şekilde J. Danielsson'a (2013: 5) göre sistemik risk, finansal sistemin tamamındaki başarısızlığın genel bir ekonomik çöküşe yol açma riskidir. Finansal sektörün doğasındaki konjonktür yanlılığının yanı sıra düzenlemeler ve denetimler, finansal sistemdeki karşılıklı

bağlantılardan kaynaklanan sistemik riskin artmasına neden olmaktadır. M. K. Brunnermeier, G. Gorton ve A. Krishnamurthy (2012) ise sistemik riski, finansal sistemi etkileyen şokların içsel geri besleme döngülerine yol açarak ilk şokun etkilerini güçlendirmesi, finansal sektördeki sıkıntıları daha da arttırması ve önemli üretim kayıplarına yol açması riski olarak tanımlamaktadır. Finansal sıkıntının veya krizin yaşanmasından önce sistem içerisinde içsel olarak biriken sistemik risk, piyasa katılımcılarının çeşitli şoklara vermiş olduğu tepkiler sonucu meydana gelmektedir.

Literatürde; belirsizlik, güven bunalımı (loss of confidence), bulaşma, yayılma etkileri, ortak risklere maruz kalma, bilgi asimetrisi, aktif balonları, geri besleme davranışları ve negatif dışsallıklar gibi çeşitli spesifik kavramlar üzerinden birçok sistemik risk tanımının yapıldığı görülmektedir (Bisias vd., 2012: 1). Literatürdeki sistemik risk tanımlarını karşılaştıran P. Smaga, (2014: 4) yapılan tanımlarda sıklıkla sistemik riskin, finansal sistemin büyük bir kısmı veya önemli sayıda finansal kurum ile ilgili olduğuna ve finansal sistemin işleyişine zarar verdiğine vurgu yapıldığı sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte bozulmaların veya şokların sistemin birbiri ile bağlantılı unsurları arasındaki aktarımının, sistemik riskin en önemli faktörü olarak ele alındığını ifade etmektedir.

Sistemik riskin, herkes tarafından kabul gören bir tanımı olmamakla birlikte FSB, IMF ve BIS'in (2009: 5-6) G20 raporunda yapılan tanımın genellikle referans olarak alındığını ifade etmek mümkündür. Buna göre sistemik risk, "*finansal hizmetlerin işleyişindeki bozulma riskinin; i) finansal sistemin bir kısmında veya tamamındaki aksaklıklardan kaynaklandığı ve ii) reel ekonomiyi olumsuz etkileme potansiyelinin olduğu durum*" olarak tanımlanmaktadır. Politika müdahalelerini gerekçelendiren negatif dışsallıkların merkezi konuma sahip olduğu tanımda, finansal hizmetlerin işleyişindeki kesintinin sistemik olarak değerlendirilebilmesi için riskin reel ekonomiye yayılması gerektiğine vurgu yapılmıştır.

### **1.2.2. Sistemik riskin boyutları**

Sistemik risk, finansal sistem içerisinde -zaman (time) ve kesit (cross-sectional) olmak üzere- iki boyutta meydana gelebilmektedir. Zaman boyutundaki sistemik risk, finansal sistemde zamanla oluşan dengesizliklerin ve konjonktür yanlılığının neden olduğu riskleri ifade etmektedir. Kesit boyutundaki sistemik risk ise belirli bir zamanda



finansal sistemde yer alan sektörler ve kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıların, risk yoğunlaşmalarının ve ortak risklere maruz kalmaların yol açtığı riskleri içermektedir (Caruana ve Cohen, 2014: 17).

**Tablo 5. Sistemik Riskin Boyutları**

	<b>Kesit Boyutu</b>	<b>Zaman Boyutu</b>
<b>Analizin amacı</b>	Şok aktarım mekanizması	Makro-f finansal dengesizliklerin oluşumu
<b>Yaklaşım</b>	Anlık	Zaman içerisinde
<b>Analizin temel alanı</b>	Finansal sistemin boyutu, yapısı, karşılıklı bağlantıların derecesi ve sistemik açıdan önem arz eden finansal kurumlar	Konjonktür yanlılığı
<b>Makroekonomik faktörlerin rolü</b>	Dışsal	İçsel
<b>Makro ihtiyati araçların amacı</b>	Finansal sistemin şoklara karşı direncini arttırmak	Dengesizliklerin birikmesini ve etkilerini azaltmak
<b>Riskin kaynakları</b>	Finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantılar, simetrik şoklara maruz kalma ve aşırı yoğunlaşma	Finansal sistem ve reel ekonomi arasındaki karşılıklı bağlantılar, finansal düzenlemeler

*Kaynak: (Smaga, 2014: 9)*

Sistemik riskin zaman ve kesit boyutu birbirleri ile yakından ilişkilidir. Örneğin finansal sistemdeki yoğunlaşma derecesindeki bir artış (kesit boyutu), sistemik öneme haiz finansal kurumların (systemically important financial institutions -SIFI-) üstlendikleri risklerin zaman içerisinde artmasına yol açmaktadır (zaman boyutu). Diğer taraftan konjonktürün genişleme dönemlerinde kredi büyümesindeki hızlanmaya bağlı olarak daha fazla risk alınması (zaman boyutu), bankaların maruz kaldıkları risklerin ve mikro düzeyde piyasanın bölümlerindeki yoğunlaşmanın artmasına neden olmaktadır (kesit boyutu) (Smaga, 2014: 9-10).

Makro ihtiyati politikalar, kredi ve aktif fiyat döngülerini yöneterek sistemik riskin zaman içerisinde oluşumunun engellenmesini ve finansal sistemin belirli bir zamanda maruz kalabileceği sistemik şoklar karşısındaki direncinin artırılmasını hedeflemektedir. Bu doğrultuda sistemik risk boyutlarının ayrı olarak ele alınması, spesifik boyutlardaki sistemik riski engellemede doğru makro ihtiyati araçların seçimi açısından hayati önem arz etmektedir.

### 1.2.2.1. Zaman boyutu

Zaman boyutundaki sistemik riskin temel kaynağı finansal sistemin doğasında var olan “*konjonktür yanlılığıdır*” (Borio, 2011: 3; Freixas, Laeven ve Peydro, 2013: 259). Finansal döngünün genişleme dönemlerinde risk algısının düşmesi, aktif fiyatlarındaki artışın trendin üzerine çıkması ve dış finansman kısıtlarının zayıflaması ile birlikte ekonomik birimler haddinden fazla risk almaya yönelirken, daralma dönemlerinde ise olabildiğince riskten kaçınmaya çalışmaktadırlar. Bu da sistemik riski gözlemlenemez bir şekilde arttırmakta ve finansal sistemi muhtemel olumsuz şoklar karşısında savunmasız hale dönüştürmektedir (Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013: 157).

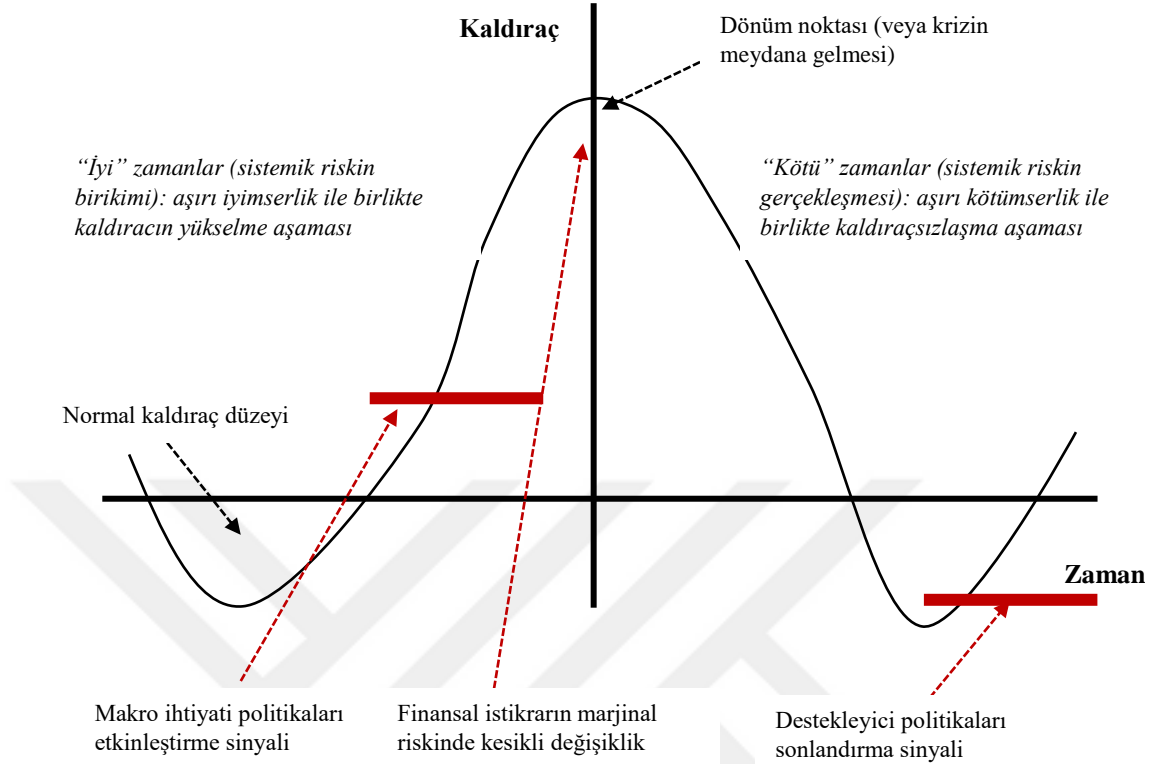
Finansal sistemdeki kredi döngülerinin neden olabileceği sistemik riskleri, gayrimenkul piyasasında oluşan kredi-temelli (credit-induced) ani genişleme (boom) ile açıklamak mümkündür. Buna göre, konut fiyatları arttığı ve borçlular yükümlülüklerini yerine getirebildiği sürece finansal kurumlar konut piyasasındaki risk limitlerini arttıracaklardır. Yükselen aktif fiyatları ve düşen temerrüt oranları (delinquency rates) karşısında kredi hacmi, artan teminat değerleri ve düşen risk ağırlıkları ile uyumlu bir şekilde genişleyecektir. Buna karşın aktif fiyatlarının ve kredi hacminin aşırı şekilde genişlemesi, ani daralmanın (bust) yakın zamanda meydana gelme ihtimalini ve finansal sektörün savunmasızlığını arttıracaktır. Daralmanın yaşanması durumunda ise koordinasyonsuz şekilde verilen kredilerden kaynaklanan dışsallıkların ciddi reel ve finansal maliyetleri olacaktır (Weistroffer, 2012: 3).

Şekil 2’de sistemik riskin finansal döngü boyunca gelişimi kaldıraç oranları vasıtasıyla açıklanmaktadır.<sup>28</sup> Buna göre finansal sistemdeki kaldıraç düzeyleri, piyasalardaki aşırı iyimserlikle birlikte finansal döngü daralma aşamasına girene kadar yükselmektedir. Sistemik risklerin oluştuğu ve savunmasızlıkların arttığı bu süreç, küçük bir şokla dahi tersine dönmekte ve kaldıraç düzeylerinde keskin düşüşler (deleveraging) yaşanmaktadır. Dönüm noktasının (turning point) başlarında bir süre daha mevcut seviyesini koruyan kaldıraç oranları giderek azalmakta ve hatta resesyonun şiddetine göre uzun dönem normal değerlerinin altına dahi düşebilmektedir. Bu da sistemin genelinde dış finansman arzının kurumasına ve reel ekonomide ciddi üretim kayıplarının yaşanmasına yol açmaktadır (Frait ve Komarkova, 2011: 99).

---

<sup>28</sup> Finansal döngüler genellikle sektörlerdeki kaldıraç düzeylerinin artması ile yükselişe geçmektedir (Caruana ve Cohen, 2014: 17).

## Şekil 2. Finansal Döngü ve Sistemik Riskin Gelişimi



Kaynak: (Frait ve Komarkova, 2011: 99)

Kaldıraç düzeylerinin yanı sıra vade uyumsuzlukları (maturity mismatch) da sistemik risklerin zaman içerisinde birikimine neden olabilmektedir. Kısmi rezerv ilkesinin geçerli olduğu bankacılık sektöründe aktifler pasiflere göre daha uzun vadelere sahiptir. Kredi hacminin -konjonktürle doğru orantılı olarak- aşırı bir şekilde genişlemesi, banka paniği (bank run) riskini veya aktifleri değerinin çok altında elden çıkarma olasılığını arttırmaktadır. Bankaların istikrarsız finansman yapılarına sahip olması bu riskleri kronik hale getirmektedir. Vade uyumsuzluklarının yanında kur uyumsuzluklarının (currency mismatch) da yaşanması mevcut sorunların daha da derinleşmesine yol açmaktadır (BOE, 2011: 11).

### 1.2.2.2. Kesit boyutu

Kesit boyutundaki sistemik risk, finansal kurumlar ve piyasalar arasındaki karşılıklı bağlantılar sonucunda meydana gelmektedir. Belirli bir zamanda, finansal kurumların veya piyasaların maruz kaldıkları şoklar, karşılıklı bağlantılar vasıtasıyla

güçlenmekte ve sistemin geneline yayılabilmektedir (Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013: 161). Dolayısıyla kesit boyutundaki sistemik riskin merkezinde “*bulaşma*” olgusu yer almaktadır (Frait ve Komarkova, 2011: 100).

Bulaşma, şokların finansal sistemin bir bileşeninden diğerine ve finansal sistemden de reel ekonomiye yayılmasını sağlayan mekanizmayı ifade etmektedir (Dijkman, 2010: 6). Bulaşma etkisi temelde piyasa katılımcılarının, faaliyetlerinin ve bağlantılarının yol açabileceği negatif dışsallıkları yeterince dikkate almamalarından kaynaklanmakta ve finansal sistemdeki tüm kurumlar için risk teşkil etmektedir. Ex-ante olarak sağlam finansal koşullara sahip kurumlar dahi değişen piyasa koşulları veya domino etkisi vasıtasıyla bulaşma etkisine maruz kalabilmektedir (Smaga, 2014: 12).

Finansal sistemdeki bulaşma kanallarını, reel ve bilgi kanalı olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Bulaşmanın reel kanalı, finansal sistemin bir bileşeninin doğrudan ticari ve finansal bağlantılar vasıtasıyla diğerlerini zincirleme şekilde etkilemesini (knock-on effects) ifade etmektedir. Karşılıklı bağlantılar mikro düzeyde risk paylaşımını mümkün kılarak finansal kurumlara faydalar sağlasa da bilançoların ve portföylerin benzer şekilde yapılandırılması simetrik bir şok durumunda bulaşma etkisini güçlendirebilmektedir.

Reel kanala nispeten tahmini daha güç olan bilgi kanalı ise ekonomik birimlerin özel bir durum karşısında davranışlarını değiştirmeleri sonucunda işlerlik kazanmaktadır. Örneğin bir bankanın finansal sıkıntılar yaşadığını açıklaması ile birlikte şokun kaynağından şüphelenen yatırımcılar diğer bankalar hakkında spekülasyona başlayabilirler. Bankaların içsel kontrol mekanizmalarının ve portföylerinde bulunan aktiflerin benzerlik göstermeleri yatırımcıların bankalar hakkında genelleme yapmalarına neden olabilmektedir. Bilgi kanalı vasıtasıyla gerçekleşen bulaşma neticesinde bankaların risk primleri ve sermaye maliyetleri artmakta ve finansal görünümleri bozulmaktadır (Dijkman, 2010: 6).

Bulaşma etkisinin neden olduğu sistemik risk sadece finansal sistem ile sınırlı kalmamaktadır. Negatif şoklar, çeşitli bulaşma kanalları vasıtasıyla finansal sistemden reel ekonomiye doğru da yayılabilmektedir (Frait ve Komarkova, 2011: 101). Hane halklarının ve finansal olmayan (non-financial) şirketlerin birlikte çalışmış oldukları finansal kurumların iflası, finansal refah düzeylerini ve harcanabilir gelirleri olumsuz etkilemektedir. Bunun yanı sıra finansal hizmetlerin kesintiye uğraması, reel ekonominin

faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli olan kredilere ve finansal ürünlere erişimin kısıtlanmasına yol açmaktadır (Dijkman, 2010: 11-12).

### **1.2.3. Sistemik dışsallıklar**

Makro ihtiyati politikalar, ekonomik ve finansal döngülerin kontrol altına alınması veya büyük finansal kurumların disipline edilmesi gibi sistemik risklerle mücadelede kullanılan politikalardır. Buna karşın sistemik riske yol açan bir faktörün çözümü makro ihtiyati politika kullanımını gerektirmeyebilir. Sistemik risk, bazı durumlarda toplam şoklar ve iktisat politikalarındaki yetersizliklerden de kaynaklanabilir. Dolayısıyla makro ihtiyati politika da sistemik riskin var olduğu her durumda kullanılacak uygun politika olmayabilir. Bu çerçevede makro ihtiyati politika, yalnızca - sistemik risk yaratan- dışsallıklar ile gerekçelendirilebilmektedir (Claessens, 2014: 5; Lopez, Markwardt ve Savard, 2015: 5).

Sistemik dışsallıkların kaynaklarının tanımlanması ve sınıflandırılmasına ilişkin çalışmalar küresel finansal kriz sonrası dönemde hız kazanmıştır. Bu doğrultuda Brunnermeier vd. (2009) makro ihtiyati politikaların kullanımını gerektiren dışsallıkları zararına satışlar (fire sales) ve karşılıklı bağlantılar olmak üzere iki grupta ele almıştır. De Nicolo, Favara ve Ratnovski (2012) ise bu dışsallıklara stratejik bütünleşmeleri (strategic complementarities) ilave etmiştir.<sup>29</sup>

#### **1.2.3.1. Stratejik bütünleşmeler**

Stratejik bütünleşmelerden kaynaklanan dışsallıklar, finansal sistemdeki ekonomik birimlerin benzer stratejileri izlemelerinden dolayı meydana gelmektedir. Finansal döngünün genişleme aşamasındaki savunmasızlıkların artmasına neden olan stratejik bütünleşmelerin birçok sebebi vardır. Bunlardan biri -ekonominin genelindeki kredi standartları üzerinde etkili olan- ani genişleme dönemlerindeki artan rekabettir. Bankalar, eksik bilginin olduğu bir çevrede potansiyel borçluların risklerini stratejik ilişkilerine göre değerlendirirler. Ani genişleme dönemlerinde düşük kar marjları ile körüklenen rekabet, bankaların potansiyel borçluları değerlendirmedeki güdülerini

---

<sup>29</sup> Literatürde sistemik dışsallıkların kaynaklarını farklı şekilde sınıflandıran çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin Borchgrevink, Ellingsrud ve Hansen (2014) dışsallıkları; parasal (pecuniary) dışsallıklar, karşılıklı bağlantı dışsallıkları, stratejik bütünleşmeler, toplam talep dışsallıkları, limon piyasası ve rasyonaliteden sapma olmak üzere altı kategoriye ayırmıştır.

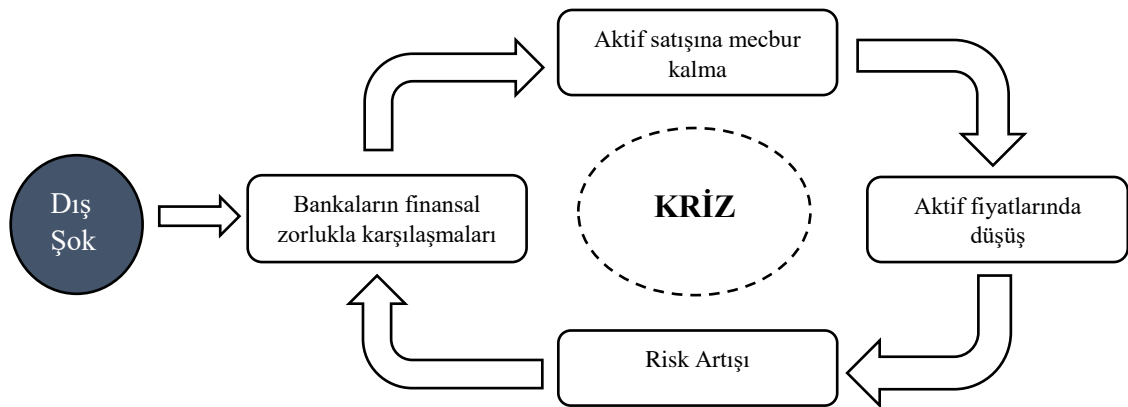
azaltmakta ve daralma dönemlerinde ciddi sorunlar oluşturabilecek kredilerin ihtiyatsızca verilmesine neden olmaktadır (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 8).

Stratejik bütünleşmelerin bir diğer kaynağı, banka yöneticilerin teşvik yapıları ve itibari (reputational) konulardır. Banka yöneticileri, kredilere ilişkin kararlarında piyasalardaki mevcut durumu önemserse, kredi politikaları diğer bankaların politikalarının etkisi altında kalabilir ve kısa vadeli performans uğruna uzun vadeli aşırı riskler üstlenebilirler. Banka yöneticilerinin kötü performansları, diğer bankaların benzer kayıpları yaşaması halinde daha hoşgörülü değerlendirilebilir ve riskli kredi politikalarının sürdürülmesine neden olabilir. Bunun yanı sıra finansal sıkıntı durumunda kamu müdahalesine (bail-out) ilişkin beklentiler de bankaları riskli faaliyetlere yönlendirerek stratejik bütünleşmeden kaynaklanan dışsallıklara yol açabilir (Claessens, 2014: 6).

### 1.2.3.2. Zararına satışlar ve kredi çöküşü

Zararına satışlar ve kredi çöküşü ile alakalı dışsallıklar, özellikle konjonktürün daralma dönemleri sırasında finansal kurumların aktif portföylerini daraltmak zorunda kalmaları sonucunda meydana gelmektedir. Aktif daraltmanın yaygınlaşması, finansal araçların ve yatırımcıların bilançolarında bozulmaya ve kredi çöküşüne (credit crunch) neden olmaktadır (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 8-9).

Şekil 3. Zararına Satış Döngüsü



Kaynak: (Danielsson ve Zigrand, 2015: 2)

Sıkıntı içerisindeki bir finansal kurumun sermaye yeterliliklerini sağlayabilmesi, aktif daraltma veya mevcut sermayeye taze sermayenin (fresh capital) eklenmesi ile

mümkündür. Mevcut sermayeye, taze sermaye ilave etmek -daha sağlıklı bir yöntem olmasına karşın- yüksek maliyetler içermektedir. Bu da Şekil 3'den de görüleceği üzere finansal kurumların bir diğer yöntem olan aktif daraltma politikasına yönelmelerine yol açmaktadır. Eğer bankalar yeni kredi vermeyi durdurarak aktiflerini daraltma yoluna giderse reel sektörde faaliyet gösteren firmaların finansman maliyetleri artacaktır. Kredilerin daha pahalı hale gelmesi ile birlikte yatırımlar ve istihdam azalacak ve reel ekonomi açısından olumsuz sonuçlar meydana gelecektir.

Çok sayıda bankanın likit olmayan menkul kıymetlerini satarak aktif daraltma politikasını uygulamaları durumunda ise menkul kıymet fiyatlarında keskin düşüşler yaşanacaktır. Bu durum sadece satışı gerçekleştiren bankaları değil benzer aktifleri ellerinde bulunduran diğer bankaları da olumsuz etkileyecektir (Hanson, Kashyap ve Stein, 2010: 3-5). Friksiyonların olmadığı piyasalarda kayıplar ekonomik birimlerin refah dağılımı üzerinde etkili olsa da refah düzeylerinde bir azalmaya neden olmayacaktır. Buna karşın piyasa başarısızlıklarının söz konusu olduğu piyasalarda bu tip dışsallıkların reel refah etkileri söz konusudur. Bilginin simetrik dağılmadığı ve dolayısıyla borç verenlerin borçlulardan teminat talep ettikleri finansal piyasalarda gerçekleşen zararına satışlar sonucunda aktiflerin temel değerlerinin (fundamental value) altına düşmesi, teminat değerlerini (collateral value) de azaltacaktır. Bu da kredilere erişimi zorlaştırarak karlı yatırım fırsatlarının kaçırılmasına ve reel ekonomide kayıpların yaşanmasına neden olacaktır (Keleş, 2016: 5).

### **1.2.3.3. Karşılıklı bağlantılar**

Finansal sistemdeki karşılıklı bağlantıların neden olduğu dışsallıklar, şokların sistemik kurumlar veya finansal ağlar vasıtasıyla sistemin geneline yayıldığı durumu ifade etmektedir. Finansal sistemde yer alan kurumlar arasındaki güçlü bağlantılar, bir kurumda gerçekleşebilecek sıkıntıların diğer kurumlara yayılmasına neden olabilmektedir. Aktif fiyat hareketleri, bankalararası piyasadaki çift yönlü riskler (bilateral interbank market exposures) ve reel ekonomiden gelen geri bildirimler ise bu yayılmaların başlıca kaynaklarıdır (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 9).

Karşılıklı bağlantıların ekonominin geneli üzerinde yaratacağı olumsuz dışsallıklar, sıkıntıların veya iflasların sistem açısından önem teşkil eden finansal kurumlarda yaşanması durumunda çok daha büyük olmaktadır. Bu kurumların finansal

altyapının belkemiğini oluşturmaları, kilit finansal hizmetleri tesis etmeleri ve uluslararası alanda faaliyet göstermeleri, onları “*batamayacak kadar büyük*” (too big to fail -TBTF-) hale getirmektedir. İflaslarının neden olabileceği sosyal maliyetlerin çok fazla olmalarından dolayı sorun yaşamalarına kayıtsız kalınmamaktadır (Claessens, 2014: 8).

Sistemik öneme haiz olan kurumlara zımni olarak sağlanan kamusal korumalar, kaynak tahsisinde ve nispi fiyatlarda bozulmalara yol açmaktadır. Bu kurumların kreditorleri, iflasın tüm maliyetini üstlenmeyeceklerinden düşük maliyetlerle finansman sağlama konusunda isteklidirler. Düşük finansman maliyeti avantajına sahip olan sistemik kurumlar da riskli faaliyetlere girişerek kaldıraç düzeylerini yükselteceklerdir. Bu da riskin, finansal sistemin diğer bileşenlerine kaydırılmasına ve rekabetin bozulmasına yol açacaktır (IMF, 2014a: 102).

## **2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA STRATEJİSİ**

Makro ihtiyati politikanın yeni bir politika alanı olması, politikayı geliştirmeye yönelik ilk çalışmalarda doğal olarak kavramsal çerçeveye odaklanılmasına yol açmıştır. Bununla birlikte son yıllarda, sistemik risklerle mücadelede birçok ülkenin çeşitli makro ihtiyati araçları tanımlaması ve bunların kullanımı için gerekli olan yetkiyi belirli otoritelere vermesi, makro ihtiyati politikanın operasyonel hale getirilebilmesi için strateji geliştirmeye yönelik çalışmaların artmasına neden olmuştur (Knot, 2014: 26).

Makro ihtiyati politika hedeflerinin somut bir şekilde tanımlandığı, hedeflere ulaşmada kullanılacak araçların belirlendiği, karar verme sürecinde benimsenen yaklaşımın ortaya konduğu ve araçların beklenen etkilerinin açıklandığı bir politika stratejisi ilan etmek, politikanın etkin bir şekilde yürütülmesi açısından birçok fayda sağlamaktadır. Makro ihtiyati politika stratejisinin belirlenmesi, kamuoyu nezdinde politikaya ve politika otoritelerine meşruiyet kazandırmaktadır. Bununla birlikte hesap verebilirliği arttırmakta ve piyasaların makro ihtiyati müdahalelere ilişkin bekleyişlerini şekillendirmelerine yardımcı olmaktadır (IMF, 2014b: 23-24).

### **2.1. Makro İhtiyati Politikanın Faaliyet Süreci**

Makro ihtiyati politika stratejisinin oluşturulmasında öncelikli olarak faaliyet sürecinin belirlenmesi gerekmektedir. Şekil 4’den de görüleceği üzere faaliyet süreci; ara



ve nihai hedefler, bu hedeflere ulaşmada kullanılacak araçlar ve uygulamayı teşvik edecek göstergelerden oluşmaktadır.

#### Şekil 4. Makro İhtiyati Politikanın Faaliyet Süreci



Kaynak: (ESRB, 2014a: 8)

Makro ihtiyati politikanın ara hedefleri temelde spesifik finansal piyasa başarısızlıklarını gidermeye yönelik olarak tanımlanmaktadır. Makro ihtiyati politika ihtiyacının belirleyicisi olan göstergeler, sistemik risklerin tanımlanmasına ve değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır. Düzenleyici araçların yanı sıra diğer politika araçlarını da içeren makro ihtiyati araçlar ise çeşitli aktarım kanalları vasıtasıyla bu risklerin meydana gelmesini engellemede ve nihai hedefe ulaşmada kullanılmaktadır.

##### 2.1.1. Ara hedefler ve nihai amaçlar

Makro ihtiyati politikaların nihai hedefi, finansal sistemin genelini istikrarını sağlayarak ekonominin genelinde meydana gelebilecek reel çıktı maliyetlerinden kaçınmaktır (Borio, 2003: 2). Esas olarak zaman ve kesit boyutunda meydana gelebilecek sistemik risklerin sınırlandırılmasına odaklanan makro ihtiyati politikalar, finansal sistemin direncini güçlendirerek ve konjonktür yanlılığının olumsuz etkilerini azaltarak ekonomik büyümeye olan katkısını sürdürülebilir hale getirmeyi hedeflemektedir (ESRB, 2013: 1).

Makro ihtiyati politikaların faaliyet süreci çerçevesinde, otoritelerin nihai hedefe ulaşabilmeleri için doğru araçları seçmeleri gerekmektedir. Buna karşın nihai hedefin ölçülmesindeki güçlükler, spesifik araçlar ile nihai hedef arasında bağlantıyı sağlayacak -ölçülebilir ve gözlemlenebilir- ilave hedefler tanımlama ihtiyacı doğurmaktadır. Bu doğrultuda araçlar ile bağlantı kurmada köprü vazifesini -nihai hedefi daha ayrıntılı bir şekilde ortaya koyan- ara hedefler yerine getirmektedir (Bennani vd., 2014: 8).

Ara hedeflerin tanımlanması, makro ihtiyati politikaları daha şeffaf ve hesap verebilir hale getirebilmenin yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu politika

yapıcılar arasındaki koordinasyonu iyileştirmeye ve eylemsizlik yönünde yaşanabilecek bir sapmaya (inaction bias) karşı koymaya yardımcı olabilmektedir (Knot, 2014: 27; CGFS, 2016: 1).

Daha önce de belirtildiği gibi kriz sonrası dönemde küresel finansal sistemin istikrarından sorumlu kuruluşlar ve birçok merkez bankası, makro ihtiyati politikaların ara hedeflerini tanımlamaya yönelik çalışmalar gerçekleştirmiştir.<sup>30</sup> Örneğin IMF-FSB-BIS (2016) ara hedefleri; toplam şoklar karşısında finansal sistemin direncinin artırılması, zaman içerisinde oluşabilecek sistemik savunmasızlıkların engellenmesi ve finansal sistem bünyesindeki yapısal savunmasızlıkların kontrol altına alınması şeklinde üç grupta toplamıştır. Bununla birlikte, ara hedeflerin kapsamlı ve sistematik bir çerçevede tanımlanmasında ESRB'nin öncü rol oynadığını ifade etmek mümkündür. Tablo 6'dan da görüleceği üzere, ESRB (2013) zaman ve kesit boyutunda meydana gelebilecek sistemik riskleri kontrol altına almaya yönelik ara hedefleri spesifik piyasa başarısızlıkları ile ilişkilendirmiş ve beş kategori altında ele almıştır.

**Tablo 6. Makro İhtiyati Politikanın Ara Hedefleri ve İlgili Piyasa Başarısızlıkları**

Ara Hedefler	Piyasa Başarısızlıkları
<b>Kredi büyümesindeki ve kaldıraç oranlarındaki aşırılıkları önlemek ve azaltmak</b>	- Kredi krizi - Risk yanılması - Karşılıklı bağlantılar - İçsel risk alma - Banka panikleri
<b>Vade uyumsuzluklarındaki aşırılıkları ve piyasadaki likidite yetersizliğini önlemek ve azaltmak</b>	- Zararına satışlar - Piyasada likidite yetersizliği - Banka panikleri
<b>Doğrudan ve dolaylı risk yoğunlaşmalarını sınırlamak</b>	- Karşılıklı bağlantılar - Zararına satışlar
<b>Ahlaki zafiyeti azaltmak amacıyla olumsuz teşviklerin sistemik etkilerini sınırlamak</b>	- Ahlaki zafiyet ve batmayacak kadar büyük olma
<b>Finansal altyapıların direncini güçlendirmek</b>	- Karşılıklı bağlantılar - Risk yanılması - Eksik sözleşmeler - Zararına satışlar

*Kaynak:(ESRB, 2013: 8).*

**i. Kredi büyümesindeki ve kaldıraç oranlarındaki aşırılıkları önlemek ve azaltmak:** Kredi büyümesindeki aşırılıklar, aktif fiyat balonlarına ve finansal krizlere yol açan faktörlerin başında gelmektedir. Bu aşırılıkları güçlendiren bir aktarım kanalı olan

<sup>30</sup> ESRB, Küresel Finansal Sistem Komitesi (The Committee on the Global Financial System -CGFS-), İngiltere Merkez Bankası (Bank of England -BOE-) ve IMF-FSB-BIS ara hedeflerin tanımlanmasına yönelik çalışmalar gerçekleştiren başlıca kuruluşlardır (Houben, van der Molen ve Wierts, 2012: 17).

kaldıraç düzeyi ise kredi büyümesini kolaylaştırmanın yanı sıra ekonomik birimleri ve kurumları finansal döngünün tersine döndüğü durumlara karşı savunmasız hale getirmektedir.

**ii. Vade uyumsuzluklarındaki aşırılıkları ve piyasadaki likidite yetersizliğini önlemek ve azaltmak:** Vade uyumsuzlukları, finansal kurumların uzun vadeli aktiflerini kısa vadeli yükümlülükler ile fonlaması sonucunda meydana gelmektedir. Finansal kurumların aktiflerini perakende mevduatlar (retail deposit) gibi istikrarlı kaynaklar yerine değişken nitelikteki toptan fonlarla (wholesale funding) finanse etmesi, sistemin genelinde yaşanabilecek paniklere karşı savunmasızlıkları arttırmaktadır. Kredi döngülerinin, kısa vadeli fonlara bağımlılığının arttığı dönemlerde yaşanması tesadüfi değildir. Bu gibi durumlarda likidite yetersizliği, zararına satışlar ve bulaşmadan dolayı oluşabilecek finansal istikrarsızlık riskleri artmaktadır.

**iii. Doğrudan ve dolaylı risk yoğunlaşmalarını sınırlamak:** Risk yoğunlaşmaları (exposure concentration), finansal sistemi ortak şoklar karşısında savunmasız hale getirmektedir. Örneğin bankacılık sisteminin vermiş olduğu kredilerin belirli bir sektöre yoğunlaştığı durumlarda, bu sektörde yaşanabilecek bir olumsuzluk bankacılık sektörü için sistemik riske dönüşebilmektedir. Bu tip risklerin gerçekleşmesinde ve finansal sistemin geneline yayılmasında ise bulaşma kanalları önemli rol oynamaktadır. Risk yoğunlaşmaları, finansal kurumların bilançolarının ortak şoklara karşı maruz kalması şeklinde doğrudan olabileceği gibi finansal sektörün belirli bir kısmındaki kırılmalıkların zararına satışlara yol açması şeklinde dolaylı olarak da meydana gelebilmektedir.

**iv. Ahlaki zafiyeti azaltmak amacıyla olumsuz teşviklerin sistemik etkilerini sınırlamak:** SIFI'lara yönelik olumsuz teşvikler (misaligned incentives) ahlaki zafiyet probleminin sistemin genelini etkilemesine neden olabilmektedir. Küresel finansal krizde görüldüğü üzere, SIFI'ların başarısızlıkları finansal sistemin geri kalanına ve reel ekonomiye önemli maliyetler yüklemektedir. Bu tip durumlarda kamu müdahalesi optimal bir çözüm olarak düşünülse de zımni kamu garantilerine ilişkin beklentiler SIFI'ları daha fazla risk alma yönünde teşvik edebilmektedir.

**v. Finansal altyapıların direncini güçlendirme:** Finansal sistemin içerisinde oluşabilecek dışsalıkların yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşları (credit rating agencies) ve mevduat sigortası (deposit insurance) gibi kurumsal yapılardan

kaynaklanabilecek dışsal nitelikteki ahlaki zafiyet etkileri finansal altyapıların maruz kalabileceği diğer risklerdir.

Ara hedef seçimi, finansal sistemin yapısal karakteristiklerine, sistemik dışsallıkların türlerine, ülkelere ve sektörlerle bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir.<sup>31</sup> Bununla birlikte ara hedeflerin zaman içerisinde -finansal sistemdeki gelişmelere paralel olarak- güncellenmesi gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının parasal toplamlara vermiş olduğu önemi azaltmalarına benzer şekilde makro ihtiyati politikalarda da aktarım kanallarına ilişkin bilgi birikimi arttıkça ara hedeflerin önemi azalacaktır (CGFS, 2016: 1).

### 2.1.2. Göstergeler

Makro ihtiyati göstergeler, sistemik risklerin tanımlanması ve gözetilmesi amacıyla oluşturulmaktadır. Göstergelerin -belirlenen eşik değerlere bağlı olarak- sistemik riskin arttığına dair homojen bir tablo oluşturması, makro ihtiyati politika ihtiyacını ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle göstergelerin durumu makro ihtiyati politika tercihinde belirleyici olmaktadır.

IMF (2014b) makro ihtiyati göstergeleri, temel ve ilave göstergeler olmak üzere iki grupta ele almaktadır.<sup>32</sup> Temel ve ilave göstergeler içerisinde de -finansal döngünün evrelerine bağlı olarak- sıkılaştırmayı (tightening) ve gevşetmeyi (loosening) işaret eden göstergeler olmak üzere ikili bir ayrıma gidilmiştir. Tablo 7’de finansal döngünün genişleme aşamasında meydana gelebilecek savunmasızlıkları yansıtan temel ve ilave sıkılaştırma göstergeleri yer almaktadır.

<sup>31</sup> Örneğin, ESRB’nin finansal sistemin genelini esas aldığı raporda (2013) beş ara hedef tanımlanırken, bankacılık sektörüne yönelik düzenlediği raporda (2014a) ilk dört ara hedef tercih edilmiştir.

<sup>32</sup> Temel göstergelerin sinyal performanslarındaki kusurlar, ilave göstergelerin tanımlanmasına yol açmıştır (IMF, 2014b).

**Tablo 7. Makro İhtiyati Sıkılaştırma Göstergeleri**

Araçlar	Temel Göstergeler	İlave Göstergeler
<b>Geniş Kapsamlı Sermaye Araçları</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Kredi/GSYİH açığı</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Kredi/GSYİH büyümesi</li><li>-Kredi büyümesi</li><li>-Aktif fiyatlarının uzun dönem trend değerlerinden sapması</li><li>-Finansal piyasalardaki riskin olduğundan daha düşük fiyatlanması</li><li>-Borç servisi-gelir oranı</li><li>-Bireysel kredilerde veya aktiflerdeki kaldıraç oranı</li><li>-Çekirdek dışı fonlamadaki artış</li><li>-İhracatın zayıflaması ve cari açıklar</li></ul>
<b>Sektörel Araçlar (Hane Halkları)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Hane halklarına verilen kredilerdeki artış</li><li>Konut fiyatlarındaki artış</li><li>Konut fiyatı-kira oranı ve konut fiyatı-harcanabilir gelir oranı</li><li>Hane halklarına verilen kredilerin toplam kredilerdeki payı</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Konut fiyatlarının bölgelere ve konut türlerine göre artması</li><li>-Kredi standartlarındaki bozulma</li><li>-Yüksek kredi-teminat oranı</li><li>-Yüksek kredi-gelir oranı</li><li>-Yüksek borç servisi-gelir oranı</li><li>-Döviz kredilerinin payı</li></ul>
<b>Sektörel Araçlar (Şirketler)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Şirketlere verilen kredilerdeki artış</li><li>Şirketlere verilen kredilerin toplam kredilerdeki payı</li><li>Ticari mülk fiyatlarındaki artış</li><li>Ticari gayrimenkul kredilerindeki artış</li><li>Döviz cinsinden verilen kredilerin payındaki artış</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Şirketlerin kaldıraç oranlarındaki (borç-öz sermaye oranı) artış</li><li>-Borç yükünün artması</li><li>-Kredi standartlarının bozulması</li><li>-Ticari gayrimenkul kredilerindeki ortalama borç-gelir oranı</li><li>-Ticari gayrimenkul kredilerindeki ortalama kredi-teminat oranı</li><li>-Döviz kredilerinin payı</li></ul>
<b>Likidite Araçları</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Kredi-mevduat oranlarındaki artış</li><li>Toplam yükümlülükler içerisinde çekirdek dışı fonların payındaki artış</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Likit aktiflerin payındaki azalma</li><li>-Vade uyumsuzluklarının kötüleşmesi</li><li>-Menkul kıymet ihracının artması</li><li>-Teminatsız finansmanın artması</li><li>-Döviz pozisyonundaki artması</li><li>-Brüt sermaye girişlerinin artması</li></ul>

Kaynak:(IMF, 2014b: 12).

Makro ihtiyati kısıtların gevşetilmesine ilişkin verilecek kararlara rehberlik eden göstergeler, Tablo 8’den de görüleceği üzere sıkılaştırma göstergelerinden önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Kredi açığı (credit gap) gibi yavaş hareket eden stok değişkenler, risklerin oluşumunun tespiti ve risklerin dağılıp dağılmadığının değerlendirilmesi açısından faydalı göstergelerdir. Buna karşın finansal döngünün dönüm noktasının belirlenmesinde ve sistemik risklerin gerçekleşme olasılığının tahmin edilmesinde piyasa bazlı göstergeler ve akım değişkenler daha kullanışlıdır (IMF, 2014b: 19). Bu bağlamda makro ihtiyati araçların gevşetilmesine ilişkin verilecek kararlarda finansal piyasalarda oluşan fiyatların daha kullanışlı olduğunu ifade etmek mümkündür (ESRB, 2014a: 10).

**Tablo 8. Makro İhtiyati Gevşetme Göstergeleri**

<b>Araçlar</b>	<b>Göstergeler</b>
<b>Geniş Kapsamlı Sermaye Araçları</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Kredi faizlerindeki / marjlarındaki artış</li><li>• Kredi büyümesindeki yavaşlama</li><li>• Temerrüt oranlarında ve geri ödenmeyen kredilerdeki artış</li><li>• Kredi arzındaki kötüleşme</li></ul>
<b>Sektörel Araçlar (Hane Halkları)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Konut fiyatlarının düşmesi</li><li>• Gayri menkul işlem hacmindeki azalma</li><li>• Hane halklarına verilen kredilerdeki marjların artması</li><li>• Mortgage temelli menkul kıymetlerin fiyatlarındaki azalma</li><li>• Hane halklarına verilen kredilerdeki net büyümenin yavaşlaması</li><li>• Hane halklarına verilen yeni kredilerdeki büyümenin yavaşlaması</li><li>• Hane halklarına verilen kredilerdeki geri ödenmeme oranının artması</li></ul>
<b>Sektörel Araçlar (Şirketler)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Kredi faizlerindeki / marjlarındaki artış</li><li>• Şirketlere verilen kredilerdeki büyümenin yavaşlaması</li><li>• Şirketlerin temerrüt oranlarında ve geri ödenmeyen kredilerindeki artış</li><li>• Kredi arzındaki daralma</li></ul>
<b>Likidite Araçları</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• İnterbank faiz oranı ile politika faiz oranı arasındaki marjın artması</li><li>• Toptan fonlama maliyetlerinin artması</li><li>• Merkez bankasının likidite penceresine başvuruların artması</li><li>• Ulusal para-yabancı para takas oranı</li><li>• Brüt sermaye girişlerindeki ani değişiklik</li></ul>

*Kaynak:(IMF, 2014b:20).*

Temel ve ilave gösterge setleri, esasen zaman boyutundaki sistemik riskleri yansıtmaktadır. Bununla birlikte finansal sistemin bünyesindeki savunmasızlıkları işaret eden göstergeleri de tanımlamak mümkündür. Bu doğrultuda ilk olarak, finansal ağların yapısının karakterize edilmesi ve sistemik bağlantıların değerlendirilmesinde hangi sektörlerin önem arz ettiğinin belirlenmesi amacıyla finansal sistemin bileşimi tespit edilmelidir. İkinci aşamada, -kredi tahsisi konusunda bankaların ekonomideki rolleri düşünüldüğünde- sistem açısından önem arz eden bankalar tanımlanmalı ve bu bankaların direncini arttıracak potansiyel araçlar değerlendirilmelidir. Son olarak, yapısal riskler ve sistemik risk teşkil edebilecek finansal sektör bileşenleri ile analiz genişletilmelidir (IMF, 2014b: 13).

### **2.1.3. Araçlar**

Para politikası literatüründe, politika sürecinde kullanılan araçlara ve rollerine ilişkin açık bir uzlaşımın sağlandığı görülmektedir. Politika faizi para politikasındaki temel araç iken kamuoyu ile iletişim genellikle aktarım mekanizmalarını destekleyici bir role sahiptir. Buna karşın makro ihtiyati politika söz konusu olduğunda temel bir araçtan

bahsetmek mümkün değildir. Makro ihtiyati araçlar, düzenleyici araçların yanı sıra diğer politika araçlarının da yer aldığı geniş bir yelpazeye sahiptir.<sup>33</sup> Bununla birlikte araçların etkinliğine dair ampirik kanıtların yetersizliği ve operasyonel deneyimlerin azlığı, araç setine ilişkin sınıflandırmalarda standardın oluşmamasına yol açmıştır (IMF, 2011: 22; Galati ve Moessner, 2013: 848).

Literatürde araçları farklı şekillerde sınıflandıran birçok çalışma bulunmaktadır. H. Hannoun (2010: 8) araçları, makro ihtiyati amaçlarla oluşturulmuş ihtiyati, para ve maliye politikası araçları olarak sınıflandırmıştır. H. S. Shin (2013: 51), kredi büyümesini sınırlayan banka sermayesine odaklanan (bank capital-oriented) araçlar, kredi büyümesini dolaylı şekilde sınırlayan ve likidite krizlerine karşı savunmasızlıkları azaltan pasif yönlü (liabilities-side) araçlar ve bankaların kredi hacminin büyümesini doğrudan kısıtlayan aktif yönlü (asset-side) araçlar olmak üzere üçlü bir sınıflandırmaya gitmiştir. C. Lopez, D. Markwardt ve K. Savard'da (2015: 6) ise konut sektörü, zorunlu karşılıklar ve bulaşma ile alakalı problemlerin çözümüne yönelik araçlar olarak üçlü bir gruplandırma yapılmıştır.

---

<sup>33</sup> 2013-2014 yıllarında IMF tarafından “Küresel Makro İhtiyati Politika Araçları Taraması” (Survey on Global Macropprudential Policy Instruments) adı altında yürütülen çalışmada makro ihtiyati otoritelerin kullanabileceği **18 temel araç** tanımlanmıştır. Araştırma, IMF'ye üye 125 ülkenin merkez bankaları/makro ihtiyati otoriteleri ile yapılan 100 soruluk detaylı bir anket şeklinde gerçekleştirilmiştir. Araştırmanın detayları kamuoyuna açık olmamakla birlikte ankete katılan tüm otoritelerin araştırma ile ilgili veri tabanının tamamına erişim hakkı bulunmaktadır (Cerutti, Claessens ve Laeven, 2015: 34).

**Tablo 9. Makro İhtiyati Araçların Sistemik Riskin Boyutlarına Göre Sınıflandırılması**

Araçlar	Sistemik Risk	
	Zaman Boyutu	Kesit Boyutu
<b>Geniş Kapsamlı Sermaye Araçları</b>	-Konjonktür karşıtı sermaye tamponları -Koruma tamponları -Dinamik karşılıklar	-SIFI'lar için ilave sermaye yükümlülükleri -Sistemik risk tamponları
<b>Sermaye Temelli ve Aktif Yönlü Sektörel Araçlar</b>	-Sektörel sermaye yeterlilikleri -Kaldıraç oranı sınırlamaları -LTV, LTI ve DTI tavanları	
<b>Likidite Araçları</b>	-Net açık pozisyonu sınırlamaları -Nakit ve vade uyumsuzluklarına ilişkin sınırlamalar -LCR ve NSFR sınırlamaları -LTD tavanı -Zorunlu karşılıklar -Çekirdek dışı yükümlülüklerin vergilendirilmesi	-Pigoucu vergilendirme
<b>Yapısal Reformlar ve Diğer Araçlar</b>		-Yoğunlaşma sınırlamaları -Aktif bileşimi ve faaliyetler üzerinde değişen sınırlamalar (Volcker Kuralı, Vickers Kuralı, vb.)

*Kaynak: (IMF, 2013b: 20-22; Claessens, Ghosh ve Mihet, 2014: 26; Bennani vd. 2014: 20-26)'den uyarlanmıştır.*

Makro ihtiyati araçlar temelde sistemik riskin potansiyel kaynaklarını çözümlenmeye yönelik olduğundan araç setlerinin sistemik riskin boyutlarına göre sınıflandırılması daha doğru olmaktadır. Bu doğrultuda Tablo 9'dan da görüleceği üzere araçları; sistemik riskin zaman ve kesit boyutuna yönelik araçlar olarak sınıflandırmak mümkündür.

### **2.1.3.1. Sistemik riskin zaman boyutuna yönelik araçlar**

Sistemik riskin zaman boyutuna yönelik araçlar, finansal döngünün ani yükseliş ve düşüş dönemlerinde finansal kurumların, şirketlerin ve hane halklarının maruz kalabilecekleri riskleri azaltmak amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda finansal döngünün genişleme dönemlerinde konjonktür yanlılığını, daralma dönemlerinde ise kredi çöküşlerini ve zararına satışları sınırlamak amacıyla çok sayıda makro ihtiyati araç tanımlanmıştır.



**i. Konjonktür karşıtı sermaye tamponları ve dinamik karşılıklar:** Basel III çerçevesinin merkezinde yer alan konjonktür karşıtı sermaye tamponları (countercyclical capital buffers), finansal sıkıntı dönemlerinde bankaların -ödeme güçlerini kaybetmeden- ekonomideki kredi akışını sürdürebilmeleri amacıyla tanımlanmıştır (Bennani, vd. 2014: 59). Geleneksel sermaye yeterliliklerinin aksine zaman içerisinde değişebilen ve bankaların asgari çekirdek sermaye yeterliliklerinin<sup>34</sup> (core capital requirement) üzerinde olan tamponlar, daralma döneminde gerçekleşebilecek kayıpların absorbe edilebilmesine olanak sağlamaktadır (Popoyan, 2016: 8). Tamponlar, muhtemel şoklar karşısında bankaların direncini arttırmanın yanı sıra kredi hacmindeki konjonktür yanlılığını kontrol altına alarak ekonomik dalgalanmaların azaltılmasına yardımcı olmaktadır (Angeloni, 2014: 76).

Konjonktür karşıtı sermaye tamponları, üç aşamada oluşturulmaktadır. İlk olarak finansal olmayan kurumlara verilen toplam kredilerin GSYİH'ya oranı hesaplanmaktadır. İkinci adımda, kredi/GSYİH oranı uzun dönem trend değerlerinden çıkarılarak kredi açığı ( $G_t$ ) hesaplanmaktadır. Son olarak da kredi/GSYİH açığı, tampona ilave edilecek miktara dönüştürülmektedir.

$$CCB_t = \begin{cases} 0, & G_t < J \text{ ise} \\ \frac{(G_t - J)}{(H - J)} * 0.025, & J \leq G_t \leq H \text{ ise} \\ 2.5, & G_t > H \text{ ise} \end{cases}$$

Ülke koşulları ve tercihlere bağlı olarak çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranının %0'ı ile %2.5'i arasında değerler alan tamponlara ilave edilecek olan miktarlar, kredi/GSYİH açığının büyüklüğüne göre belirlenmektedir. Örneğin, kredi/GSYİH açığı belirli bir eşik değer ( $J$ ) altında ise tampona herhangi bir ilave yapılmaz iken kredi/GSYİH açığı en yüksek eşik değere ( $H$ ) ulaşana kadar arttırılacak ve eşik değeri geçtiğinde maksimum değeri (%2.5) alacaktır<sup>35</sup> (Popoyan, 2016: 9).

<sup>34</sup> Çekirdek sermaye; dağıılmamış karlar, ödenmiş sermaye ve diğer kapsamlı gelir tablosu kalemleri ile bu toplamdan düşülecek değerlerden oluşmaktadır. Asgari çekirdek sermaye yeterliliği oranı ise çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere bölünmesiyle elde edilmektedir. Basel III çerçevesinde bu oran %4.5 olarak belirlenmiştir (BCBS, 2010: 12).

<sup>35</sup> Basel III çerçevesinde alt eşik değeri 2, üst eşik değeri ise 10 olarak hesaplanmıştır (Popoyan, 2016: 9).

**ii. Dinamik karşılıklar:** Dinamik karşılıklar (dynamic provisioning), bankaların kredi portföylerindeki kayıpları önceden tespit edebilmeleri ve bu risklere karşı kendilerini koruyabilmeleri amacıyla daralma dönemlerinde kullanılacak tamponları genişleme dönemlerinde oluşturma imkanı sağlamaktadır (Saurina, 2009: 1). Konjonktür yanlılığını azaltmaya yardımcı olan dinamik karşılıklar, gerçekleşen kayıplar yerine beklenen kayıpların tahminleri doğrultusunda geri ödenmemiş kredi (non-performing loan) miktarına göre hesaplanmaktadır (Fernandez de Lis ve Garcia-Herrero, 2012: 5-6).

**iii. Koruma tamponları:** Koruma tamponları (conservation buffers), %4.5 olan asgari çekirdek sermaye oranına ilave olarak çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranının %2.5'i şeklinde belirlenmiştir. Koruma tamponları, bankaların sermaye yeterlilik oranlarının bozulduğu dönemlerde kar payı, primler, hisse geri alımları gibi ihtiyari dağıtımları kısıtlayarak bankaların sermaye yapılarının bozulmasını önlemek amacıyla tasarlanmıştır (CGFS, 2015: 6).

**iv. Sektörel sermaye yeterlilikleri:** Konjonktür karşısı sermaye tamponlarını tamamlayıcı nitelikte olan sektörel sermaye yeterlilikleri, kredilerin -sistemik riskin yüksek olduğu (konut, şirketler vb.) sektörlerde- yoğunlaşmaması amacıyla uygulanmaktadır. Sektörel sermaye yeterlilikleri ile belirli sektörlerde verilen kredilerdeki risk ağırlıkları arttırılmaktadır. Böylelikle hedeflenen sektörlerdeki kredi faizleri yükseltilmekte ve kredi kalitesindeki bozulmalar karşısında borç verenlerin dayanıklılığı arttırılmaktadır (IMF, 2013b: 20).

**v. Kaldıraç oranı:** Kaldıraç oranı (leverage ratio), bankacılık sektöründeki kaldıraçların yükselmesini sınırlamak ve risk bazlı sermaye yeterliliklerini desteklemek amacıyla tanımlanan risk bazlı olmayan bir araçtır. Kaldıraç oranı, çekirdek sermayenin toplam risklere<sup>36</sup> bölünmesiyle elde edilmekte ve minimum %3 olarak belirlenmektedir. Kaldıraç oranı sınırlamaları, bankaların kaldıraç düzeyindeki bilanço içi-dışı kaynakları kontrol altına almaya imkan vermektedir (BCBS, 2014: 1).

**vi. Kredi-teminat oranı ve borç-gelir oranı tavanları:** Kredi-teminat oranı (loan-to-value -LTV-) ve borç-gelir oranı (debt-to-income -DTI-) tavanları, belirli bir kesimin borçlanma kısıtlarını sıkılaştırarak kredi miktarını doğrudan sınırlayan aktif yönlü makro ihtiyati araçlardır. Genellikle konut sektöründe kullanılan bu araçlar,

<sup>36</sup> Basel Komitesi, kaldıraç oranının payda kısmında yer alan toplam riskleri; bilanço içi riskler, türev (derivative) riskler, kredili menkul kıymet işlemlerine (securities financing transactions) ilişkin riskler ve bilanço dışı (off-balance-sheet) araçlar olarak tanımlamaktadır (BCBS, 2014: 2).

borçluların kaldıraç oranlarını kısıtlayarak finansal kurumların kredi risk yönetimine katkı sağlamaktadır (Popoyan, 2016: 11).

Teminat olarak gösterilen aktifin değerinin belirli bir yüzdesini aşan kredi miktarını sınırlayan LTV tavanı, iki yönlü bir etkiye sahiptir. İlki, kredi miktarını sınırlayarak konut talebinin ve dolayısıyla konut fiyatlarındaki değerlenmenin kontrol altına alınmasına yardımcı olmaktadır. İkincisi, borçluların kaldıraç düzeylerini sınırlayarak bankacılık sisteminin direncini arttırmaktadır. Öte yandan DTI tavanı ise borçluların harcanabilir gelirlerinin belirli bir yüzdesinin üzerindeki borç yükünü sınırlamaktadır. LTV tavanına benzer aktarım kanalına sahip olan DTI tavanı, borçluların kaldıraç oranlarını doğrudan hedeflediğinden etkisi LTV tavanına göre daha fazladır (Bennani vd., 2014: 25).

**vii. Bilanço kısıtlayıcı likidite araçları:** Küresel finansal kriz ile birlikte, likidite riskinden<sup>37</sup> kaynaklanan sistemik dışsallıkların olumsuz etkileri açık bir şekilde ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda çekirdek dışı yükümlülükler<sup>38</sup> (non-core liabilities) olan bağımlılığı azaltmak amacıyla miktar ve fiyat temelli kısıtlar içeren birçok makro ihtiyati araç tanımlanmıştır (IMF, 2013b: 21).

Basel III çerçevesinde tanımlanan likidite araçlarının başında, likidite karşılama oranı (liquidity coverage ratio -LCR-) ve net istikrarlı fonlama oranı (net stable funding ratio -NSFR-) gelmektedir. LCR, finansal sıkıntı dönemlerinde bankaların mevduat çekilişlerine (withdrawal) ve teminat tamamlama çağrılarına (margin call) karşılık verebilmeleri amacıyla tanımlanmıştır (Bennani vd., 2014: 23). LCR, bankaların yüksek kaliteli likit aktiflerinin -ciddi bir fon krizinin yaşandığı 30 günlük bir senaryo altında- beklenen net nakit çıkışlarına bölünmesiyle elde edilmektedir. Yürürlüğe girdiği Ocak 2015’de %60 olarak belirlenen oranın 2019 yılına kadar kademeli bir şekilde %100’e yükseltilmesi planlanmıştır. Diğer bir araç olan NSFR ise mevcut istikrarlı fonlama oranının ihtiyaç duyulan fonlama oranına bölünmesiyle elde edilmektedir. Ocak 2018’de yürürlüğe giren ve en az %100 olması gereken NSFR ile kısa vadeli toptan fonlamaya

<sup>37</sup> Likidite riski, bankaların fonlama ve yeniden finansmanda (refinancing) normal kanallarının bozulma olasılığını ifade etmektedir (Grace, Hallissey ve Woods, 2015:96).

<sup>38</sup> Repo, mevduat sertifikaları (certificates of deposit), senetler (promissory notes), bankaların kısa vadeli döviz borçları ve tahvil ihracı yoluyla yurt içi ve yurt dışından sağlanan fonlar çekirdek dışı yükümlülükler olarak adlandırılmaktadır (Shin, ve Shin, 2011: 15). Çekirdek dışı yükümlülükler, kredilerin mevduatlardan hızlı arttığı dönemlerde bankalar tarafından sıklıkla kullanılmakta ve makro-finansal kırılganlıkları arttırmaktadır (TCMB, 2015d: 4).

bağımlılığın azaltılması ve bilanço içi-dışı fonlama risklerinin daha etkin değerlendirilmesinin teşviki hedeflenmektedir (CGFS, 2015: 5).

Finansal kurumların istikrarlı olmayan fon kaynaklarına yönelmesini engellemeye yönelik bir diğer araç ise ödenmemiş kredilerin (outstanding amount of loans) mevduat miktarına bölünmesi ile elde edilen kredi-mevduat (loan-to-deposit -LTD-) oranıdır. Kredi hacminin mevduat tabanından daha hızlı büyüdüğü durumlarda banka, ortaya çıkan boşluğu yatırımcılardan temin edebileceği toptan fonlarla doldurabilir. Bu doğrultuda LTD oranı bankaların istikrarsız fon kaynaklarına olan bağımlılığın derecesini göstermekte ve bankacılık sistemindeki potansiyel savunmasızlıklar hakkında bilgi vermektedir. LTD oranının sınırlanması ile değişken toptan fonların kullanımı azaltılarak kredi büyümesi kontrol altına alınmakta ve bankaların direnci arttırılmaktadır (Bennani vd., 2014: 23-24).

**viii. Zorunlu karşılıklar:** Para politikasının geleneksel araçlarından olan zorunlu karşılıklar, sermaye hareketlerindeki yön değiştirmelere bağlı olarak gerçekleşen sistemik risklerin kontrolünde makro ihtiyati amaçlarla kullanılabilir. Fon kaynaklarının döviz riski taşıdığı durumlarda, zorunlu karşılıklar para birimine göre farklılaştırılarak (currency differentiated) ve gerektiğinde sıkılaştırılarak vade ve kur uyumsuzluklarının azaltılmasına yardımcı olabilmektedir (IMF, 2017: 21).

Likidite bolluğunun yaşandığı ve döviz cinsinden kaynaklara erişimin kolaylaştığı dönemlerde zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, finansal sistemdeki fazla likiditeyi massetmeye yardımcı olurken sermaye hareketlerinin tersine döndüğü zamanlarda kullanılabilirlik likidite tamponu oluşturarak sistemik likidite krizinin etkilerini azaltabilmektedir. Öte yandan zorunlu karşılıklara faiz ödemelerinin (remunerated) yapılması, likidite darlığının yaşandığı dönemlerde aracılık maliyetlerini düşürerek kredi faizini azaltıcı etkilere neden olmaktadır. Bu yönüyle konjonktür karşıtı bir araç niteliği taşıyan zorunlu karşılıklar, sermaye hareketleri üzerinde dolaylı etkilere sahiptir (Hoffmann ve Loeffler, 2014: 309).

**ix. Çekirdek dışı yükümlülüklerin vergilendirilmesi:** Geleneksel maliye politikası aracı olan vergilendirme, aktif büyümesindeki aşırılıkları sınırlamada makro ihtiyati amaçlarla da kullanılabilir. Çekirdek dışı yükümlülüklerin vergilendirilmesi, finansal sistemin genelini istikrarına birçok açıdan katkı sağlamaktadır. Finansal döngünün ani genişleme dönemlerinde yükselen çekirdek dışı

yükümlülüklerine uygulanan vergiler, otomatik stabilizatör özelliği taşımaktadır. Vergilendirmenin sadece çekirdek dışı yükümlülüklerine uygulanması finansal sistemin temel fonksiyonlarında bir bozulmaya yol açmadan aktif büyümesindeki aşırılıklardan ve sermaye hareketlerindeki ani duruş (sudden stop) riskinden kaynaklanan dışsallıkları çözümlenmeye yardımcı olmaktadır (Shin, 2013: 48-49).

### **2.1.3.2. Sistemik riskin kesit boyutuna yönelik araçlar**

Sistemik riskin kesit boyutuna yönelik araçların temel amacı, finansal sistemdeki bulaşmadan ve karşılıklı bağlantılar ile ilgili dışsallıklardan kaynaklanan yapısal riskleri kontrol altına almaktır. Bu araçlar ile esas olarak, iflasları sistemik savunmasızlıklara yol açabilecek kurumların direncinin artırılması ve iflaslardan kaynaklanabilecek bulaşma etkilerinin engellenmesi hedeflenmektedir (IMF, 2013b: 21).

**i. Sistemik öneme haiz kurumlar için ilave sermaye yükümlülükleri:** SIFI'lar, iflası veya finansal sorunları bulaşma etkilerini tetikleyebilen ve finansal sistem ile reel ekonomi üzerinde bozulmalara yol açabilen kurumlardır. Bunun yanı sıra bu kurumların muhtemel kayıplar karşısında devlet tarafından kurtarılma beklentisi içerisinde olmaları risk alma güdülerini olumsuz etkileyerek piyasa disiplinine zarar vermektedir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 10). Bu doğrultuda Basel III çerçevesinde SIFI'lar için tanımlanan ilave sermaye yükümlülükleri (capital surcharges) ile bu tür risklerin azaltılması ve kurumların kayıpları massetme güçlerinin artırılması hedeflenmektedir.

SIFI'ların ilave sermaye yükümlülüklerine ilişkin tanımlanan standartlarda, küresel (global systemically important institutions -G-SIFI-) ve diğer (other systemically important institutions -O-SIFI-) kurumlar şeklinde ikili bir ayırım yapılmıştır.<sup>39</sup> G-SIFI'lar için ilave sermaye yükümlülükleri, çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranının %1'i ile %3.5'i arasında değer almaktadır. Diğer taraftan O-SIFI'lar için üst limit %2 olarak belirlenmiştir. G-SIFI'lara ilişkin ortak kurallar ve kantitatif yöntemlerin olmasına karşın O-SIFI'lar'a yönelik belirlenen standartlar kılavuz niteliğindedir ve alınacak kararlar ulusal otoritelerin takdir yetkilerine bırakılmıştır (ESRB, 2014a: 19).

**ii. Sistemik risk tamponu:** Sistemik risk tamponu (systemic risk buffer -SRB-), bankacılık sektörünün yapısından kaynaklanan riskler ve yoğunlaşma riskleri gibi uzun

<sup>39</sup> BCBS, SIFI'ları "küresel" ve "ulusal" olarak kategorize ederken, ESRB "küresel" ve "diğer" olarak sınıflandırmaktadır.

vadeli ve döngüsel olmayan (non-cyclical) riskleri azaltmayı hedefleyen makro ihtiyati bir araçtır (Grace, Hallissey ve Woods, 2015: 93). Muhasebe standartlarında veya mevzuattaki değişiklikler, reel ekonomiden kaynaklanan döngüsel yayılma etkileri, finansal sistemin boyutunun GSYİH'ye oranı veya finansal inovasyondan kaynaklanan karmaşıklıklar gibi yapısal savunmasızlıklar SRB'lerin gerekçelerini oluşturmaktadır (Bennani vd., 2014: 26).

SRB, çekirdek sermayenin riskli aktiflere oranının %1'i ile %3'ü arasında değerler almaktadır. SRB, finansal sistemdeki tüm kurumlara uygulanabildiği gibi bazı kurumlara yönelik de olabilmektedir. Tamponlar, ekonominin ve bankacılık sektörünün yapısına veya SIFI'ların özelliklerine göre farklı değerler alabilmektedir. Bununla birlikte SRB, O-SIFI'lar için belirlenen %2'lik tavan değerinin yetersiz kaldığı zamanlarda da uygulanabilmektedir (ESRB, 2015: 21-22).

**iii. Yapısal reformlar ve diğer araçlar:** Riskli spekülasyon faaliyetlerine yönelik yasal sınırlamalar şeklinde uygulanan yapısal araçların amacı finansal sistemdeki karşılıklı bağlantıları, karmaşıklığı ve risk yoğunlaşmasını sınırlamaktır. Bu doğrultuda birçok gelişmiş ülkede bankaların teşvik yapılarını düzenlemek amacıyla çeşitli reformlar gerçekleştirilmiştir. Bu reformlar aracılığıyla SIFI kaynaklarının zımni olarak sübvans edilmesinin kısıtlanması ve faaliyetlerinin riskli işlemlerden korunmasını sağlayacak bir güvenlik duvarı oluşturularak karşılıklı bağlantılardan kaynaklanan yayılma risklerinin önlenmesi amaçlanmıştır (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 14).

ABD'de Nisan 2014'de yürürlüğe giren Volcker Kuralı ile bankaların koruma fonları (hedge fund) ve özel sermaye fonları gibi sermaye araçlarına ilişkin yatırımlarının yanı sıra kendi kaynaklarıyla ticari faaliyetlere girişmeleri yasaklanmıştır. İngiltere'de Eylül 2011'de yürürlüğe giren Vickers Kuralı, küçük ve perakende mevduatları korumak amacıyla mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığının faaliyetlerini birbirinden ayırmaktadır. AB'deki bankacılık sektörüne yönelik tavsiyeleri içeren Liikanen Raporu'nda öz sermaye ile yapılan ticaret (proprietary trading) ve diğer riskli ticari operasyonlar gibi işlemlerin bankaların faaliyetleri içerisinde önemli bir yer tutması halinde bu faaliyetler için ayrı yasal bir kurumun oluşturulması önerilmiştir (Agur ve Sharma, 2013: 17).

Yapısal reformların haricinde farklı vergilendirme türleri ile de kesit boyutundaki sistemik riskleri azaltmak mümkündür. Örneğin SIFI'ların sistemik dışsallık yaratan

faaliyetlerinin üzerine Pigoucu vergi (Pigouvian taxes) konulması, dışsallıkların bu kurumlar tarafından içselleştirilmesini sağlayabilmektedir. SIFI'lara uygulanacak Pigou'cu vergilendirmede karşılıklı bağlantılardan kaynaklanan dışsallıkların boyutu esas alınmaktadır (Claessens, 2014: 14). Buna karşın kurumların sistemik riskteki paylarının net bir şekilde ölçülememesi, Pigoucu vergilendirmenin uygulanmasını zorlaştırmaktadır (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012: 14).

### **2.1.3.3. Aktarım mekanizmaları**

Makro ihtiyati politika hedeflerine ulaşmada doğru araçların seçilebilmesi için tanımlanan savunmasızlıkları çözümlenmede hangi aracın daha etkin olduğunun değerlendirilebilmesi gerekmektedir. Buna karşın makro ihtiyati politikaların uygulama geçmişinin çok kısa olması araçların etkinliğini ampirik açıdan değerlendirmeyi zorlaştırmaktadır. Bu da aktarım mekanizmalarının anlaşılmasında teorik açıklamaları daha değerli hale getirmektedir.

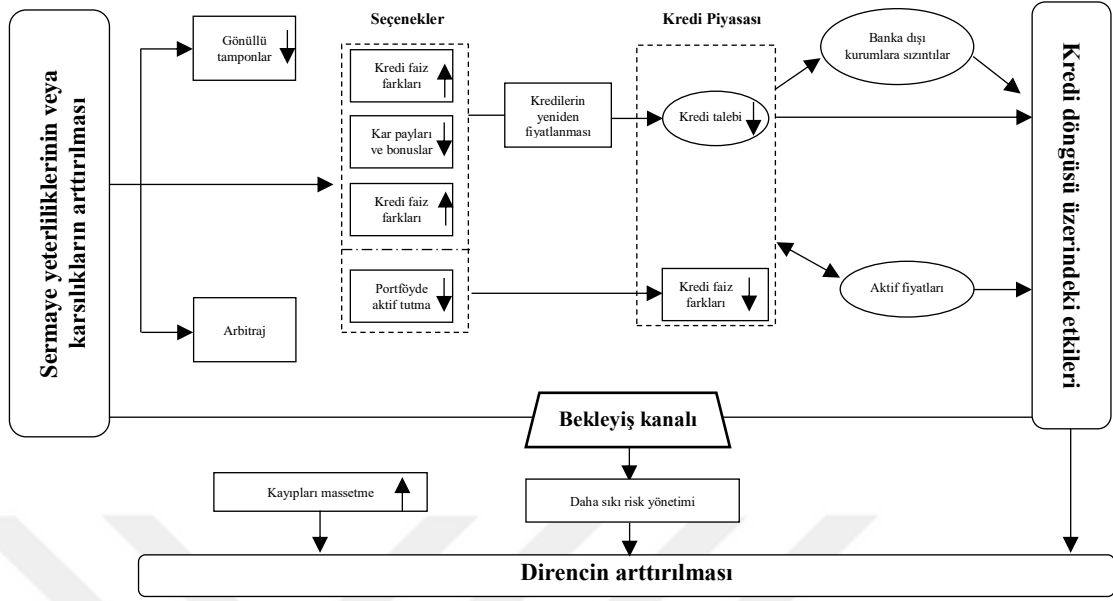
Makro ihtiyati araçların aktarım mekanizmalarının kapsamlı ve sistematik bir şekilde açıklanmasına yönelik çalışmalarda Küresel Finansal Sistem Komitesi'nin (The Committee on the Global Financial System -CGFS-) öncü bir rol oynadığını ifade etmek mümkündür. CGFS, -kredi döngüsüne karşı koymayı ve finansal sistemin direncini arttırmayı hedefleyen- makro ihtiyati araçların temel aktarım kanallarını resmeden aktarım haritaları oluşturmuştur. Araçlar arasında -IMF'ninkine benzer bir şekilde- sermaye temelli, aktif yönlü ve likidite araçları olmak üzere üçlü bir ayrıma gidilmiş ve aktarım mekanizmaları sıkılaştırma ve gevşetme dönemlerinde ayrı ayrı ele alınmıştır.<sup>40</sup>

**i. Sermaye temelli araçların sıkılaştırılması:** Sermaye temelli araçların sıkılaştırılmasının finansal istikrar üzerindeki etkilerinin analizinde konjonktür karşıtı sermaye tamponları, sektörel sermaye yeterlilikleri ve dinamik karşılıklar esas alınmıştır.

---

<sup>40</sup> Çalışmanın bu kısmında, makro ihtiyati araçların aktarım mekanizmalarına ilişkin açıklamalar CGFS'nin (2012) aktarım haritaları üzerinden yapılacaktır.

**Şekil 5. Arttırılan Sermaye Yeterlilikleri veya Karşılıkların Aktarım Haritası**



Not: Dikdörtgen hücreler muhtemel banka tepkilerini, oval hücreler ise muhtemel piyasa tepkilerini göstermektedir.

Kaynak: (CGFS, 2012: 20).

Sermaye yeterlilikleri veya karşılıkların arttırılmasının, bankacılık sisteminin direnci üzerindeki doğrudan etkisinin yanı sıra bekleyişler kanalı ile piyasa katılımcılarının davranışlarını ve bankaların risk yönetim uygulamalarını etkilemek ve kredi döngüsünü ılımlaştırmak şeklinde dolaylı etkisi de vardır. Sermaye temelli araçların kredi döngüsü üzerindeki etkileri, sermaye düzeyinin asgari yeterliliklerin altına düştüğü durumlar karşısında bankaların tercihlerine göre şekillenmektedir. Sermaye yeterliliklerini karşılamada sorun yaşayan bir bankanın önünde dört seçenek vardır: (i) kredi-mevduat faiz farkını (spread) arttırmak, (ii) kar payları ve primleri azaltmak, (iii) yeni sermaye ihraç etmek ve (iv) aktif portföyünü daraltmak. İlk üç seçenek, kredi talebini dördüncü seçenek ise kredi arzını azaltarak kredi hacmindeki aşırılıkları ılımlaştırmaktadır.

Bekleyişler, para politikasında olduğu gibi makro ihtiyati araçların da aktarım mekanizmasının kilit unsurudur. Makro ihtiyati politikaların kredibiliteye sahip olması, piyasa katılımcıları tarafından anlaşılması ve doğru bir şekilde yorumlanması bekleyişler kanalının gücünü etkileyen başlıca faktörlerdir. Tahmin edilebilir ve güçlü politika sinyalleri, bankaların kredi standartları ve risk yönetimi uygulamalarına ilişkin kararları üzerinde geniş çaplı etkiler yaratarak finansal sistemin direncini arttırmaktadır.



Sızıntılar ve arbitraj (leakages and arbitrage), makro ihtiyati araçların aktarım mekanizmalarının etkin işleyişini sağlayabilmek için çözülmesi gereken sorunların başında gelmektedir. Banka kredi arzının kısıtlandığı durumlarda piyasa katılımcıları - makro ihtiyati tedbirlere tabi olmayan- banka dışı araçlara veya sınır ötesi çalışan bankalara yönelebilmektedir.<sup>41</sup> Diğer taraftan bankalar da düzenleme arbitrajı<sup>42</sup> (regulatory arbitrage) karşısında içsel modellerinde oynamalar yaparak politika değişikliklerinin etkilerini azaltmaya çalışmaktadırlar. Bu doğrultuda politikalara ilişkin basit kuralların belirlenmesi ve gerektiğinde farklı araçların kullanılması aktarım mekanizmalarının etkinliğine katkı sağlamaktadır.

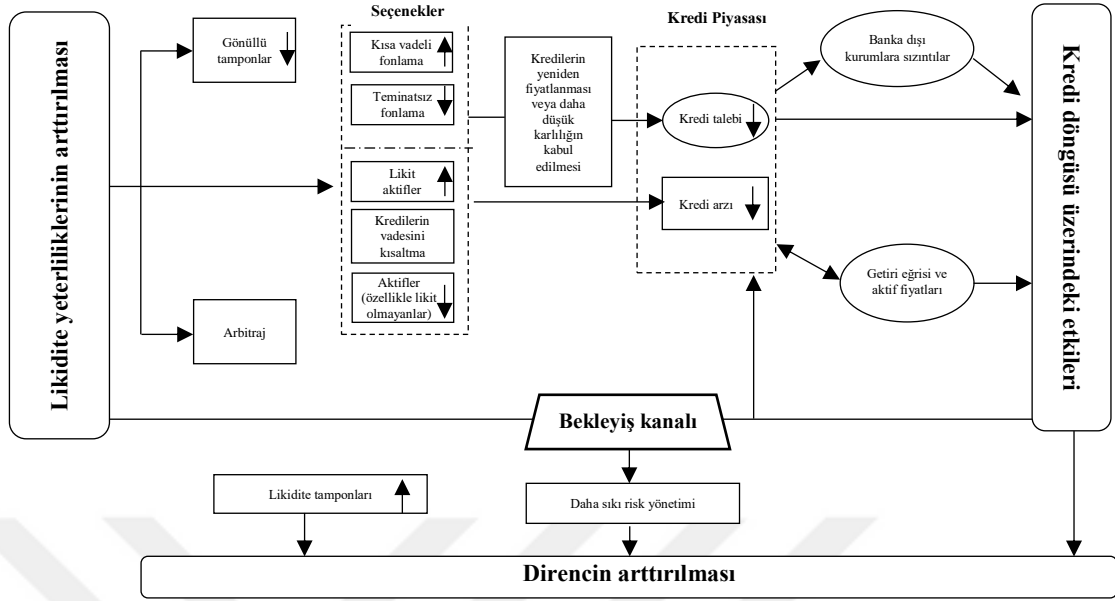
**ii. Likidite araçlarının sıkılaştırılması:** Likidite araçlarının sıkılaştırılmasının, bankacılık sektörünün direncini arttırmada -sermaye temelli araçlara benzer şekilde- doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmaktadır (Şekil 6). Doğrudan etkiler, bankaların likidite sıkıntısı yaşadığı dönemlerde aktiflerini gerçek değeri üzerinden satabilmeleri ve değişken kısa vadeli fonlara ihtiyaç duymamaları şeklinde gerçekleşirken dolaylı etkiler ise kredi döngüleri veya bekleyişler üzerinden gerçekleşmektedir.

---

<sup>41</sup> Sermaye temelli araçların etkinliğine ilişkin ampirik analizler, banka kredilerindeki %30-50 oranındaki azalmanın, makro ihtiyati araçlardan etkilenmeyen bankalar ve diğer kredi tedarikçileri tarafından dengelendiğini göstermektedir (CGFS, 2012: 24).

<sup>42</sup> Düzenleme arbitrajı, piyasa katılımcılarının faaliyetlerini -makro ihtiyati politikalardan etkilenmeyen- düzenlenmemiş alanlara kaydırması sonucunda meydana gelmektedir. Özellikle geleneksel bankacılık sektörünü etkileyen düzenleme arbitrajı, makro ihtiyati araçların etkinliğini sınırlamaktadır (Galati ve Moessner, 2017: 19).

**Şekil 6. Arttırılan Likidite Yeterliliklerinin Aktarım Haritası**



Not: Dikdörtgen hücreler muhtemel banka tepkilerini, oval hücreler ise muhtemel piyasa tepkilerini göstermektedir.

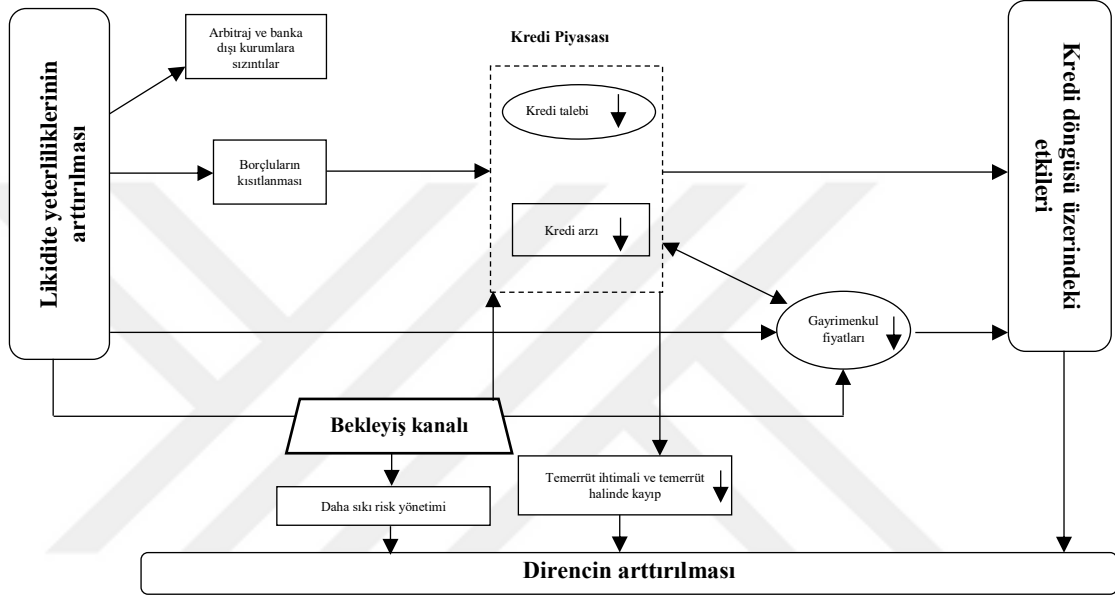
Kaynak: (CGFS, 2012: 25).

Likidite yeterliliklerindeki bir artışa genellikle aktif ve yükümlülük portföylerini uyumlaştırarak tepki gösteren bankalar, bunu farklı seçenekler üzerinden yapabilmektedirler: (i) kısa vadeli fonlar yerine uzun vadeli fonları tercih etmek, (ii) teminatsız fonlar yerine teminatlı fonları tercih etmek, (iii) likit olmayan aktifler yerine likit aktifleri tercih etmek, (iv) kredilerin vadesini kısaltmak ve (v) likit olmayan aktifleri portföylerinden çıkarmak. İlk iki seçenek fon maliyetlerini arttırırken, üçüncü ve dördüncü seçenek bankaların karlılığının azalmasına yol açacaktır. Buna karşın uygulamada genellikle düşük karlılığı kabul etmekten ziyade kredi-mevduat faiz farkının arttırılmasının tercih edildiği görülmektedir.

Likidite yeterliliklerindeki değişimlerin bekleyişler üzerindeki etkileri sermaye temelli araçlardaki duruma benzer olmakla birlikte bazı farklar da mevcuttur. Likidite araçlarının aktif piyasalarını doğrudan etkileyebilme potansiyeli daha fazladır. Bu da iletişim stratejilerinde bankaların yanı sıra aktif piyasa katılımcılarının da hedeflenmesini gerektirmektedir. Bununla birlikte araçlar, -sermaye temelli araçlarda olduğu gibi- düzenleme arbitrajı vasıtasıyla atlatıldığında veya gönüllü tamponların azaltılmasıyla massedildiğinde etkinliğini kaybedebilmektedir.

iii. **Aktif yönlü araçların sıkılaştırılması:** Belirli bir kesimin borçlanma kısıtlarını sıkılaştırarak kredi miktarını azaltan aktif yönlü makro ihtiyati araçlar uygulamada genellikle konut sektörüne yönelik kullanılmaktadır. Şekil 7’de gösterilen aktarım haritasında borçluların kaldıraç düzeylerini sınırlayan araçlardan LTV ve DTI tavanlarının etkilerine odaklanılmıştır.

**Şekil 7. Düşürülen LTV ve DTI Tavanlarının Aktarım Haritası**



Not: Dikdörtgen hücreler muhtemel banka tepkilerini, oval hücreler ise muhtemel piyasa tepkilerini göstermektedir.

Kaynak: (CGFS, 2012: 25).

LTV ve DTI tavanlarının bankacılık sisteminin direncini arttırmadaki doğrudan etkileri, kredilerdeki temerrüt ihtimalini (probability of default) ve temerrüt durumunda kaybı (loss-given-default) azaltarak gerçekleşmektedir. LTV ve DTI dışındaki diğer aktif yönlü araçların etkisi ise kredi döngüsü veya bekleyişler üzerinden dolaylı şekilde gerçekleşmekte ve bankaların risk yönetim standartlarını sıkılaştırmaktadır.

Bekleyiş temelli etkileri genel itibariyle diğer araçlara benzerlik gösteren aktif yönlü araçların bazı durumlarda bekleyiş riskine sahip olması istikrar bozucu etkilere yol açabilmektedir. Örneğin beklentiler LTV ve DTI tavanlarının sıkılaştırılması yönünde ise hane halkları borçlanma işlemlerini ileri bir tarihe kaydırabilir. Bu durumda konut fiyatlarında artış -en azından geçici bir süreliğine- hızlanabilir. Tavanların kısa bir zaman dilimi için uygulanması, bu tür etkilerin meydana gelmesini önleyebilmektedir.

Aktif yönlü araçlarda sızıntılar üç farklı kanal vasıtasıyla gerçekleşebilmektedir: (i) düzenlenmemiş sektörler veya yabancı bankalara doğru sızıntılar, (ii) teminatsız krediler vasıtasıyla arbitraj veya (iii) düzenlemeleri atlatmaya yönelik konut piyasasına özgü çözümler. Sızıntılar ve arbitraj sonucunda konut talebi ve konut fiyatları makro ihtiyati araçlara herhangi bir tepki göstermeyecektir. Araçların sıkı bir piyasa gözetimi ile uyumlu bir şekilde uygulanması ile sızıntıları engellemek mümkündür.

**iv. Araçların gevşetilmesi:** Makro ihtiyati düzenlemelerin konjonktür yanlı hale gelmesini önlemek için finansal döngünün daralma aşamasında sermaye ve likidite tamponlarının gevşetilmesi gerekmektedir.<sup>43</sup> Örneğin bankaların kredi portföylerinde ciddi kayıplar yaşadığı zamanlarda -düzenlemelerden ötürü- kaldıraç düzeyini düşürmek zorunda kalmaları zararına satışlara ve reel ekonomi için gerekli olan kredi arzının daralmasına yol açabilir. Bu dönemlerde konjonktür karşıtı sermaye tamponlarının gevşetilmesi, bankaların kredi akışını sürdürebilmelerine olanak sağlayarak daralma sürecinin olumsuz etkilerini azaltabilmektedir.

Araçların gevşetilmesine ilişkin dinamikler normal dönemlerde ve kriz dönemlerinde farklı özellikler gösterebilmektedir. Finansal döngünün daralma sürecine girilmesine karşın krizin olmadığı bir ortamda yaşanan kayıplar, likidite düzeyi ve sağlamlık için herhangi bir tehdit oluşturmamaktadır.

Krizin başladığı durumlarda, makro ihtiyati tamponlar olumsuz şokların etkilerini massetmeye yeterli ise araçları gevşetmek sistemin düzgün bir şekilde işlemesini sağlayabilmektedir. Kayıpların ve likidite taleplerinin makro ihtiyati tamponların üzerine çıktığı durumlarda ise sistemdeki sermaye ve likidite düzeyini arttıracak -niceliksel genişleme (quantitative easing -QE-) gibi- ilave politika araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır. İlave araçların varlığında, tamponların gevşetilme kararı ise piyasanın durumuna ve piyasa katılımcılarının davranışlarına göre verilmektedir. Araçların gevşetilmesi, bekleyişleri etkileyerek ekonomideki kredi koşullarını değiştirecektir.

Bekleyiş etkileri, piyasalardaki güven ortamının -özellikle daralma dönemlerindeki- hayati rolünden dolayı araçların gevşetilmesinde büyük önem arz etmektedir. Tamponların gevşetilmesine ilişkin sinyallerin “zararına satışlar ve kaldıraç

---

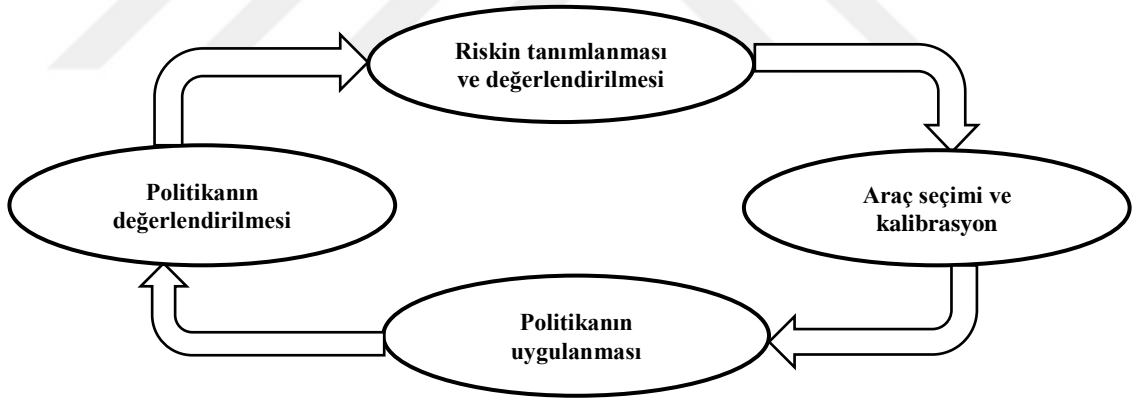
<sup>43</sup> LTV ve DTI tavanları temelde kredi talebini etkilemeye yönelik araçlar olduğundan bu araçları sıkılaştırarak -finansal sıkıntı dönemlerinde gevşetilecek- tamponlar oluşturmak mümkün değildir. Dolayısıyla bu kısımda sadece sermaye ve likidite temelli araçların gevşetilmesinin aktarım kanallarına odaklanılmıştır (CGFS, 2012: 30).

düzeyleri üzerindeki baskıyı azaltacak” şeklinde yorumlanması piyasaları sakinleştirici bir etki yaratabilmektedir. Diğer taraftan politika sinyallerini ex-ante ölçmedeki güçlükler, sinyallerin piyasa katılımcıları tarafından “durumun ciddiyetini onaylamak” şeklinde algılanmasına neden olabilmekte ve kriz dinamiklerini güçlendirebilmektedir. Bu bağlamda araçları gevşetme sürecinde bekleyişlerin etkin bir şekilde yönetilebilmesi için politikaların yüksek kredibiliteye sahip olması ve kriz yönetimi politikaları ile koordineli bir şekilde çalışılması gerekmektedir.

## 2.2. Makro İhtiyati Politika Döngüsü

Makro ihtiyati politika stratejisinin uygulanmasında politika yapıcılara rehberlik edecek bir yol haritasının oluşturulması gerekmektedir. Bu doğrultuda makro ihtiyati politika döngüsü, araçlar ve göstergeler ile hedefler arasındaki bağlantıyı kurmaya yardımcı olmaktadır. Makro ihtiyati politika döngüsü Şekil 8’den de görüleceği üzere dört aşamadan meydana gelmektedir.

Şekil 8. Makro İhtiyati Politika Döngüsü



Kaynak: (ESRB, 2014a: 8)

İlki, ara hedefler doğrultusunda ilgili göstergeler ve eşik değerler vasıtasıyla savunmasızlıkların tespit edildiği ve değerlendirildiği riskin tanımlanması aşamasıdır. İkincisi, sistemik riskin kaynaklarına odaklanılan araç seçimi ve kalibrasyon aşamasıdır. Üçüncüsü, araçların aktif hale getirildiği uygulama ve iletişim aşamasıdır. Sonuncusu ise araçların devre dışı bırakılmasına veya uyumlaştırılmasına yönelik geri bildirimlerin oluşturulduğu değerlendirme aşamasıdır (ESRB, 2014b: 14).

### 2.2.1. Riskin tanımlanması ve değerlendirilmesi

Sistemik risklerin kapsamlı analizi, makro ihtiyati politika döngüsünün ilk aşamasını oluşturmaktadır. Araçların zamanında gevşetilir-sıkılaştırılmasının yanı sıra hedefleri aşma (overshooting) veya altında kalma (undershooting) gibi sorunlar yaşamamak için sistemik risklerin doğru bir şekilde tanımlanması ve ölçülmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda kantitatif göstergeler ve teknikler, sistemik riskin hem zaman hem de kesit boyutundaki savunmasızlıkların çözümlenmesine yardımcı olmaktadır (Le Lorier, 2014: 116). Makro ihtiyati otoritelere harekete geçmeleri yönünde sinyaller yollayabilecek bazı önemli göstergeler ve ilgili ara hedefler Tablo 10'da gösterilmektedir.

**Tablo 10. Makro İhtiyati Ara Hedefler ve Göstergeler**

Sistemik Riskin Kaynakları	Göstergeler
<i>Kredi büyümesindeki ve kaldıraç oranlarındaki aşırılıkları önlemek ve azaltmak</i>	
<b>Kredi büyümesindeki aşırılıklar</b>	Kredi/GSYİH açığı, gayrimenkul fiyatlarına ilişkin göstergeler, kaldıraç oranları, özel sektör borçluluğu
<b>Sektörel gelişmelerden kaynaklanan riskler</b>	Sektörel kredi büyümesi, konut ve ticari mülk fiyatlarına ilişkin göstergeler, LTV/LTI göstergeleri, sektörel borç yükü
<i>Vade uyumsuzluklarındaki aşırılıkları ve piyasadaki likidite yetersizliğini önlemek ve azaltmak</i>	
<b>Likidite Riski</b>	LTD oranı, merkez bankası kaynaklarına olan bağımlılık, net açık pozisyonu, likit aktif oranları, piyasa likidite göstergeleri
<i>Doğrudan ve dolaylı risk yoğunlaşmalarını sınırlamak</i>	
<b>Büyük riskler ve karşılıklı bağlantılar</b>	Yoğunlaşma göstergeleri (coğrafi, nakit, vade ve sektörel), büyük risk göstergeleri, finansal ağ göstergeleri
<i>Ahlaki zafiyeti azaltmak amacıyla olumsuz teşviklerin sistemik etkilerini sınırlamak</i>	
<b>SIFI'ların finansal sorunları veya iflası</b>	SIFI'ların boyutlarına ilişkin göstergeler; karşılıklı bağlantılar, ikame edilebilirlik ve karmaşıklık

*Kaynak: (ESRB, 2014b: 15).*

Ara hedefler ile kullanılacak araçlar arasındaki bağlantıyı sağlamada göstergelerin kullanılması, karar verme sürecini daha objektif ve politika kararlarını kurallara dayalı hale getirmektedir. Politika müdahalesi gerektiren durumların, göstergeler ve bunlara bağlı olarak belirlenen eşik değerler vasıtasıyla ortaya konulması eylemsizlik yönündeki sapmaları azaltmada politika otoritelerini teşvik etmektedir. Bununla birlikte göstergelerin esas alındığı bir politika stratejisi ile sağlanan şeffaflık, piyasa katılımcılarının beklentilerine rehberlik ederek politikaların etkinliğini arttırmaktadır (Houben, van der Molen ve Wierst, 2012: 19).

Gösterge tercihleri, sistemik riskin boyutlarına ve finansal döngünün durumuna göre farklılık gösterebilmektedir. Örneğin, finansal sistemdeki konjonktür yanlılığının - riskleri olduğundan daha az değerleyen (undervalued)- piyasa bazlı göstergeler yerine - ekonomik birimlerin sübjektif değerlendirmelerini yansıtmayan- bilanço değişkenleri ile ölçülmesi finansal döngünün mevcut durumunu daha doğru bir şekilde ortaya koyabilmektedir. Diğer taraftan finansal döngünün daralma sürecinde fiyat bazlı göstergeler yerine -likidite riskini daha iyi yansıtan- piyasa bazlı göstergelerin kullanılması daha etkindir (Le Lorier, 2014: 116-117).

Sistemik bir savunmasızlığa ilişkin daha sağlıklı ve güçlü sinyallerin elde edilebilmesi için birden fazla göstergenin birlikte kullanılması daha faydalıdır. Temel göstergelerin sinyal performanslarındaki kusurlar ilave göstergelere ihtiyaç duyulmasına neden olabilmektedir (IMF, 2014b: 11). Örneğin, kredi/GSYİH açığının ve konut kredi hacminin, konut fiyatlarındaki büyüme gibi göstergeler ile desteklenmesi kredi büyümesindeki ve kaldıraç oranlarındaki aşırılıkları daha net bir şekilde ortaya koyabilmektedir (ESRB, 2014b: 16).

Doğru göstergelerin tercih edilmesinde karşılaşılan en önemli sorun, göstergelere ilişkin gerçek zamanlı veri eksikliğidir. Makro ihtiyati otoritelerin karar vermelerini kolaylaştıracak göstergeler genellikle güncellenememekte veya elde edilememektedir. Bu tip durumlarda model bazlı göstergeler, makro stres testleri, denetleyicilerin sahip olduğu veriler ve ağ analizleri sistemik riskin yoğunluğunun ve kaynaklarının gerçek zamanlı değerlendirilmesine yardımcı olabilmektedir (Le Lorier, 2014: 117).

### **2.2.2. Araçların seçimi ve kalibrasyonu**

Sistemik riskin finansal piyasa karakteristiklerine göre değişen yapısı, risklerin hızla artmasından dolayı yeni araçları uygulamanın zaman alması ve araçların aktarım mekanizmalarına ilişkin ampirik kanıtların yetersizliği “en iyi” olarak adlandırılacak spesifik bir araç setinin oluşmamasına ve ex-ante biçimde birçok aracın tanımlanmasına yol açmıştır (Orsmond ve Price, 2016: 78).

“*Tinbergen Kuralı*” (1952) gereğince her bir ara hedef için en az bir araç kullanılmalıdır. Hedefe yönelik az sayıda araç kullanarak piyasalardaki bekleyişleri etkilemek, şeffaflığı arttırmak, araçlar arasındaki karşılıklı etkileşimi ve politikanın genel etkisini değerlendirmek daha kolaydır (IMF, 2011: 29-30). Buna karşın araçların

etkilerine ilişkin belirsizlik, arbitraj ihtimali ve araçların marjinal faydalarının zamanla azalması uygulamada çok sayıda aracın birlikte kullanılmasına yol açmıştır (Houben, van der Molen ve Wierts, 2012: 18; IMF-FSB-BIS, 2016: 12). Tablo 11’de makro ihtiyati ara hedeflere ulaşmada kullanılacak bazı araçlar ve araçların birincil etkilerini gösteren aktarım kanalları yer almaktadır.

**Tablo 11. Makro İhtiyati Ara Hedefler ve Araçlar**

<b>Araçlar</b>	<b>Aktarım Kanalları</b>
<b><i>Kredi büyümesindeki ve kaldıraç oranlarındaki aşırılıkları önlemek ve azaltmak</i></b>	
- Konjonktür karşıtı sermaye tamponları	Bankaların direncinin artırılması; kredi büyümesindeki aşırılıkların kontrol altına alınması
- Sektörel sermaye yeterlilikleri	
- Kaldıraç oranı	
- Zorunlu karşılıklar	
- LTV tavanı	Borçluların ve bankaların direncinin artırılması, konut kredilerindeki konjonktür yanlılığının azaltılması
- LTI / DTI tavanı	
<b><i>Vade uyumsuzluklarındaki aşırılıkları ve piyasadaki likidite yetersizliğini önlemek ve azaltmak</i></b>	
- Zorunlu karşılıklar	Muhtemel fon azalışları karşısında fon tabanının güçlendirilmesi
- LCR sınırlamaları	
- NSFR sınırlamaları	
- LTD tavanı	
- Diğer likidite araçları	
<b><i>Doğrudan ve dolaylı risk yoğunlaşmalarını sınırlamak</i></b>	
- Risk yoğunlaşma kısıtları	Karşı taraf riskinin ve sektörlerdeki yoğunlaşma derecesinin azaltılması
- Yapısal reformlar	
<b><i>Ahlaki zafiyeti azaltmak amacıyla olumsuz teşviklerin sistemik etkilerini sınırlamak</i></b>	
- SIFI’lar için ilave sermaye yükümlülükleri	SIFI’ların iflas ihtimalinin ve iflasının yol açabileceği etkilerin azaltılması; bankaların direncinin artırılması
- Sistemik risk tamponları	

*Kaynak: (ESRB, 2013: 10; ESRB, 2014a:11; Bennani vd., 2014:20)’den uyarlanmıştır.*

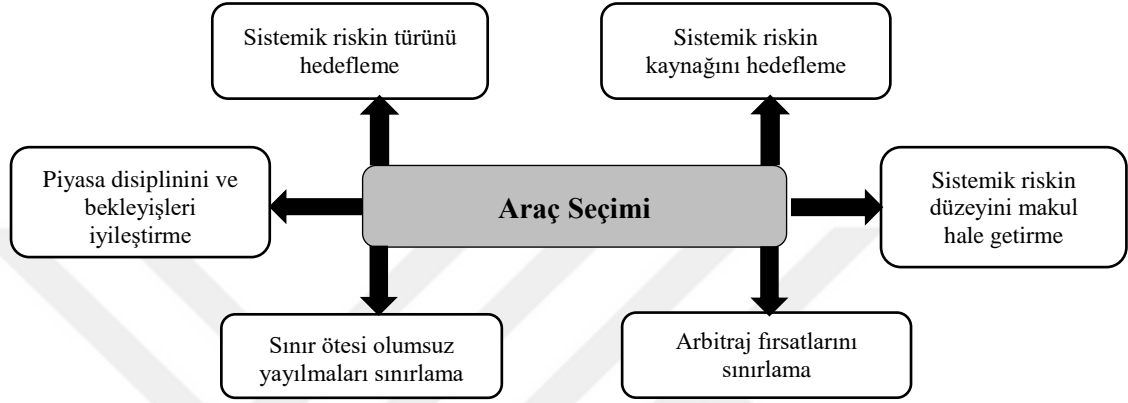
Araçları, başka ara hedefler için de kullanmak mümkün olmakla birlikte etki dereceleri birbirinden farklı olabilmektedir. Örneğin, konjonktür karşıtı sermaye tamponlarının kredi büyümesindeki aşırılıkları kontrol altına almadaki gücü kaldıraç oranlarındaki aşırılıkları azaltmaya göre daha fazladır. Bunun yanı sıra risk fiyatlamasını iyileştirmek ve piyasaların şeffaf bir şekilde işleyişini sağlayabilmek için kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini (disclosure requirements) tüm ara hedefler için tamamlayıcı bir araç olarak kullanmak mümkündür (ESRB, 2014a: 11).

Makro ihtiyati otoritelerin araç seçimini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Ekonomik ve finansal kalkınmanın düzeyi, uygulanan döviz kuru rejimi ve karşılaşılan şokların türü araç tercihlerinin farklılaşmasına neden olabilmektedir (Lim, vd. 2011: 11).



Bununla birlikte otoritelerin tercih aşamasında etkililik (effectiveness) ve etkinlik (efficiency) gibi iki temel kriteri göz önünde bulundurmaları gerekmektedir (CGFS, 2012: 3). Araçların etkililik ve etkinlik kriterlerini sağlayabilmeleri için sahip olmaları gereken temel özellikler Şekil 9’da gösterilmektedir.

### Şekil 9. Makro İhtiyati Araçların Arzu Edilen Karakteristikleri



*Kaynak: (ESRB, 2014b: 18).*

Makro ihtiyati bir aracın etkili bir şekilde uygulanabilmesi için, sistemik savunmasızlıkların altında yatan sebeplerin doğru bir şekilde değerlendirilmesi ve nihai hedefe ulaşılmasını sağlayacak sağlıklı işleyen bir aktarım mekanizmasının olması gerekmektedir. Araçlar hızlı bir şekilde uygulanmalı ve araçların tanımlanması ile etkilerin ortaya çıkması arasındaki süre çok fazla olmamalıdır. Bununla birlikte arbitraj fırsatları sınırlanmalı ve potansiyel sızıntılar minimize edilmelidir (BOE, 2011: 30).

Etkinliğin sağlanabilmesi için ise araçların kullanım zamanlarına ilişkin belirsizlik olmamalı ve diğer politika araçları üzerindeki beklenmedik etkileri azaltılmalıdır. Farklı ara hedefleri olan araçlar arasındaki olumsuz karşılıklı etkileşimlerden kaçınabilmek için araçlar arasındaki koordinasyon sağlanmalıdır. Bunların yanı sıra araçların uygulanmasındaki idari yükler önemsenmeyecek kadar az olmalıdır (Bennani, vd., 2014: 20).

Makro ihtiyati araçlar seçildikten sonra, araçların risk profiline uygun bir şekilde kalibrasyonunun gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda otoritelerin izleyebileceği farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Kalibrasyon; sistemik risk göstergelerinin durumuna göre kademeli veya güçlü, savunmasızlıkların etki alanına göre geniş çaplı veya sektörel, araçların marjinal faydalarına göre tek veya çok sayıda, arbitraj

olasılığı ve göstergelerin güvenilirliğine göre kurala dayalı (rule-based) veya ihtiyari (discretion) olarak gerçekleştirilebilmektedir. Bununla birlikte aktarım sürecine ilişkin belirsizlikler ve veri yetersizliği, uygulamada doğru kalibrasyonu güçleştirmektedir. Araçların kalibrasyonunda; kantitatif analizler yerine sübjektif değerlendirmelere ağırlık verildiği, araçları sıkılaştırmada kademeli bir yaklaşımın benimsendiği ve politika müdahalelerinin az sayıda araçla yapıldığı ülke deneyimlerinden net bir şekilde görülmektedir (IMF-FSB-BIS, 2016: 12-13).

### **2.2.3. Politikanın uygulanması**

Politika döngüsünün üçüncü aşamasını oluşturan uygulama sürecinde makro ihtiyati otoritelerin karşılaştıkları en önemli problemlerden biri eylemsizlik yönündeki sapmadır. Politikaları uygulamanın maliyetlerinin kısa vadede, faydalarının ise ancak uzun vadede görülebilmesi makro ihtiyati otoritelerin araçları kullanmada yavaş hareket etmelerine neden olmaktadır. Örneğin kayıpların yaşandığı dönemlerde, piyasalar nezdinde müdahaleye meşruiyet kazandırmak için kayıpların artmasını bekleme yönünde bir eğilim söz konusudur. Buna karşın politikaları uygulamada geç kalınmasının kredi arzı üzerinde ciddi olumsuz etkileri bulunmaktadır. Bu bağlamda karar verme sürecinde izlenecek stratejinin ihtiyari mi yoksa kurala dayalı mı olacağı eylemsizlik yönündeki sapmayı azaltmada hayati öneme sahiptir (ESRB, 2014b: 21).

Kurala dayalı politika yaklaşımına göre politika müdahaleleri, güvenilir makro ihtiyati göstergelerden ve eşik değerlerden gelen sinyaller doğrultusunda otomatik bir şekilde gerçekleştirilmelidir. Kurala dayalı yaklaşımı savunanların argümanlarından ilki sistemik riski ölçme problemidir. Makro ihtiyati otoritelerin sistemik riski ölçmede karşılaştıkları belirsizlikler, lobi faaliyetlerine (lobbying) maruz kalmalarına yol açmaktadır. İkincisi, makro ihtiyati politikanın para politikasına nazaran siyasi baskılara daha açık olmasıdır. Politikanın genellikle bir veya birkaç sektöre yönelik olması ve birçok kurum arasında koordinasyonu gerektirmesi, faaliyet sürecinin kolaylıkla etki altında kalmasına neden olmaktadır (Agur ve Sharma, 2013: 8-9). Sonuncusu, sübjektif değerlendirmelerle alınan kararların politikanın geleceği hakkında bağlayıcı taahhütler oluşturamaması ve zaman tutarsızlığına yol açmasıdır. Bu bağlamda politikanın kurala dayalı olması, bir taahhüt mekanizması oluşturarak otoritenin kredibilitesini ve

bağımsızlığını arttırmakta, politikaların tahmin edilebilirliğini ve bekleyişler kanalını güçlendirmektedir (Knot, 2014: 29-30).

Teoriye göre katı bir şekilde kurala dayalı yaklaşım ile eylemsizlik yönündeki sapma riskini azaltmak mümkündür. Buna karşın uygulamada, makro ihtiyati göstergelerin ve eşik değerlerin sistemik riski tanımlamada yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır. Finansal sistemin dinamik ve çok yönlü doğası, mevcut göstergelerin gelecekte meydana gelebilecek sistemik riskleri tahminine olanak sağlamamaktadır. Öte yandan araçların aktarım mekanizmalarının tam olarak anlaşıldığını söylemek de güçtür. Sabit gösterge setleri ile tarihsel deneyimlere dayanan politika ayarlamaları arasında mekanik bağlantılar kurmak politika otoritelerini yanlış yönlendirebilmektedir (Agur ve Sharma, 2013: 6). Göstergelerin mekanik bir şekilde yorumlanması, spesifik gösterge değerlerini sistemik risk düzeyi ile ilişkilendirmeyi güçleştirmektedir (Ryan, 2017: 65). Göstergelere ilişkin sınırların yanı sıra kurala dayalı politikalar ile beklenmedik olaylara ve özel durumlara uyum sağlanamaması, kuraldan vazgeçme seçeneğini her daim canlı tutmaktadır. Bu bağlamda kredibilitenin sağlanması katı bir politika kuralı ile dahi mümkün olmayabilir.

Göstergelere ilişkin belirsizliklerin yanı sıra kredibilite ve bağımsızlık problemlerini, karar verme sürecindeki değerlendirmelerde bir kılavuzdan alınacak destekle çözümlenmek mümkündür. Bu doğrultuda sınırlandırılmış ihtiyarilik<sup>44</sup> (constrained discretion) yaklaşımına göre, göstergeler ve ilgili eşik değerlerle desteklenen açık ilkeler kalitatif değerlendirmelere kılavuzluk etmelidir. Sınırlandırılmış ihtiyarilik, hesap verebilirliği güçlendirerek eylemsizlik yönündeki sapmayı azaltmanın yanı sıra şeffaflığı artırarak piyasa katılımcılarının, reaksiyon fonksiyonunu ve otoritelerin geleceğe yönelik davranışlarını tahmin edebilmelerini sağlamaktadır. Bununla birlikte özel durumlar karşısında önceden belirlenmiş kurallardan sapma esnekliği de kazandırmaktadır (Knot, 2014: 29-31).

Politikaların uygulanmasında, karar sürecinde takip edilecek yaklaşımın belirlenmesinden sonraki adım kamuoyu ile sağlıklı bir iletişimin kurulmasıdır. Makro ihtiyati politika sürecinin kilit unsurlarından biri olan iletişim ile kamuoyunun politikalarından haberdar edilmesi, hesap verebilirliğinin artırılması, piyasa disiplininin

---

<sup>44</sup> ESRB (2014b: 14) kararların, gösterge setlerine dayanan değerlendirmeler ile alınmasını kılavuzlu ihtiyarilik (guided discretion) olarak adlandırmaktadır. Farklı isimlerle adlandırılan iki yaklaşım temelde benzer şeyleri ifade etmektedir.

güçlendirilmesi ve bekleyişlerin yönetilmesi amaçlanmaktadır (ESRB, 2014b: 183). Makro ihtiyati otoritelerin kamuoyuna yönelik yapacağı bilgilendirmeler; politika stratejisi, amaçlar, risk değerlendirmeleri, politika süreci, alınan ve gelecekte alınması muhtemel kararlar gibi çeşitli konuları içerebilmektedir (CGFS, 2016: 8).

Makro ihtiyati politika sürecinin doğru ve anlaşılır bir şekilde piyasalara ve kamuoyuna açıklanması finansal istikrara birçok katkı sağlamaktadır. Zamanında, etkili ve açık bir iletişim makro ihtiyati otoritelerin kredibilitelerini arttırmaktadır. Sistemik riskin artması karşısında politika tepkisine yönelik beklentilerin oluşmasına yardımcı olmakta ve piyasa katılımcılarının riskli faaliyetlerini ılımlaştırmaktadır. Finansal istikrar açısından gerekli ancak bazı kesimlerce arzu edilmeyen müdahaleler için siyasi ve toplumsal desteğin oluşmasına yardımcı olmaktadır.

Makro ihtiyati politika aracı olarak da görülebilecek iletişim ile maksimum fayda elde etmeyi hedefleyen politika otoritelerinin dikkat etmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır. Finansal istikrar için ölçülebilir bir hedefin olmaması, sistemik riski değerlendirmenin ve tespit etmenin güçlüğü, çok sayıda politika aracının kullanılabilmesi ve politika sürecinde sorumluluğun birden fazla kurum tarafından paylaşılması iletişimin etkinliğini sınırlayabilmektedir. Bu doğrultuda kamuoyu ile sağlıklı bir iletişim kurulabilmesi için amaçlara, yetkilere ve karar verme mekanizmasına ilişkin açıklık sağlanmalı ve kurumlar arasındaki koordinasyonun derecesi artırılmalıdır (Vayid, 2013: 10-12).

#### **2.2.4. Politikanın değerlendirilmesi**

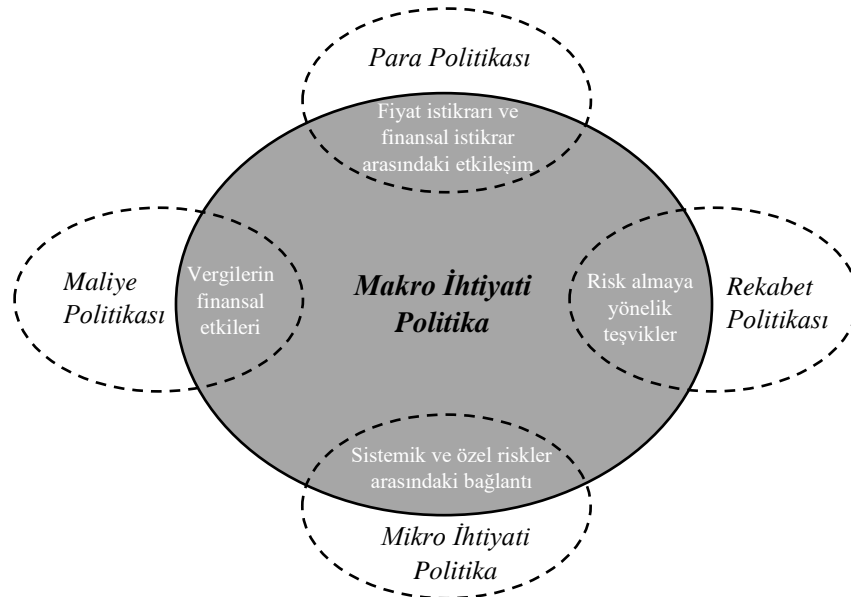
Makro ihtiyati politikanın etkinliğini sınırlayıcı riskler, uygulama aşamasından sonra da ortaya çıkabilmektedir. Sistemik dışsallıkları azaltma hedefiyle uygulanan politikalar, finansal faaliyetlerin düzenlenmemiş sektörlere kaydırılmasına yol açarak sistemin genelindeki bozulmaları arttırabilmektedir. Finansal sistemin gelişimi, düzenleyici yapının karmaşıklığı, araçların uygulanmasındaki potansiyel zaman tutarsızlıkları ve çıkar gruplarının (interest groups) baskıları neticesinde politikaların etkinliği zaman içerisinde azalabilmektedir (Buch, 2017: 162). Bu bağlamda politikanın ex-post değerlendirilmesi, ara hedeflere ulaşmadaki performans ve istenmeyen yan etkilere yönelik geri bildirimler oluşturarak bu riskleri azaltmada politika otoritelerine yardımcı olmaktadır.

Politikanın değerlendirilmesi, makro ihtiyati otoritelerin politika duruşu (policy stance) üzerinde belirleyici olmaktadır. Politika değerlendirmesinin mevcut araçlar ve kalibrasyon ile ara hedeflere ulaşıldığını işaret ettiği durumlarda, otoriteler araçları gevşetebilmekte veya devre dışı bırakabilmektedir. Diğer taraftan araçların istenmeyen yan etkilere yol açtığının veya sistemik riski azaltmada yetersiz kaldığının görülmesi politikayı yeniden gözden geçirmeyi gerektirmektedir. Bu tip durumlarda araçların daha fazla sıkılaştırılması, başka araçlar ile değiştirilmesi veya tamamlanması otoritelerin tercih edebilecekleri politika seçeneklerini oluşturmaktadır (ESRB, 2014b: 24).

### 2.3. Makro İhtiyati Politikanın Diğer Politikalarla Etkileşimi

Finansal istikrarı sağlamada kullanılan tek politika makro ihtiyati politika değildir. Finansal sektördeki sistemik tehditlerin genellikle çok sayıda gelişmenin birleşimi ile meydana gelmesi, bu risklerin azaltılmasında makro ihtiyati politikaların yanı sıra para politikası, maliye politikası, rekabet politikası ve mikro ihtiyati politikalar gibi diğer iktisat politikalarının kullanımını gerektirebilmektedir (Cumming, 2014: 130). Öte yandan bu politikaların finansal istikrarsızlık yaratabilen bazı sonuçları makro ihtiyati otoriteleri doğrudan ilgilendirebilmektedir. Şekil 10'da makro ihtiyati politika ile diğer politikalar arasındaki karşılıklı etkileşim gösterilmektedir.

Şekil 10. Makro İhtiyati Politikanın Diğer Politikalarla Karşılıklı Etkileşimi



Kaynak: (IMF, 2013b: 9)'dan uyarlanmıştır.

Finansal istikrarı sağlamada, politikaların hedefleri bazı durumlarda birbirleriyle örtüşürken kimi zaman da çatışabilmektedir. Politikalar arasındaki korelasyonun yönünün temel belirleyicileri ise konjonktürün evreleri ve maruz kalınan şokların etki alanıdır. Maruz kalınan şokun ortak şok (common shock) olduğu durumlarda politikalar aynı yönde hareket ederken tek bir politika alanını ilgilendiren özel şoklarda (idiosyncratic shock) politika hedefleri farklılık gösterebilmektedir. Diğer bir ifadeyle politikalar arasında ikame ve tamamlayıcılık ilişkileri söz konusudur (Barwell, 2017: 236-237).

### **2.3.1. Mikro ihtiyati politika**

Daha önce ele alındığı üzere mikro ihtiyati politikalar bireysel finansal kurumların sağlamlığına, makro ihtiyati politikalar ise finansal sistemdeki karşılıklı bağlantılara ve kolektif davranışların neden olduğu içsel risklere odaklanmaktadır. Ara hedeflere ilişkin farklılıklara karşın finansal istikrarı sağlamada benzer araçların kullanılması politikalar arasında güçlü karşılıklı etkileşimlerin yaşanmasına neden olmaktadır. Örneğin makro ihtiyati politikalar sistemik riskleri kontrol altına alarak bireysel finansal kurumların daha az riskli bir ortamda faaliyet göstermelerini sağlamakta ve mikro ihtiyati politikaları tamamlayabilmektedir. Diğer taraftan risk ağırlıklı sermaye yeterlilikleri gibi mikro ihtiyati düzenlemeler, konjonktür yanlı etkilere neden olarak makro ihtiyati amaçlarla çatışabilmektedir (Danthine, 2014: 101).

Politikalar arasındaki çatışma riski, konjonktürün daralma dönemlerinde daha fazla olmaktadır. Bu dönemlerde, kredi arzının sürdürülebilirliğini önemseyen makro ihtiyati yaklaşım ile tüketicilerin ve yatırımcıların çıkarlarını korumayı amaçlayan mikro ihtiyati yaklaşım arasındaki gerilim artmaktadır (Angelini, Nicoletti-Altamari ve Visco, 2012: 19). Mikro ihtiyati otoriteler, sermaye yeterliliklerini agresif bir şekilde arttırarak, koruma tamponları ile kar payı dağıtımlarını sınırlayarak veya aktif satışları ile kaldıraç oranlarını düşürerek bireysel kurumların muhtemel kayıpları masnetme kapasitelerini güçlendirmeye çalışmaktadırlar. Buna karşın makro ihtiyati otoriteler, bu uygulamaların yol açabileceği kolektif davranışlar neticesinde gerçekleşebilecek zararına satışlar ve kredi krizi riskinden ötürü daha temkinli davranmaktadırlar. Bireysel kurumların direncini güçlendiren ancak reel ekonomi ile finansal sistem arasında olumsuz geri besleme etkilerine yol açan uygulamalar yerine sermaye tamponlarının kullanılmasını ve

düzenleyici standartların gevşetilmesini tercih etmektedirler (Osinski, Seal ve Hoogduin, 2013: 14; Basto, 2013: 83).

Konjonktürün genişleme dönemlerinde, finansal kurumların -olası şoklara karşı- sermaye tamponları oluşturmaları hususunda politika otoriteleri arasında genellikle uzlaşma hakimdir. Buna karşın makro ihtiyati politikaların, sermaye tamponlarını konjonktür yanlılığını azaltmak, mikro ihtiyati politikaların ise finansal kurumların güvenliğini sağlamak amacıyla oluşturmaları bazı çatışmaların yaşanmasına neden olmaktadır (Beyer vd., 2017: 20). Örneğin finansal döngünün tepe noktasında mikro ihtiyati göstergeler son derece olumlu iken sistemik risk göstergeleri uyarı sinyalleri gönderebilmektedir.<sup>45</sup> Sistemik riskin arttığı bu dönemlerde mikro ihtiyati otoriteler mevcut düzenlemeler ve denetimlerde herhangi bir değişiklik yapmamaktadır. Buna karşın makro ihtiyati otoriteler bu durumun neden olacağı konjonktür yanlılığını göz önünde bulundurarak sermaye tamponlarının veya karşılıkların artırılmasını tercih etmektedirler (Osinski, Seal ve Hoogduin, 2013: 13-14).

Politikalar arasındaki çatışmaları azaltmak amacıyla ortaya atılan çeşitli çözüm önerileri bulunmaktadır. Bunlardan biri “kötü” zamanlarda kullanmaya yetecek kadar tampon oluşturmaktır. Tamponların yetersiz kaldığı durumlarda ise ihtiyati müdahalelerin iyi tasarlanması gerekmektedir. Örneğin finansal sorun yaşanan dönemlerde sermaye gereksinimlerinin aktif satışlarından ziyade sermaye artırımını vasıtasıyla sağlanmasını teşvik eden uygulamalara başvurulmalıdır. Politikalar arasındaki gerilimi azaltmanın bir diğer yolu ise mikro ihtiyati otoritelerin, makro ihtiyati karar sürecinde yer aldığı kurumsal bir mekanizma oluşturmaktır (IMF, 2013b: 14). Çözüm önerilerinin hayata geçirilmesi, politika alanları arasında yeterli düzeyde koordinasyonu ve iletişimi gerekli kılmaktadır (Beyer vd., 2017: 21).

### **2.3.2. Para politikası**

Para politikası ve makro ihtiyati politika, farklı amaçlara ve araç setlerine sahip olmakla birlikte birbirlerinin aktarım kanallarına tesir edebilmektedirler. Para politikası kredi koşullarını etkileyebildiği gibi makro ihtiyati politika da parasal koşulları değiştirebilmektedir (Malovana ve Frait, 2016: 1). İki politika arasındaki karşılıklı

---

<sup>45</sup> Bu durum literatürde finansal istikrarsızlık paradoksu (paradox of financial instability) olarak da bilinmektedir. Buna göre finansal sistemin en savunmasız olduğu zamanlar, en güçlü görüldüğü zamanlardır (Borio ve Drehman, 2009)

etkileşim de her bir politikanın nihai hedefine ulaşmadaki etkinliğini azaltabilmekte veya arttırabilmektedir.

Para politikası, ekonomik birimlerin kaldıraç düzeyine ve aktif/pasif bileşimine ilişkin kararları üzerinde önemli etkilere sahiptir. Politika faizindeki değişiklikler, çeşitli kanallar aracılığıyla döviz kurlarını, yurtiçi aktif fiyatlarını ve borçlanma maliyetlerini etkileyebilmektedir<sup>46</sup> (Antipa ve Matheron, 2014: 227). Tablo 12’de para politikasının finansal istikrar üzerinde hangi kanallar vasıtasıyla etkili olduğu gösterilmektedir.

**Tablo 12. Para Politikasının Finansal İstikrar Üzerindeki Etkileri**

<b>Finansal istikrarsızlık kaynakları</b>	<b>Parasal aktarım kanalı</b>	<b>Politika faizinin arttırılması durumunda beklenen etki</b>
Borçlanma kısıtları	<i>Bilanço</i>	<i>Olumsuz</i>
Finansal kurumların riskli davranışları	<i>Risk alma</i>	<i>Olumlu</i>
	<i>Risk kaydırma</i>	<i>Olumsuz</i>
Toplam fiyatlardan kaynaklanan dışsallıklar	<i>Aktif fiyatları</i>	<i>Olumlu</i>
	<i>Döviz kuru</i>	<i>Olumsuz</i>

*Kaynak: (IMF, 2013a: 27).*

Finansal istikrarı etkileyen parasal aktarım kanallarından ilki borçluların bilanço kanalıdır. Para politikasının sıkılaştırılması, borçlanma kısıtlarını ve temerrüt riskini (default risk) arttırarak finansal istikrarın bozulmasına yol açabilmektedir. Politika faizindeki artışlar bir yandan borç yükünü ağırlaştırırken diğer yandan ekonomik faaliyetleri olumsuz etkileyerek borçluların geri ödeme kapasitelerini ve gelir akımlarını azaltmaktadır. Bununla birlikte faiz artışı ile düşen aktif fiyatları, borçluların net değerlerini azaltarak kısa vadeli kredilere erişimi güçleştirmekte ve mevcut borcun temerrüt riskini arttırmaktadır (Nier ve Kang, 2016: 28-29).

Para politikasının risk alma (risk-taking) ve risk kaydırma (risk-shifting) kanalları, finansal kurumların riske yönelik tutumlarını farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Örneğin politika faizinin arttırılması ile sermaye oranları ve teminat değerleri düşen bankalar, risk alma konusunda daha ihtiyatlı davranmaktadırlar. Bu da bankaları, bilançoları ve kaldıraç düzeylerini genişletmeme ve borçluları daha sıkı takip etme yönünde teşvik etmektedir. Öte yandan faizlerin yükselmesi ile aracılık karları düşen bankalar daha riskli faaliyetlere yönelebilmektedirler. Fonlama maliyetinin belirleyicisi

<sup>46</sup> Etkilerin şiddeti; finansal döngünün durumuna, ekonominin dışı açıklığına ve finansal yapısına göre değişebilmektedir (Antipa ve Matheron, 2014: 227).



olan kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın kazanç eğrilerini yatay hale getirmesi, öz sermaye karlılık oranlarının (return on equity) düşmesini istemeyen bankaların, faaliyetlerini riskli aktiflere kaydırmalarına ve kaldıraç oranlarını yükseltmelerine neden olabilmektedir (IMF, 2013a: 25).

Para politikası, aktif fiyatları ve döviz kuru kanalları aracılığıyla toplam finansal fiyatları etkileyerek sistemik dışsallıklar yaratabilmektedir. Düşük faiz oranları ile yükselen aktif fiyatları ve net değerler, kaldıraç düzeyindeki artışları tetikleyerek aktif fiyat balonlarının oluşumuna zemin hazırlamakta ve finansal döngüyü güçlendirmektedir. Aktif fiyatlarının, temel değerlerinin çok üzerinde seyrettiği dönemlerde politika faizinin arttırılması, finansal dengesizlikleri kontrol altına almaya yardımcı olabildiği gibi teminatların değerini düşürerek zararına satışların yaşanmasına da neden olabilmektedir (Antipa ve Matheron, 2014: 227). Bununla birlikte dışa açık ve küçük ekonomilerde politika faizinin arttırılması, sermaye girişlerini hızlandırabilmektedir. Bu da kredi hacmini aşırı şekilde genişletmenin yanı sıra -döviz kurunun değerlenmesine bağlı olarak- finansal volatiliteye ve enflasyonist baskılara yol açabilmektedir. Kredi hacmindeki büyümeyi ve enflasyonist baskıları dizginleyebilmek amacıyla sıkılaştırılan para politikası ise sermaye girişlerini daha da arttırabilmektedir (Pereira da Silva, 2016: 4).

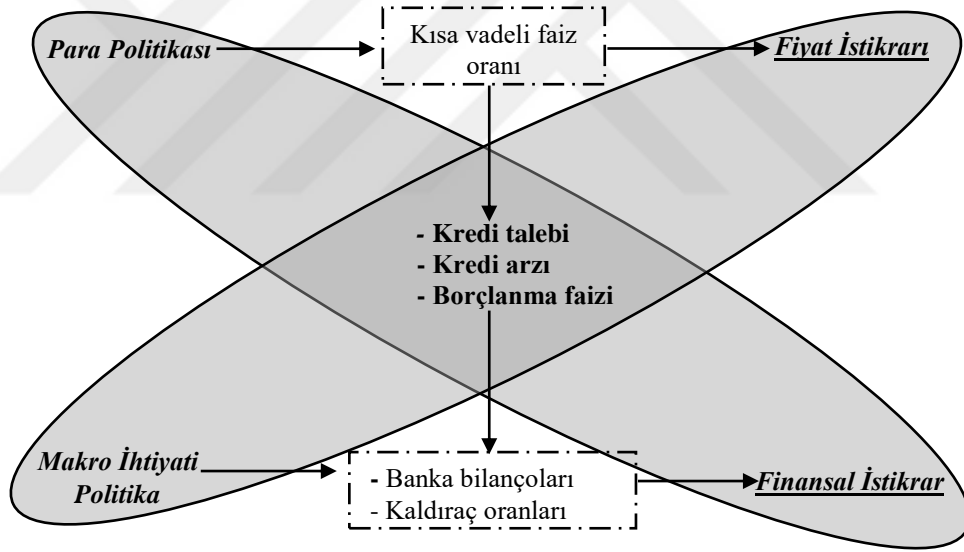
Para politikasının finansal istikrarı olumsuz etkilediği durumlarda fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları arasında çatışmaların yaşanması muhtemeldir. Bu tip durumlarda uygun makro ihtiyati araçların kullanılmasıyla para politikasının arzu edilmeyen yan etkilerini sınırlamak, politika açmazlarını (dilemma) azaltmak ve para politikasının manevra alanını genişletmek mümkündür (Nier ve Kang, 2016: 30). Örneğin DTI tavanları, parasal sıkılaştırmadan kaynaklanan temerrüt risklerini azaltmaya yardımcı olabilmektedir (Igan ve Kang, 2011). Sermaye yeterlilikleri ve kaldıraç oranı sınırlamaları, düşük faiz oranlarının neden olduğu risk alma teşviklerini azaltabilmektedir (Farhi ve Tirole, 2012). Döviz cinsinden verilen kredilere getirilen kısıtlamalar sermaye akımlarından kaynaklanan sistemik riskleri sınırlayabilmektedir (Hahm vd., 2012).

Makro ihtiyati politikaların kredi koşullarını etkileyebilmesi, politika faizinde herhangi bir değişiklik olmadığı durumlarda dahi para politikası duruşunun belirlenmesinde -dolaylı yoldan- rol oynamasına olanak sağlamaktadır. Örneğin -finansal döngünün genişleme aşamasında oluşturulan- konjonktür karşıtı sermaye tamponları, daralma sürecinde kredi piyasasının işlerliğinin sürdürülebilmesi amacıyla

kullanılabilmektedir. Bu da para politikasının aktarım mekanizmasının işleyişine yardımcı olmakta ve parasal otoritelerin sıkılaştıran kredi koşullarının üretim üzerindeki olumsuz etkilerini dengeleme ihtiyacını azaltmaktadır (Antipa ve Matheron, 2014: 227). Bu yönüyle makro ihtiyati politikalar, finansal şokların üretim düzeyi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmada para politikasını tamamlayıcı niteliktedir (Nier ve Kang, 2016: 33).

Para politikası ve makro ihtiyati politika, farklı araç setlerine ve ara hedeflere sahiptir. Buna karşın her iki politikanın geçiş etkilerinin (pass-through) merkezinde finansal sistem bulunduğundan aktarım mekanizmaları birbiriyle örtüşmektedir. Şekil 11'den de görüleceği üzere bir politika diğerinin etki alanını şekillendirebilmektedir. Diğer bir ifadeyle politikalar arasındaki karşılıklı etkileşim, her bir politikanın hedefine ulaşmadaki etkinliğini artırıcı veya azaltıcı olabilmektedir (Popoyan, 2016: 14).

**Şekil 11. Para Politikası ile Makro İhtiyati Politika Arasındaki Etkileşim**



*Kaynak: (Popoyan, 2016: 15).*

Teoride, düzgün bir şekilde tasarlanmış bir politika diğer politikanın olumsuz yan etkilerini dengeleyebilir ancak pratikte bunu gerçekleştirmek çok da kolay değildir. Ekonomik döngü ve finansal döngü arasındaki bağlantının durumu ve maruz kalınan şokların türüne göre politikalar birbirlerini tamamlayabilmekte veya çatışabilmektedir (Borio, 2014; Frait, Malovana ve Tomsik, 2015: 113). Dolayısıyla bir politikanın uygulanmasında diğer politikanın etkileri de dikkate alınmalı ve politikalar arasında koordinasyonun sağlanması gerekmektedir (Smets, 2014: 265-266).

**Tablo 13. Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Arasındaki Muhtemel Çatışma Durumları**

		Ekonomik döngü (Enflasyonun durumu)		
Finansal döngü (Aktif ve kredi döngüleri)		<i>Hedefin üzerinde enflasyon</i>	<i>Hedefe yakın enflasyon</i>	<i>Hedefin altında enflasyon</i>
	<i>Genişleme</i>	<i>Tamamlayıcı</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Çatışma</i>
	<i>Dengesizlik yok</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Bağımsız</i>
	<i>Daralma</i>	<i>Çatışma</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Tamamlayıcı</i>

*Kaynak: (Beau, Clerc ve Mojon, 2012: 10)'dan uyarlanmıştır.*

Tablo 13.'ün sol üst ve sağ alt tarafından da görüleceği üzere, döngüler arasında uyum söz konusu olduğunda politikalar birbirlerini tamamlamaktadır. Örneğin güçlü ekonomik büyüme ve enflasyonist baskılar genellikle kredi hacmindeki genişlemelerle ve aktif fiyatlarındaki ani yükselişlerle ilişkilidir. Yükselen enflasyon karşısında sıkılaştırılan para politikası, finansal genişlemenin kontrol altına alınmasına da katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan sistemik riskleri azaltmaya yönelik kullanılan makro ihtiyati araçlar da finansal istikrarı sağlamanın yanı sıra enflasyondaki yükselişi frenlemeye yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla böyle zamanlarda nihai hedefine odaklanan her bir politika diğerinin hedefine ulaşmasına katkı sağlamakta ve politikalar arasındaki koordinasyon ihtiyacı azalmaktadır (Dunstan, 2014: 22).

Ekonomik döngü ve finansal döngü arasındaki bağlantının koptuğu durumlarda ise politikaların nihai hedeflerine verilen önemin dengelenmesi gerekmektedir. Tablo 13'ün sağ üst tarafında da görüleceği üzere, finansal genişlemenin yaşandığı dönemlerde enflasyon oranlarının hedefin altında seyretmesi, politikalar arasındaki çıkar çatışması ihtimalini arttırmaktadır. Finansal döngüdeki genişlemeyi sınırlamak amacıyla kullanılan makro ihtiyati araçlar, reel ekonomik faaliyetlerde arzu edilmeyen bir daralmaya ve fiyatlar genel seviyesinde aşağı yönlü bir baskıya neden olabilmektedir. Makro ihtiyati politikanın fiyat istikrarını olumsuz etkilemesi ve ortaya çıkan deflasyon riski ise para politikasının mevcut tutumunun gevşetilmesi ile sonuçlanabilmektedir. Buna karşın faizlerin düşürülmesi -aktif fiyatları ve risk alma kanalları vasıtasıyla- makro-finansal risklerin artmasına ve finansal istikrar hedefinden uzaklaşılmasına yol açabilmektedir (Beau, Clerc ve Mojon, 2012: 8).

Politikaların kusursuz işlediği “ideal bir düzende” para politikasının fiyat istikrarına makro ihtiyati politikanın ise finansal istikrara odaklanması ve her iki

politikanın da kendi araç setlerini kullanarak nihai hedeflerine ulaşması beklenmektedir (Popoyan, 2016: 14). Buna karşın politikalar “gerçek hayatta” kusursuz işlememekte ve çeşitli kısıtlarla karşılaşmaktadır. Bu da her bir politikanın yürütülmesinde, diğer politikanın karşılaştığı kısıtları dikkate alma gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır (Claessens, 2014: 9).

Nihai hedeflere ulaşmada politikalardan birinin etkinliğinin azalması, diğer politikaya olan talebin artmasına neden olmaktadır (Antipa ve Matheron, 2014: 228). Örneğin kredi faaliyetlerinin büyük bir kısmının düzenleyici sınırların dışında gerçekleştiği bir ekonomide makro ihtiyati araçların etkinliği düşebilir. Bu tip durumlarda politika faizinin arttırılması, -makro ihtiyati düzenlemeleri atlatanları da içerecek şekilde tüm borçluların kredi maliyetlerini yükseltmek suretiyle finansal istikrarı sağlamaya yardımcı olabilmektedir (Dunstan, 2014: 23). Öte yandan para politikasının kısıtlarla karşılaştığı durumlarda makro ihtiyati politikaya duyulan gereksinim çok daha fazla olmaktadır. Örneğin dışa açık ve küçük ekonomilerde yurt içi faizlerin görece yüksekliği, döviz kuru kanalı vasıtasıyla önemli makro-finansal riskler yaratabilmektedir. Bu doğrultuda makro ihtiyati araçların kullanılmasıyla para politikası ve sermaye akımları arasındaki karşılıklı etkileşimden kaynaklanan finansal dengesizliklerin giderilmesi mümkündür (IMF, 2013a:17-18).

### **2.3.3. Maliye politikası**

Makroekonomik istikrarı sağlama, geliri yeniden dağıtma ve kaynakların etkin tahsisini gerçekleştirme gibi fonksiyonları bulunan maliye politikası, finansal istikrar üzerinde önemli etkilere sahiptir. Ekonomideki üretim düzeyinin bileşimini etkileyen makroekonomik dengesizlikler, sistemik risklere neden olabilmektedir (IMF, 2013b: 10). Bununla birlikte bütçe açığındaki aşırılıklar ve yüksek kamu borç seviyesi, finansal sistemdeki savunmasızlıkları arttırabilmektedir (Bennani vd., 2014: 11). Bu bağlamda ihtiyati maliye politikası, kamu borcunun sürdürülebilirliğini sağlama ve kamu borcu ile finansal sistem arasındaki olumsuz geri besleme etkilerinden kaçınmada hayati öneme sahiptir.

Vergi politikaları, bazı durumlarda makro ihtiyati politikaların tamamlayıcısı olabilirken kimi zaman da politikalar arasında çatışmalar gerçekleşebilmektedir. Vergilendirme aracılığıyla ekonomik birimlerin davranışlarını etkilemek ve riskli

faaliyetlere yönelik teşvikleri azaltmak mümkündür (Basto, 2013: 83). Konjonktürün genişleme dönemlerinde, işlem vergileri, damga vergileri, emlak vergisi gibi gayrimenkul ile ilgili vergiler spekülasyon işlemleri caydırıcı olabilmektedir (ESRB, 2014b: 57). Finansal kurumlardan -sistemik riskteki payları oranında- alınacak sistemik veya Pigoucu vergiler, sistemik risklerin birikimini engelleyebilmektedir (Noyer, 2014: 11). Konjonktürün daralma dönemlerinde, vergi indirimleri (tax reliefs) ile aktif fiyatlarındaki keskin düşüşler sınırlandırılabilir (IMF, 2013b: 11). Bunların yanı sıra kriz esnasında makro ihtiyati araçların yetersiz kaldığı durumlarda bütçe benzeri (quasi-fiscal) müdahaleler, finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olmaktadır (Barwell, 2017: 261).

Vergi politikaları, sistemik riskleri kontrol altına almanın yanı sıra bazı durumlarda kaldıraç düzeyini arttırıcı olumsuz teşvikler de yaratabilmektedir. Konut sektöründeki gevşek vergi düzenlemelerinin hane halklarının daha fazla borçlanabilmelerini kolaylaştırması, hane halklarının şoklar karşısında savunmasız hale gelmesine ve aktarım kanallarının işleyişinin bozulmasına yol açmaktadır (IMF, 2013b: 11). Diğer taraftan şirketler sektöründeki vergi sistemleri de genellikle kaldıraç oranındaki artışları teşvik edebilmektedir. Vergilendirilmiş karların hesaplanmasında faiz ödemelerinin vergiden düşülebilmesine (tax deductible) izin verilmesi, şirketlerin genellikle öz kaynak finansmanından ziyade borçla finansmanı tercih etmelerine neden olarak kaldıraç düzeylerini yükseltmektedir. Bu bağlamda vergi avantajının öz kaynak finansmanının aleyhine olması makro ihtiyati politika hedefleri ile çatışmaktadır (Jeanne ve Korinek, 2014: 168).

Makro ihtiyati otoriteler, maliye politikasının kontrolüne sahip olmamalarına karşın makroekonomik risklerin ve dengesizliklerin analizinde, sistemik sonuçlarının belirlenmesinde ve doğru müdahalelerin yapılmasında maliye politikası otoritelerine yardımcı olabilirler (IMF, 2013b: 11). Vergi politikalarının finansal istikrar üzerindeki etkilerini değerlendirerek maliye politikası otoritelerine uyarılarda bulunabilirler. Benzer şekilde makro ihtiyati araçların tanımlanması ve ayarlanması için gerekli olan mevzuat değişikliklerinin tartışılması hususunda ve vergi politikalarının etkilerinin analiz edilmesindeki uzmanlıklarından dolayı maliye politikası otoritelerinin faaliyet sürecinde yer almaları faydalıdır (Bennani vd., 2014: 11). Bu bağlamda her iki politikaya ilişkin alınacak kararlarda bilgi alışverişi gerçekleştirilmeli ve otoriteler birbirleri ile koordineli şekilde çalışmalıdır.

### **2.3.4. Rekabet politikası**

Finans dışı sektörlerde rekabet, mal ve hizmetlerin daha uygun maliyetlerle üretilmesine ve verimliliğin artmasına katkı sağladığı için arzu edilen bir durumdur. Buna karşın finansal sektördeki rekabetçi süreçlerin doğru yönetilememesi, sistemik risklerin meydana gelmesine neden olabilmekte ve reel ekonomiye tesir eden olumsuz dışsallıklar yaratabilmektedir. Bu da rekabet politikası ile makro ihtiyati politikaların hedefleri arasında çatışmaların yaşanmasına yol açmaktadır (Ratnovski, 2013: 3).

Finansal piyasalardaki fon maliyetlerini düşürmek için rekabeti arttırmayı hedefleyen rekabet politikaları, finansal kurumları aşırı risk almaları yönünde teşvik edebilmektedir. Lisans verme ve şube açmaya ilişkin sınırlamaların gevşetilmesi, potansiyel borçluların üstünkörü değerlendirilmesine ve kredi standartlarının bozulmasına neden olmaktadır. Yabancı kurumların sektöre girmeleri, toptan fonlara erişim ve borçlular hakkında daha fazla bilgiye sahip olma gibi rekabet açısından arzu edilebilir durumların pazar payı için girişilen rekabeti arttırması, kar marjlarını düşürerek risk almada aşırılıklara yol açmaktadır (IMF, 2013b: 12). Diğer taraftan birleşmeler (mergers) ve ele geçirmelerin (acquisitions) fazla olduğu düşük rekabet ortamında bankaların etkinliği azaltmakta ve sistemik riskler yaratabilen SIFI'lar daha da büyümektedir (Freixas, Laeven ve Peydro, 2015: 351).

Rekabet politikasının finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinden kaçınabilmek için rekabet kurallarının makro ihtiyati yaklaşıma göre düzenlenmesi gerekmektedir. Yoğunlaşma oranı, giriş-çıkış ve birleşme kuralları gibi finansal piyasaların yapısı ile ilgilenen geleneksel rekabet politikaları, bankaların faaliyet alanlarına ve SIFI'lara daha fazla odaklanmalıdır. Finansal ve finansal olmayan kurumlara ilişkin rekabet kuralları açık bir şekilde tanımlanmalı ve rekabet kurulu ile makro ihtiyati otoriteler arasında yakın bir işbirliği sağlanmalıdır (Ratnovski, 2013: 14).

## **3. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKANIN KURUMSAL ÇERÇEVESİ**

Makro ihtiyati politika, faaliyet sürecinde birden çok kurumun bulunduğu bir politika alanıdır. Diğer iktisat politikaları ile olan karşılıklı etkileşim, makro ihtiyati politikaların tasarlanmasında, kalibrasyonunda ve uygulanmasında farklı kurumların görüşlerine, bilgilerine ve politika araçlarına ihtiyaç duyulmasına neden olmaktadır. Bu doğrultuda merkez bankası, mikro ihtiyati banka düzenleyicileri, piyasa düzenleyicileri,

Hazine/Maliye Bakanlığı ve diğer düzenleyici kurumlar makro ihtiyati politikanın kurumsal çerçevesinde yer alan başlıca aktörlerdir (Tablo 14).

**Tablo 14. Makro İhtiyati Politika Sürecinde Yer Alan Kurumlar**

Merkez Bankası (Parasal otorite, likidite tedarikçisi)	
Mikro İhtiyati Banka Düzenleyicileri (Sistemik açıdan önemli olan ve olmayan bankalar)	
Piyasa Düzenleyicileri (Para, sermaye, türev)	Piyasa Düzenleyicileri (Faaliyetlerin yürütülmesi / Yatırımcıların korunması)
Hazine / Maliye Bakanlığı	
Diğer Düzenleyiciler (Sigorta, rekabet,...)	

*Kaynak: (Agur ve Sharma, 2013: 13)*

Merkez bankaları, sistemik risk analizindeki uzmanlıkları ve uygulama süreci için gerekli olan güdülere ve bağımsızlığa sahip olmalarından dolayı kurumsal çerçevede öncü rol oynamaktadır (IMF, 2011; BIS, 2011; ESRB, 2011). Mikro ihtiyati otoriteler - bankalar ile olan yakın ilişkilerinden dolayı- birçok makro ihtiyati aracın yürütücüsü konumundadır. Finansal piyasaların denetim ve gözetiminde yer alan piyasa düzenleyicileri, finansal sözleşmelerdeki yenilikler ve risk dönüşümleri gibi önemli bilgilerin tedarikçisidir. Hazine/Maliye Bakanlığı ve diğer düzenleyici kurumlar ise makro ihtiyati denetimlere yardımcı olmaktadır (Agur ve Sharma, 2013: 12-14).

Kurumların makro ihtiyati politika sürecine sağladığı katkılara karşın uygulama aşamasındaki çok başlılık, eylemsizlik yönünde eğilimler oluşturacak koordinasyon problemlerine yol açabilmektedir. Politikaların fayda ve maliyetlerinin farklı zamanlarda ortaya çıkması ve karar verici ile uygulayıcı otoritenin farklılaşması, zamanında ve etkin politika müdahalelerini zorlaştırmaktadır. Bunun yanı sıra lobi faaliyetleri ve siyasi baskılar ile otoritelerin yetki (mandate) ve gücüne (power) ilişkin belirsizlikler bu eğilimleri güçlendirmektedir (Vinals ve Nier, 2014: 40). Bu bağlamda makro ihtiyati politikaların etkin bir şekilde yürütülmesinde; karar verme sürecinden hangi otoritelerin sorumlu olacağını, kararların nasıl alınacağını ve otoritelerin sorumluluk alanlarını açık

bir şekilde ortaya koyan güçlü bir kurumsal çerçeveye gereksinim duyulmaktadır (Knot, 2014: 28).

### **3.1. Kurumsal Çerçeve Aranan Temel İlkeler**

Etkin bir kurumsal çerçeveden beklenen, sistemik riskle mücadelede makro ihtiyati otoritelere yardımcı olmasıdır. Bu doğrultuda kurumsal düzenlemeler, sistemik risklerin doğru bir şekilde tanımlanması için ilgili uzmanlığa ve bilgiye erişimi mümkün kılmalıdır. Politika araçlarının zamanında ve etkin kullanımı için otoriteye teşvikler sunmalıdır. Siyasi baskılar bertaraf edilebilmeli, politikalar -birçok kesim tarafından istenmediğinde dahi- finansal istikrarı sağlama amacıyla uygulanabilmelidir. Finansal istikrar ile ilişkili diğer politikaların otonomilerine zarar vermeden, bu politikalar ile verimli bir işbirliğine olanak sağlamalıdır (Nier vd., 2011: 3).

Kurumsal çerçevede aranan temel ilkeleri; müdahale kabiliyetini geliştirme, müdahale etme istekliliğini artırma, güçlü bir hesap verebilirlik oluşturma ve etkin koordinasyonu sağlama şeklinde sıralamak mümkündür.

**i. Müdahale kabiliyetini geliştirme:** Reel sektör ile finansal kurumlar arasındaki bağlantıların zaman içerisinde değişiklik göstermesi ve finansal sistemin dinamik doğası, makro ihtiyati otoritelerin sistemik riski sınırlamadaki müdahale kabiliyetlerini geliştirecek güçlere ihtiyaç duymalarına neden olmaktadır. Bu doğrultuda kurumsal çerçevenin, politika otoritelerine; gerekli bilgiyi elde etmelerini, politika tepkisi verebilmelerini ve düzenleme sınırlarını (perimeter of regulation) genişletmelerini sağlayacak gücü tahsis etmesi gerekmektedir (IMF, 2013b: 27).

Düzenleyici ve istatistik veriye yanısıra piyasalara ilişkin çeşitli bilgiler, sistemik risklerin tanımlanması ve gözetilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Buna karşın bu bilgileri ilgili kurumlardan kısa bir sürede temin etmek her zaman mümkün olmayabilir. Bu doğrultuda kurumsal düzenlemeler, sistemik riskin değerlendirilebilmesi için en azından bir kurumun gerekli olan bilgi ve verinin tamamına erişimini mümkün hale getirmelidir (Kohn, 2014).

Makro ihtiyati otoritelerin açık ve yeterli güce sahip olmamaları, gerekli politika tepkisinin verilememesine ve yapılacak politika müdahalelerinin diğer kurumların otoritelerine zarar vermelerine neden olabilmektedir. Bunun yanısıra müdahale gücünün düzenlenmemiş sektörleri kapsamaması düzenleme arbitrajı problemine yol



açabilmektedir. Bu bağlamda makro ihtiyati otoritelere, açık ve tüm finansal sistemi kapsayacak gücün kanunlar vasıtasıyla tahsis edilmesi gerekmektedir (Krishnamurti ve Lee, 2014: 10).

**ii. Müdahale etme istekliliğini arttırma:** Makro ihtiyati otoritelerin müdahale etme istekliliğini azaltan en önemli unsur sahip oldukları yetkilere ilişkin belirsizliklerdir. Açık ve iyi tanımlanmış yetkilerin olmadığı bir ortamda hiçbir kurum politika tepkisinin neden olacağı sonuçların sorumluluğunu üstlenmek istememektedir. Bununla birlikte siyasi baskılar ve lobi faaliyetleri, otoritelerin eylemsizlik yönünde var olan eğilimlerini daha da arttırmaktadır. Bu bağlamda zamanında ve etkin politika müdahalesi için makro ihtiyati yetkinin açık bir şekilde bir kuruma veya bir komiteye verilmesi gerekmektedir (Brockmeijer, 2014: 166).

Yetkinin komiteye verildiği durumlarda, otoriteler arasında muhtemel yetki çatışmaları yaşanabilmektedir. Kurumsal çerçevenin, bu çatışmaları engelleyebilmesi için uygun işbirliği ve koordinasyon mekanizmalarını tesis etmesi ve sorumluluk paylaşımını netleştirmesi gerekmektedir (Krishnamurti ve Lee, 2014: 9). Bunun yanı sıra politika kararlarının oybirliği ile alınmasının yol açabileceği veto riskinin azaltılması için oybirliği yerine oyçokluğu tercih edilmelidir. Basit veya nitelikli çoğunluğu yeterli gören bir düzenleme, politika gecikmesi riski ile farklı görüşlerin içselleştirilmesi arasında daha iyi bir denge kurulmasına olanak sağlamaktadır (IMF, 2013b: 31).

**iii. Hesap verebilirliği güçlendirme:** Hesap verebilirlik, politika müdahalelerinin gerekçelerini açıklama ve politikanın sonuçlarından sorumlu tutulma anlamına gelmektedir (BIS, 2011: 50). Hesap verebilirlik, politika müdahalelerine kamuoyu nezdinde meşruiyet kazandırmanın yanı sıra otoritelerin siyasi baskılara karşı koyabilmelerine yardımcı olmaktadır.

Makro ihtiyati politikalarda hesap verebilirliği sağlamak diğer iktisat politikalarına nazaran daha zordur. Örneğin para politikası, kolaylıkla ölçülebilen nihai hedefe (fiyat istikrarı) ve herkes tarafından rahatlıkla anlaşılan politika aracına (politika faizi) sahiptir. Buna karşın makro ihtiyati politikalarda, nihai hedef (finansal istikrar) çok sayıda gösterge ile ölçülmekte ve hedefe ulaşmada çok sayıda politika aracı kullanılmaktadır. Bununla birlikte politikaların maliyetleri hemen hissedilebilirken faydaları uzun vadede görülebilmektedir. Tüm bu unsurlar makro ihtiyati otoritelerin performanslarını değerlendirmeyi zorlaştırmaktadır (Duff, 2014: 207-208).

Makro ihtiyati politikalara ilişkin hesap verebilirlik, kısa vadede gözlemlenebilen sonuçlara bağlanamayacağından sürecin tamamına odaklanması gerekmektedir (Brockmeijer, 2014: 169). Bu da makro ihtiyati otoritenin uyguladığı politika stratejisinde hem ex-ante hem de ex-post biçimde şeffaf olmasını gerektirmektedir. Ölçülebilir ara hedeflerin, sistemik riskle mücadelede kullanılacak araçların ve bu araçların kullanımına rehberlik edecek öncü göstergelerin ex-ante ilanı, otoritelerin davranışlarının değerlendirilmesine yardımcı ölçütler oluşturmaktadır (Houben, van der Molen ve Wierds, 2012: 22). Bununla birlikte, finansal raporların ve alınan önemli kararların gerekçelerinin ardındaki tartışma tutanaklarının yayınlanması ve politikalara ilişkin beklentiler ile olumsuz gelişmelere karşı kullanılacak reaksiyon fonksiyonunun kamuoyuna açıklanması makro ihtiyati otoritelerin tahmin edilebilirliğini ve bağımsızlığını arttırmaktadır (Caruana ve Cohen, 2014: 21).

**iv. Etkin koordinasyonu sağlama:** Makro ihtiyati politikaların finansal istikrar amacı güden diğer politikalarla etkileşimi, bu politika alanları arasında tutarlılığı sağlayacak mekanizmaları gerektirmektedir. Politikalar arasında yaşanabilecek çatışma durumlarında politika bekleyişlerine ve analizlere ilişkin bilgi alışverişi ve “uy veya açıkla” (comply or explain) süreçleri, değiş-tokuşları çözümleyerek tutarlı politika bileşiminin sağlanmasına yardımcı olabilmektedir (Houben, van der Molen ve Wierds, 2012: 21). Etkin koordinasyon sağlanırken her bir politikanın birincil amacına ilişkin kredibilitesine zarar verici uygulamalardan kaçınılmalıdır (Brockmeijer, 2014: 171).

### **3.2. Alternatif Kurumsal Modeller**

Makro ihtiyati politikaların etkin bir şekilde uygulanabildiği ve tüm ülkeler tarafından kullanılacak kurumsal bir kalıbın varlığından söz etmek mümkün değildir. Finansal sistemin karmaşıklığı, döviz kuru rejimi, merkez bankasının karakteristikleri, siyasi faktörler ve yasal çerçeve gibi ülkelere özgü faktörler kurumsal çerçeveye ilişkin sorunlara yönelik çözüm önerilerini farklılaştırmış ve çok sayıda kurumsal model alternatifinin ortaya atılmasına neden olmuştur (Egawa, Otani ve Sakiyama, 2015). Bununla birlikte merkez bankasının kurumsal çerçevede öncü rol oynaması gerektiğine yönelik sağlanan uzlaşma, model alternatiflerinin merkez bankasına atfedilen roller ekseninde sınıflandırılmasına yol açmıştır.

Uygulamada öne çıkan modelleri; makro ihtiyati yetkinin tamamının merkez bankasına verildiği tam entegrasyon (full integration) modeli, merkez bankasının dışında bir komitenin oluşturulduğu ayrık (separation) model ve merkez bankası bünyesinde bir komitenin oluşturulduğu kısmi entegrasyon (partial integration) modeli şeklinde sınıflandırmak mümkündür. Tablo 15’de, modelleri sınıflandırmaya yardımcı bazı ayırt edici özellikler yer almaktadır.

**Tablo 15. Alternatif Kurumsal Modeller**

	<b>Model 1 (Tam Entegrasyon)</b>	<b>Model 2 (Ayrık)</b>	<b>Model 3 (Kısmi Entegrasyon)</b>
<b>1.Makro İhtiyati Politika Yetkisinin Sahipliği</b>	Merkez Bankası	Bağımsız Komite	Merkez Bankası ile Bağlantılı Komite
<b>2.Merkez Bankası ve Finansal Düzenleyici Fonksiyonların Kurumsal Entegrasyonunun Derecesi</b>	Tam	Kısmi	Kısmi
<b>3.Hükümetin/Hazinenin/Maliye Bakanlığının Rolü</b>	Yok (veya pasif)	Aktif	Pasif
<b>4.Araçlar Üzerindeki Kontrol ve Politika Kararlarına İlişkin Kurumsal Ayrım</b>	Yok (veya bazı alanlarda)	Var	Bazı alanlarda
<b>5.Politikalar Arasındaki Koordinasyonu Sağlayacak Ayrı Bir Mekanizma</b>	Yok	Var. Diğer politika otoriteleri komitelerde temsil edilmektedir.	Var. Diğer politika otoriteleri komitelerde temsil edilmektedir.
<b>Spesifik Ülke Modeli Örnekleri</b>	Yeni Zelanda, Çek Cumhuriyeti, İrlanda, Sırbistan	Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa, Almanya, Kore, Meksika, Şili	İngiltere, Romanya, Tayland, Malezya

*Kaynak: (Nier vd., 2011: 8)*

Makro ihtiyati politika yetkisinin sahipliği, sistemik riskin sınırlanmasından hangi kurumun sorumlu tutulacağını göstermektedir. Merkez bankası ile finansal düzenleyici fonksiyonların kurumsal entegrasyonunun derecesi, koordinasyonun tek çatı altında mı yoksa kurumlar arasında mı gerçekleştirileceğini ifade etmektedir. Hükümete bağlı kuruluşların makro ihtiyati politika sürecinde aktif veya pasif rol alması, politika kararları ile araçların kontrolü arasında kurumsal bir ayrımın olup olmaması ve politikalar arasında koordinasyonu sağlayacak ayrı bir komitenin varlığı kurumsal modelleri şekillendiren diğer unsurlardır (Nier vd., 2011: 6-7).

### 3.2.1. Tam entegrasyon modeli

Tam entegrasyon modeli, makro ihtiyati yetki ve sorumluluğun tamamının merkez bankasına verildiği bir kurumsal model alternatifidir. Sistemik riskin analizi, politikalara ilişkin karar verme, kamuoyu ile iletişim ve uygulama süreçlerinde tek yetkili kurum olan merkez bankası, hem para politikası hem de makro ihtiyati politikanın yürütücüsü konumundadır.

Kurumsal çerçevenin temel politika fonksiyonlarını merkez bankasına vermesinin müdahale kabiliyeti açısından önemli faydaları bulunmaktadır. Merkez bankalarının döngüsel gelişmeleri değerlendirmedeki uzmanlıkları ve ilgili verilere ulaşabilmeleri sistemik risk analizinde avantajlar sağlamaktadır. Birçok merkez bankası, makro ihtiyati araçların erişimine ve -ihtiyati düzenleyici rollerinden ötürü- sistem açısından önem arz eden kurumlar hakkında bilgiye sahiptir. Açık piyasa işlemleri ve ödemeler sistemi ile piyasa işlemlerindeki gözetim rolleri sayesinde finansal piyasaların işleyişi hakkında deneyimleri bulunmaktadır. Riskleri piyasalara ve kamuoyuna açıklama konusunda yeterli tecrübeye sahiptirler. Son borç verme mercii rolleri vasıtasıyla finansal sorun yaşanan dönemlerde ihtiyaç duyulan likidite desteğinin tedarikçisidirler (Caruana ve Cohen, 2014: 20).

Merkez bankasının politika hedeflerini yerine getirmeden sorumlu tek kurum olması, sistemik risklere karşı harekete geçme açısından teşvikler oluşturmaktadır. Olası bir başarısızlık durumunda, fiyat istikrarı hedefinin olumsuz etkilenmesi veya son borç verme mercii rolüne ihtiyacın artması gibi ciddi maliyetler, merkez bankasının müdahale etme istekliliğini arttırmaktadır (Brockmeijer, 2014: 168) Bunun yanı sıra merkez bankasının bağımsız yapısı, lobi faaliyetleri veya siyasi baskılardan kaynaklanan politika gecikmesi riskini azaltmaktadır. Sistemik riski kısıtlayıcı önlemler, beraberinde getirdiği ilave maliyetlerden ötürü ekonomideki birçok kesim tarafından arzu edilmeyebilir. Bağımsız bir merkez bankası, uzun vadeli finansal istikrar hedefini kısa vadeli siyasi çıkarların önünde tutarak politikaların uygulanmaması için gösterilen dirence karşı koyabilmektedir (Georgsson, Vredin ve Sommar, 2015: 27).

Farklı politikalara ilişkin kararların tek bir kurum tarafından alınması, politikalar arasındaki koordinasyonun maliyetlerini azaltmakta ve olası değiş-tokuş durumlarının içselleştirilmesi gerektiğinde karar vericinin etkinliğini arttırmaktadır. Bu da finansal piyasalarda ve reel ekonomideki gelişmelere karşı daha hızlı reaksiyon gösterilmesine

yardımcı olmaktadır (BIS, 2011: 64). Para politikası, likidite yönetimi ve makro ihtiyati düzenleme ve denetimler arasındaki tamamlayıcılık ilişkilerinden yaratılacak sinerji, politikalardan maksimum faydanın elde edilmesine olanak sağlamaktadır (Papademos, 2011: 27).

Birçok makro ihtiyati araç karar vericinin kontrolünde olduğundan, yetki ve güçlerin kapsamı arasındaki uyumsuzluk ihtimalleri azalmaktadır. Merkez bankası yönetimi altında tüm çalışanlar aynı fikirde olacağından risklere ilişkin uyarılar ve mesajlar birbiriyle uyumlu olmaktadır. Karar verici ve uygulayıcı otorite aynı olduğundan diğer kurumların operasyonel otonomisi ile uzlaşmaya gerek kalmamaktadır (Brockmeijer, 2014: 171). Merkez bankasının tüm kuralların ve prosedürlerin yürütücüsü olması, finansal sistemin dinamizminin faaliyetler arasındaki ayrımı bulanıklaştırmasının doğurduğu kapsamlı düzenleme ihtiyacını karşılamaya olanak sağlamakta ve düzenleme arbitrajı riskini sınırlamaktadır (Anand, Trebilock ve Rosenstock, 2017: 19).

**Tablo 16. Tam Entegrasyon Modelinin Güçlü ve Zayıf Yanları**

Kurumsal Çerçeve Aranan Temel İlkeler		
<b>Müdahale kabiliyeti</b>	İlgili bilgiye ve veriye ulaşabilme	+
	Mevcut kaynakları ve uzmanlıkları kullanabilme	+
	Bir kurumun hakim düşüncesine karşı gelme	-
<b>Müdahale Etme İstekliliği</b>	Harekete geçmedeki istek ve teşvikler	+
	Gücün yoğunlaşması	-
<b>Güçlü Hesap Verebilirlik</b>	Güçlü yetki ve hesap verebilirlik	+
<b>Etkin Koordinasyon</b>	Para politikası ve mikro ihtiyati politika ile etkileşim	+
	Maliye Politikası ve yapısal politikaların rolü	-
	Ayrı politika fonksiyonlarının otonomisini koruma	0
+ Güçlü		- Zayıf
		0 Belirsiz

*Kaynak: (Brockmeijer, 2014: 177).*

Tam entegrasyon modelinin zayıf yanlarından biri sistemik riskin tanımlanmasındaki yetersizliklerdir. Merkez bankası çatısı altında hakim bir görüşün (dominant view) olması, sistemik risklerin tanımlanmasında bazı risklerin ihmal

edilmesine neden olabilmektedir (Nier vd., 2011: 10). Merkez bankası, sistemik risk analizinde somut makroekonomik ve finansal verileri tercih ederken banka ve piyasa düzenleyicilerinin sahip olduğu soyut verileri ve sübjektif değerlendirmeleri dikkate almayabilir. Öte yandan değerlendirmeler göz önünde bulundurulsa dahi finansal piyasaların istikrarlı seyrettiği dönemlerde mikro ihtiyati düzenleyicilerin potansiyel sistemik risklere karşı ilgisizliği, riskin olduğundan daha az tahmin edilmesine yol açabilmektedir (G30, 2010: 57).

Makro ihtiyati politika gücünün tamamının merkez bankasına verilmesi, uygulama açısından olumlu bir durum olarak gözükmese de süreç içerisinde bazı aksaklıklara yol açabilmektedir. Para politikasının da yürütücüsü olan merkez bankasının birçok gücü elinde bulundurması makro ihtiyati politikaların agresif kullanımına neden olabilmektedir (Brockmeijer, 2014: 168). Bunun yanı sıra makro ihtiyati amaçlara para politikası araçları ile ulaşma çabası her iki politika alanını da olumsuz etkileyebilmektedir (G30, 2010: 57) Diğer taraftan para politikası ve makro ihtiyati politika arasında yaşanabilecek değiş-tokuş kararlarında yapılacak hatalar politika gecikmelerinin yaşanmasına da yol açabilmektedir<sup>47</sup> (Agur ve Sharma, 2013: 20).

Para politikası ve makro ihtiyati politikanın tek bir kurum tarafından yürütülmesi, piyasalarda karmaşaya yol açarak politika hedeflerine ilişkin algılanan taahhütleri zayıflatmakta ve kredibiliteye zarar verebilmektedir (Agenor ve Pereira da Silva, 2012: 211). Hesap verebilirlik mekanizmaları arasında net bir ayrımın olmadığı durumlarda, politikalardan birinde yaşanacak başarısızlık diğerinin kredibilitesini olumsuz etkileyebilmektedir. Bununla birlikte politika tercihleri arasındaki değiş-tokuş durumlarının kurumun bünyesindeki içsel sürecin bir parçası haline gelmesi, denge-fren (check and balance) mekanizmalarını işlevsizleştirilmekte ve politikaların şeffaflığını zedeleyerek kamuoyu ile iletişimde sorunlar doğurabilmektedir (Brockmeijer, 2014: 170).

### **3.2.2. Ayrık model**

Ayrık model, makro ihtiyati politika yetkisinin merkez bankası dışında oluşturulan komitede olduğu bir alternatiftir. Diğer politika otoritelerinin de temsil

---

<sup>47</sup> A. Greenspan'ın aktif balonlarına proaktif tepkiler verilmesinden ziyade reaktif bir tutum izlenmesi gerektiği yönündeki görüşünü buna örnek olarak göstermek mümkündür (Agur ve Sharma, 2013: 20).

edildiği komitenin koordinasyonu hükümete bağlı bir kurumun başkanlığı vasıtasıyla sağlanmaktadır. Komitede, finansal istikrara ilişkin kolektif bir sorumluluk söz konusudur. Çok sayıda kurumun yer aldığı daha dengeli bir komite yapısı, bir kurumun hakim düşüncesinden kaynaklanabilecek riskleri azaltmaktadır. Farklı altyapıya ve deneyime sahip otoriteler arasındaki fikir alışverişleri politika tasarımına katkı sağlamaktadır (Agur ve Sharma, 2013: 21). Bununla birlikte makro ihtiyati gücün tek bir elde toplanmaması, uygulamadaki etkinliği de arttırmaktadır (Brockmeijer, 2014: 168). Karar verme sürecindeki tartışmalara ve müzakerelere katılan banka ve piyasa düzenleyicileri, -komitede karşı oy kullansalar dahi- alınan kararın uygulanmaması için fazla bir direnç göstermeyeceklerdir (Agur ve Sharma, 2013: 21).

Makro ihtiyati politika yetkisinin merkez bankasından komiteye geçmesi, amaç boyutunda yaşanabilecek çatışma riskini azaltmaktadır. Merkez bankası asli görevi olan para politikasına daha fazla odaklanabileceğinden fiyat istikrarı hedefine daha rahat ulaşabilecektir. Bunun yanı sıra sorumluluk komitede olduğundan, merkez bankasının kredibilitesi olası bir politika başarısızlığından etkilenmeyecektir.

Hükümete bağlı kurumların makro ihtiyati politikalara ilişkin kararlardaki güçlü rolleri, komitenin politika müdahalelerine siyasi destek bulmasına yardımcı olabilmektedir (Nier vd., 2011: 14). Bununla birlikte komitede yer alan kurumların rollerine ve sorumluluklarına ilişkin belirsizliklerin olduğu durumlarda, hükümete bağlı kurumlar arabulucu görevini üstlenerek kurumlar arasındaki koordinasyona ve işbirliğine katkı sağlayabilmektedir (Krishnamurti ve Lee, 2014:14).

**Tablo 17. Ayrık Modelin Güçlü ve Zayıf Yanları**

	<b>Kurumsal Çerçeve Aranan Temel İlkeler</b>		
<b>Müdahale Kabiliyeti</b>	İlgili bilgiye ve veriye ulaşabilme	0	
	Mevcut kaynakları ve uzmanlıkları kullanabilme	0	
	Bir kurumun hakim düşüncesine karşı gelme	+	
<b>Müdahale Etme İstekliliği</b>	Harekete geçmedeki istek ve teşvikler	-	
	Gücün yoğunlaşması	+	
<b>Güçlü Hesap Verebilirlik</b>	Güçlü yetki ve hesap verebilirlik	-	
<b>Etkin Koordinasyon</b>	Para politikası ve mikro ihtiyati politika ile etkileşim	0	
	Maliye politikası ve yapısal politikaların rolü	+	
	Ayrı politika fonksiyonlarının otonomisini koruma	0	
	+ Güçlü	- Zayıf	0 Belirsiz

*Kaynak: (Brockmeijer, 2014: 177).*

Makro ihtiyati politika fonksiyonlarının güç dengesinin gözetildiği bir komiteye verilmesi müdahale kabiliyeti açısından sorunlar yaratmaktadır. Sistemik riskin analizinde çok sayıda kurumun yer almasının getirdiği çok sesliliğe karşın kurumlar arası çekişmeler ve yasal engeller bilgi paylaşımını güçleştirmektedir. Bu da hiçbir kurumun gerekli bilgi ve verinin tamamına sahip olamamasına ve kapsamlı bir analizin yapılamamasına neden olmaktadır. Bilgi ve verinin yanı sıra makro ihtiyati araçlara erişim de dengeli komite yapıları için sorun teşkil eden bir diğer unsurdur. Merkez bankasının sistemik riskle mücadelede kurumsal teşviklere sahip olmasına karşın mikro ihtiyati otoritelerin sahipliğindeki ihtiyati araçları doğrudan kontrol edememesi müdahale kabiliyetini azaltmaktadır (Brockmeijer, 2014: 166-167).

Kolektif sorumluluğun söz konusu olduğu ayrık modelin en önemli zaaflarından biri politika gecikmesi riskidir. Komitede yer alan kurumlar, politika alanlarını ilgilendiren sistemik risklerle mücadelede kaynaklarını ve araçlarını kullanabilme yetkisine sahiptirler. Buna karşın başarısızlığın nihai sorumluluğunun tek bir kurumda olmaması, müdahale etme istekliliğini azaltmakta ve politikalara ilişkin hesap verebilirliği sağlamayı güçleştirmektedir (Nier, vd., 2011: 14).



Politika gecikmesine neden olan bir diğer faktör ise kurumlar arasında yaşanabilecek çıkar çatışmalarıdır. Hükümete bağlı kurumların güçlü role sahip olduğu komitede kısa vadeli siyasi kaygıların ön plana çıkması makro ihtiyati amaçlarla ters düşebilmektedir. Bu da merkez bankasının ve ihtiyati otoritelerin operasyonel otonomisine zarar vermekte politikaların zamanında uygulanamamasına yol açmaktadır (BIS, 2011: 58).

Çok sayıda karar vericinin olduğu bir komite yapısının, finansal sektörün lobi faaliyetlerine maruz kalma riski daha fazladır. Komitede yer alan kurumlardan bazılarının gerekli bütçeye ve siyasi bağımsızlığa sahip olmaması, finansal sektörün banka ve piyasa düzenleyicilerini “ele geçirmeye” (capture) çalışmalarına yol açabilmektedir. Bu da düzenleyicilerin verecekleri kararlarda finansal istikrardan ziyade sektörün menfaatlerini gözetme riskini arttırmaktadır (Agur ve Sharma, 2013: 20-21)

### **3.2.3. Kısmi entegrasyon modeli**

Kısmi entegrasyon modeli, makro ihtiyati politika yetkisinin merkez bankası bünyesinde oluşturulan komitede olduğu bir alternatiftir. Diğer politika otoritelerinin katılımına olanak sağlayan komitenin idaresi merkez bankasının yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmektedir. Komite merkez bankasının bir organizasyonu olarak düşünülebileceğinden sistemik risklerle mücadelede nihai sorumluluk merkez bankasındadır.

Kısmi entegrasyon modeli, diğer iki modelin avantajlarının birçoğuna sahiptir. Komite üyelerinin bazılarının merkez bankası çatısı altındaki diğer komitelerde de görev alabilmesi, politikalar arasındaki etkileşimin anlaşılması ve iletişimin sağlanması açısından faydalar sağlamaktadır (Kohn, 2014). Komitede merkez bankasının güçlü role sahip olması, sistemik riskin tanımlanması için gerekli olan teknik donanım ihtiyacını karşılarken diğer kurumlar farklı görüş ve önerileri ile sistemik risk analizine katkı sağlamaktadırlar. Bu durum alınan kararlarda kolektif bir sahiplik yaratmanın yanı sıra güçlü kurumun düşüncesinin komiteye egemen olmasını engellemekte ve diğer kurumların potansiyel risklere karşı harekete geçmedeki istekliliğini arttırmaktadır (Brockmeijer, 2014: 167-169).

Kısmi entegrasyon modelinde makro ihtiyati politikaya ilişkin alınan kararlar merkez bankasının diğer politika amaçlarından açık bir şekilde ayrılmaktadır. Merkez

bankası bünyesinde para politikası ve finansal istikrardan sorumlu iki ayrı komitenin olması ve politika fonksiyonları arasındaki ayrımın çeşitli düzenlemelerle netleştirilmesi politika müdahalelerinin sorumluluğuna ilişkin karmaşayı ortadan kaldırmakta ve hesap verebilirliğe katkı sağlamaktadır. Karar merciinin merkez bankasının yönetim kurulu yerine komite olması ve komitede sadece finansal istikrar ile ilgili konuların yer alması, para politikasının kredibilitesinin zarar görme riskini azaltmanın yanı sıra bağımsızlığa katkı sağlamaktadır (Nier vd., 2011: 13).

Hükümete bağlı kurumların komiteye katılabilmesi, siyasi açıdan getirdiği faydaların yanı sıra makro ihtiyati politikaların uygulama sürecine de katkı sağlamaktadır. Komitede Hazine/Maliye Bakanlığının yer alması, sistemik risklerle mücadelede gerekli olan mevzuat değişiklikleri veya vergilerin kullanımı gibi konularda otoriteler arasındaki koordinasyonu ve işbirliğini arttırmaktadır. Bununla birlikte hükümete bağlı kurumların komitedeki sınırlı rolleri, diğer kurumların operasyonel otonomisine müdahale etmelerini güçleştirmektedir (Brockmeijer, 2014: 172).

**Tablo 18. Kısmi Entegrasyon Modelinin Güçlü ve Zayıf Yanları**

Kurumsal Çerçevde Aranılan Temel İlkeler		
<b>Müdahale Kabiliyeti</b>	İlgili bilgiye ve veriye ulaşabilme	+
	Mevcut kaynakları ve uzmanlıkları kullanabilme	+
	Bir kurumun hakim düşüncesine karşı gelme	+
<b>Müdahale Etme İstekliliği</b>	Harekete geçmedeki istek ve teşvikler	+
	Gücün yoğunlaşması	0
<b>Güçlü Hesap Verebilirlik</b>	Güçlü yetki ve hesap verebilirlik	+
<b>Etkin Koordinasyon</b>	Para politikası ve mikro ihtiyati politika ile etkileşim	+
	Maliye Politikası ve yapısal politikaların rolü	0
	Ayrı politika fonksiyonlarının otonomisini koruma	+
+ Güçlü      – Zayıf      0 Belirsiz		

*Kaynak: (Brockmeijer, 2014: 177).*

Kısmi entegrasyon modelinin zayıf yanlarından biri sistemik risklere karşı harekete geçmede komitedeki tüm kurumların aynı istek ve arzuya sahip olmamalarıdır.

Merkez bankasının bir parçası olan komitede, müdahale kararı merkez bankasının sahip olduğu teşviklere göre belirlenmektedir. Merkez bankasının hakimiyetindeki komitenin karar mercii olması, gücün yoğunlaşmasına neden olabilmekte ve diğer kurumların politika sürecine aktif katılımlarını engelleyebilmektedir (Nier vd., 2011: 13).

Merkez bankasının para politikası ve makro ihtiyati politika için ayrı komiteler oluşturması, kredibilite riskini sınırlasa da tam olarak ortadan kaldıramamaktadır. Komitenin finansal istikrarı sağlamada başarısız olması, kamuoyu ve piyasalar tarafından merkez bankası başarısızlığı olarak kabul edilecektir (Brockmeijer, 2014: 171). Bununla birlikte makro ihtiyati politikanın ayrı komitede yürütülmesi para politikası ile olan koordinasyonunu güçleştirebilmektedir. Farklı amaçlara sahip olan politikaların ters yönde hareket etmeleri gerektiğinde merkez bankasının koordinasyonu tek başına sağlaması, çok sayıda kurumun olduğu komiteye göre daha kolaydır (Tucker, 2011: 13).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK PARA POLİTİKASI ve MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA UYGULAMALARI

#### 1. ORTODOKS ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE FİNANSAL İSTİKRAR: MALİ BASKINLIKTAN DIŞSAL BASKINLIĞA

Türkiye ekonomisi için 1990'lı yıllar, kamu açıklarının diğer tüm makroekonomik değişkenlerin yönünü belirlediği bir dönemi içermektedir. Yüksek bütçe açıkları, bankacılık sektörünün temel aracılık fonksiyonlarından uzaklaşarak kamu kesiminin finansman aracına dönüşmesine neden olmuştur.<sup>48</sup> Döviz cinsinden borçlanarak elde ettikleri kaynaklarla devlet iç borçlanma senetlerini (DİBS) fonlayan bankaların likidite, faiz ve kur riskleri artmıştır. Bütçe finansmanının kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlı hale geldiği bir ortamda reel faiz hadlerinin yükseltme gerekliliği, Türk Lirasının (TL) aşırı değer kazanmasına ve cari işlemler dengesinin bozulmasına yol açmıştır. Öte yandan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ise monetizasyon yoluyla veya faiz oranlarını değiştirerek Hazine'nin borçlanma maliyetlerini düşürmeye çalışmıştır (Gürkaynak vd., 2015: 11)

**Tablo 19. Temel Ekonomik Göstergeler: 1995-2001 (GSMH'ye Oranı)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>GSMH Büyüme Hızı (%)</i>	8.0	7.1	8.3	3.9	-6.1	6.3	-8.5
<i>KKBG<sup>a</sup></i>	5.0	8.6	7.7	9.4	15.6	12.5	15.9
<i>Kamu Bankaları Görev Zararları</i>	2.2	4.2	5.2	7.5	13.3	12.0	0.0
<i>Konsolide Bütçe Dengesi</i>	-3.0	-6.2	-5.8	-5.5	-8.9	-8.2	-12.4
<i>Konsolide Bütçe Faiz Ödemeleri</i>	7.3	10.0	7.7	11.5	13.7	16.3	22.9
<i>Faiz Dışı Fazla</i>	2.1	1.3	0.0	2.1	-1.9	3.8	6.7
<i>Enflasyon (% - TÜFE-)</i>	76.0	79.8	99.1	69.7	68.8	39.0	68.5
<i>Yıllık İç Borç. Reel Faiz Oranı (%)</i>	26.1	30.8	14.1	31.1	24.1	-0.1	16.4
<i>Cari İşlemler Dengesi</i>	-1.4	-1.3	-1.4	1.0	0.7	-4.9	2.4
<i>Net Sermaye Girişleri</i>	2.7	3.0	3.7	-0.4	2.5	4.7	-9.8
<i>Reel Efektif Döviz Kuru<sup>b</sup></i>	103.1	101.7	115.9	120.9	127.3	147.6	116.3

*a.* Kamu kesimi borçlanma gereği. *b.* TÜFE bazlı 1995=100

*Kaynak: TCMB ve Kalkınma Bakanlığı*

<sup>48</sup> Finansal aracılığın en önemli göstergelerinden olan krediler ve alacakların, bankacılık sektörünün toplam aktiflerine oranı 1995 yılında %42.5 iken 2001 yılında %24.6'ya gerilemiştir (TBB, 2012).

Tablo 19'dan da görüleceği üzere, 1990'ların ikinci yarısından itibaren -kamu kesimi başta olmak üzere- temel makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar ve bankacılık sektörünün kırılgan yapısı, 2000'li yılların başında IMF destekli bir istikrar programının uygulamaya konmasını beraberinde getirmiştir. Nominal döviz kurunun çapa olarak tercih edildiği istikrar programında, enflasyondaki ataleti kırabilmek için kur artışları sınırlandırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca parasal genişlemenin sınırlandırılması doğrultusunda TCMB'nin net iç varlıkları (NİV) bir üst sınır dahilinde kontrol altında tutulmuştur. Parasal genişleme ve ekonominin likidite ihtiyacı tamamıyla net dış varlıklardaki artışa (NDV) endekslenmiştir.

Programın uygulanmaya başlanmasını izleyen dönemde makroekonomik göstergelerin olumlu seyrettiği gözlemlenmiştir. Tablo 19'dan da görüleceği üzere 2000 yılında KKBG, faiz dışı fazla ve reel faizlerdeki olumsuz trend, yılın ilk yarısındaki gelişmeler sayesinde tersine döndürülmüştür. Buna karşın yılın ikinci yarısında genel ekonomik görünümde bozulmalar yaşanmıştır. Ekonomideki en zayıf halka olan bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik herhangi bir adım atılmaması ve diğer yapısal reformların da gecikmesinin yanı sıra Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'nun (TMSF) iki bankanın kontrolünü devralması ve ardından gerçekleşen yolsuzluk operasyonları, programın sürdürülebilirliğine yönelik şüpheleri arttırmıştır. Nihayetinde Kasım 2000'de döviz aktiflerine yönelik spekülasyon saldırıyı savuşturabilen TCMB, Şubat 2001'deki ikinci saldırıya karşı koyamamış ve sabit kur rejimine dayalı istikrar programını sonlandırarak TL'yi dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır (Özatay ve Sak, 2003: 22-28).

Türkiye ekonomisini krize götüren süreçte, enflasyonla mücadele uygulamalarında fiyat istikrarı yerine mevcut makroekonomik dengeleri korumaya ve kriz dinamiklerinin oluşumunu engellemek için finansal istikrar ve kur istikrarı gibi diğer amaçlara öncelik verildiği gözlemlenmektedir. TCMB'nin, amacına ulaşmada istediği aracı seçen bir kurum olmak yerine konjonktürün gereklerine göre hareket eden ve mali otoritenin davranışlarına bağımlı bir kurum haline geldiğini ifade etmek mümkündür (Özdemir, 2007:361).

Fiyat istikrarı amacının diğer amaçlar uğruna feda edildiği bu yapıyı ortadan kaldırmak amacıyla 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı Kanun ile TCMB'nin kurumsal

çerçevesi güçlendirilmiştir. TCMB'ye araç bağımsızlığını sağlayan Kanunun 4. maddesine göre,

*“Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.”*

Kanunla birlikte gerçekleştirilen bir diğer önemli değişiklik ise TCMB'nin Hazine'ye doğrudan kredi açmasının yasaklanması olmuştur. Kanunun 56. maddesine göre,

*“Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz.”*

TCMB Kanununda yapılan köklü değişikliklerin hemen ardından Mayıs 2001'de Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) yürürlüğe girmiştir. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasını, mali disiplinin sağlanmasını ve bir dizi yapısal reformu içeren programda, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi tercih edilmiştir. Bu doğrultuda 8 Ağustos 2001 tarihinde TCMB tarafından yapılan basın açıklaması ile 2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği ilan edilmiştir.<sup>49</sup>

### **1.1.Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi**

Fiyat istikrarının para politikasının nihai amacı olduğu ve kur istikrarı, finansal istikrar gibi diğer amaçlara göre önceliğinin bulunduğu ortodoks enflasyon hedeflemesi, 2002 yılı başında uygulanmaya başlanmıştır. TCMB, “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler” adlı basın duyurusunda para politikasının gelecek dönem enflasyonuna odaklanacağını, diğer bir ifadeyle örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanacağını ve koşullar oluştuğunda açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini ilan etmiştir (TCMB, 2002: 9-10).

TCMB'nin açık enflasyon hedeflemesine doğrudan geçmek yerine örtük enflasyon hedeflemesine geçmesinin dört temel nedeni bulunmaktadır. İlki, yeniden

<sup>49</sup> Akkaya ve Gürkaynak (2012: 94-95), TCMB'nin kriz sonrası dönemde dalgalı kur rejimine ve para politikası stratejisi olarak da enflasyon hedeflemesine geçmesini, sadece doğru bir tercih değil olarak değil yapılacak bir şey kalmadığından dolayı bir zorunluluk olarak değerlendirmektedir

yapılandırılması devam eden bankacılık sisteminin, para politikasının sinyallerine uygun ve güvenli reaksiyonları verebilecek düzeye gelmiş olmamasıdır. İkincisi, iktisadi birimlerin karar süreçlerinde, geriye dönük fiyatlama alışkanlıklarının sürmesinin yol açabileceği bekleşimleri şekillendirememesi ve enflasyonist atalet riskidir. Üçüncüsü, döviz kurundaki değişikliklerin enflasyon üzerindeki yüksek geçiş (pass-through)<sup>50</sup> etkisidir. Dördüncüsü ve en önemlisi, kamunun borç stokundaki artışın neden olduğu mali baskınlıktır<sup>51</sup> (Ersel ve Özatay, 2008: 39-42; Özatay, 2009: 50).

Enflasyon hedeflemesi altında, nihai hedefine ulaşmada kullanacağı enstrümanları seçmekte bağımsız olan TCMB, enflasyonla mücadelede kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Politika faizi olarak belirlenen borç alma faizi ile ileriye dönük bekleşimlerin şekillendirilmesi hedeflenmiştir.<sup>52</sup> Para politikasının etkinliğinin koşulu olarak kısa vadeli faiz oranlarının dar bir bantta dalgalanmasını sağlamak için API gibi likidite yönetimi araçlarına başvurulmuştur. Bunun yanı sıra IMF ile yapılan stand-by anlaşması doğrultusunda enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amacıyla parasal toplamlar ek çapa olarak belirlenmiştir.<sup>53</sup> Performans kriteri olarak parasal taban ve net uluslararası rezervler (NUR), gösterge büyüklük olarak ise NİV tanımlanmıştır (TCMB, 2002: 12; 2005b: 1).

Takip edilen para politikası stratejisi doğrultusunda, 2002 yılından itibaren kademeli bir dezenflasyonla enflasyon hedefleri fiyat istikrarı ile uyumlu hale getirilmeye başlanmıştır (Özdemir, 2013: 148). Grafik 6'dan da görüleceği üzere 2002-2005 döneminde gerçekleşen yıllık TÜFE enflasyonu hedeflenen oranların altında kalmıştır. Nitekim bu dönemde TCMB'nin fırsatçı (opportunistic) bir dezenflasyon yaklaşımını<sup>54</sup>

<sup>50</sup> Kara vd.'nin (2007) 1994-2001 dönemi için Türkiye ekonomisinde döviz kurunun geçiş etkisini incelediği çalışmada, geçiş etkisinin fiyatlara yansımalarının hızlı -altı ayda tamamlandığı- ve yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

<sup>51</sup> Kamu borcunun yüksek ve kamu kağıtlarının reel getirisinin ekonomik büyüme oranını aştığı dönemlerde parasal tabanı daraltarak parasal sıkılaştırma yapmak enflasyonun daha da yükselmesine neden olabilmektedir. Bu koşullar altında, daraltıcı bir para politikası ilk başta senyorej gelirlerini düşürmekte ve ilave kamu kağıdı ihracına yol açmaktadır. Bütçe açığındaki artışın ve borç stokundaki yükselişin nihayetinde senyorej artmasına yol açtığı durum mali baskınlık olarak tanımlanmaktadır (Sargent ve Wallace, 1981). Mali baskınlığın para politikasının aktarım mekanizmaları üzerindeki etkisi için (bkz. Kara ve Orak, 2008: 25-26).

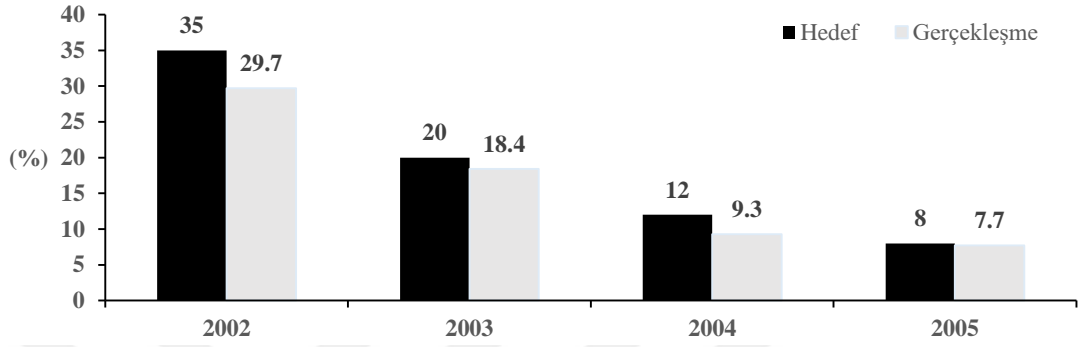
<sup>52</sup> 2001 Krizi sonrasında banka bilançolarının yeniden yapılandırılması amacıyla gerçekleştirilen nicel genişlemenin bankacılık sisteminde yarattığı likidite fazlası, TCMB'nin borç alma faizini referans faiz oranı olarak belirlemesine neden olmuştur (Kara, 2015a: 3).

<sup>53</sup> TCMB'nin söz konusu dönemde parasal toplamların kontrolü hususunda gönüllü olduğunu söylemek zordur. Bu durumun sebepleri için (bkz. Ersel ve Özatay, 2008: 39).

<sup>54</sup> A. Orphanides ve D. W. Wilcox tarafından ortaya atılan fırsatçı dezenflasyon yaklaşımı, merkez bankalarının enflasyonu düşürmek için müdahalede bulunmak yerine arz şokları ve beklenmedik

benimsediğini söylemek mümkündür. Üç haneli enflasyon rakamlarından tek haneli rakamlara doğru giden süreçte temel amaç dezenflasyon olduğundan hedeflerin altında gerçekleşen enflasyon oranları beklentileri olumsuz etkilememiş, aksine enflasyondaki düşüşün devam edeceğine yönelik beklentileri güçlendirmiştir (TCMB, 2005b: 5).

**Grafik 6. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları: 2002-2005**



Kaynak: TCMB

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonu kontrol altına almadaki başarıda mali disiplini sağlamanın büyük katkısı olmuştur. TCMB, 2002 yılının başında %50 olan yıl sonu enflasyon beklentisi karşısında -normal şartlarda tercih edilebilecek- faiz artışı yerine mali disipline odaklanmıştır.<sup>55</sup> Enflasyon hedeflerinin Hükümet ile ortaklaşa belirlenmesi, para politikası ve maliye politikasının eşgüdümüne olanak sağlamıştır. Tüm bu gelişmeler neticesinde, faiz dışı fazla hedefleri tutturulmuş, kamu net borç stoku zaman içerisinde makul düzeye gerilemiş ve borç yükünün sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler önemli ölçüde azalmıştır (Tablo 20) (Kara ve Orak, 2008: 45).

**Tablo 20. Kamu Kesimine İlişkin Göstergeler: 2002-2005 (GSYİH'ye Oranı)**

	2002	2003	2004	2005
<i>Konsolide Bütçe Dengesi</i>	-11.4	-8.8	-5.4	-1.3
<i>Konsolide Bütçe Faiz Ödemeleri</i>	14.8	12.9	10.1	7.0
<i>Faiz Dışı Fazla</i>	3.4	4.0	4.7	5.8
<i>KKBG</i>	10.0	7.3	3.6	-0.3
<i>Kamu Net Borç Stoku</i>	59.9	53.6	47.6	40.1

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı ve Hazine

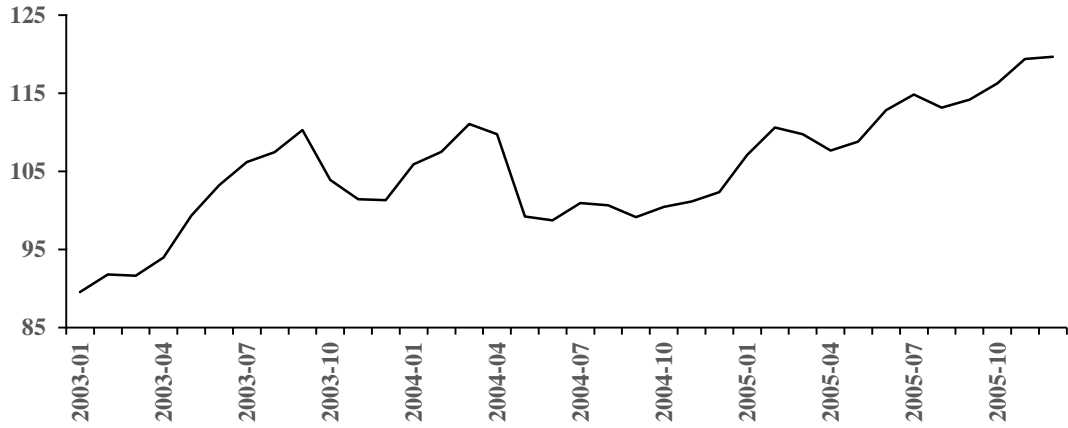
resesyonlar gibi dış koşullardaki unsurların gerçekleşmesini bekledikleri bir yaklaşımı ifade etmektedir (Orphanides ve Wilcox, 1996).

<sup>55</sup> Bu dönemde herhangi bir faiz artışı olmamış, aksine çok sayıda faiz indirimi gerçekleştirilmiştir. 2002-2005 döneminde TCMB'nin faizlerde 26 kez faiz indirmeye gittiği gözlenmiştir (Özdemir, 2013: 148).



Kademeli dezenflasyonun sağlanmasında önemli rol oynayan bir diğer faktör, - Türkiye ekonomisi için tarihsel açıdan sürekli sorun teşkil eden- döviz kurları olmuştur. Great Moderation döneminin etkisiyle, birçok gelişmekte olan ülke paralarında olduğu gibi TL’de de ciddi bir değerlenme trendi yaşanmıştır. Grafik 7’den de görüleceği üzere reel efektif döviz kurunda gerçekleşen artış, ithal malların yurtiçi fiyatlarını aşağı yönlü baskılayarak enflasyondaki düşüşlere yardımcı olmuştur.

**Grafik 7. Reel Efektif Döviz Kuru: 2003-2005**



Not: TÜFE Bazlı 2003=100  
Kaynak: TCMB

Döviz kurlarının enflasyon hedeflerine ulaşmada yaptığı katkı yerli paradaki değerlenme ile sınırlı kalmamıştır. Bu dönemde döviz kurunun yurtiçi fiyatlara geçiş etkisi de önemli ölçüde azalmıştır. Şubat 2001 Krizi sonrası benimsenen esnek-dalgalı kur rejiminin ardından, dövize endeksleme davranışının ortadan kalktığı ve fiyatlama davranışlarında TL’nin dikkate alınmaya başlandığı görülmüştür. Bunun yanı sıra gerçekleştirilen kurumsal reformlar ve enflasyondaki düşüşe paralel olarak TCMB’nin kredibilitésinin artması, bekleyişleri şekillendirmede enflasyon hedefini güçlü bir çapa haline getirmiştir (Kara ve Ögünç, 2008: 58-61)

Enflasyon hedeflerinde sağlanan başarının yanı sıra bankacılık sektörünün yapısında da kayda değer iyileşmelerin gerçekleştiğini ifade etmek mümkündür. GEGP çerçevesinde uygulamaya konan “Bankacılık Sektörünü Yeniden Yapılandırma

*Programı*”<sup>56</sup> ile bankacılık sektörünün aracılık fonksiyonunun geliştirilmesine, iç ve dış şoklara karşı dayanıklılığının artırılmasına ve rekabet düzeyinin yükseltilmesine yönelik önemli adımlar atılmıştır (BDDK, 2010: 38). Maliyeti yaklaşık 50 milyar doları bulan programın, bankacılık sektörünün dirençli ve güçlü bir yapıya kavuşmasında büyük katkısı olmuştur. Programın uygulanmasından sonra, bankaların sermaye yeterlilik oranları asgari düzeylerin çok üzerine çıkarılmış, risk yönetimlerinin güçlendirilmesine yönelik düzenlemeler yürürlüğe girmiş ve önemli karlılık oranlarına ulaşılmıştır. Tablo 21, bankacılık sektöründe sağlanan olumlu gelişmelerin daha iyi anlaşılabilmesi için sektöre ilişkin seçilmiş bilanço oranlarını bir araya getirmektedir

**Tablo 21. Bankacılık Sektörüne İlişkin Seçilmiş Bilanço Oranları: 2002-2005**

	2002	2003	2004	2005
<i>Sermaye Yeterliliği<sup>a</sup></i>	24.2	30.9	28.8	24.2
<i>Toplam Krediler/Toplam Aktifler</i>	26.5	28.0	33.7	38.6
<i>Toplam Krediler/Toplam Mevduatlar</i>	39.9	43.5	52.3	60.4
<i>Takipteki Krediler (net)/Toplam Krediler ve Alacaklar</i>	6.6	1.4	0.7	0.5
<i>Likit Aktifler/Toplam Aktifler</i>	34.3	38.8	37.4	39.9
<i>Likit Aktifler/Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	75.1	80.5	84.3	74.8
<i>Net Dönem Karı/Toplam Aktifler</i>	1.1	2.2	2.1	1.4

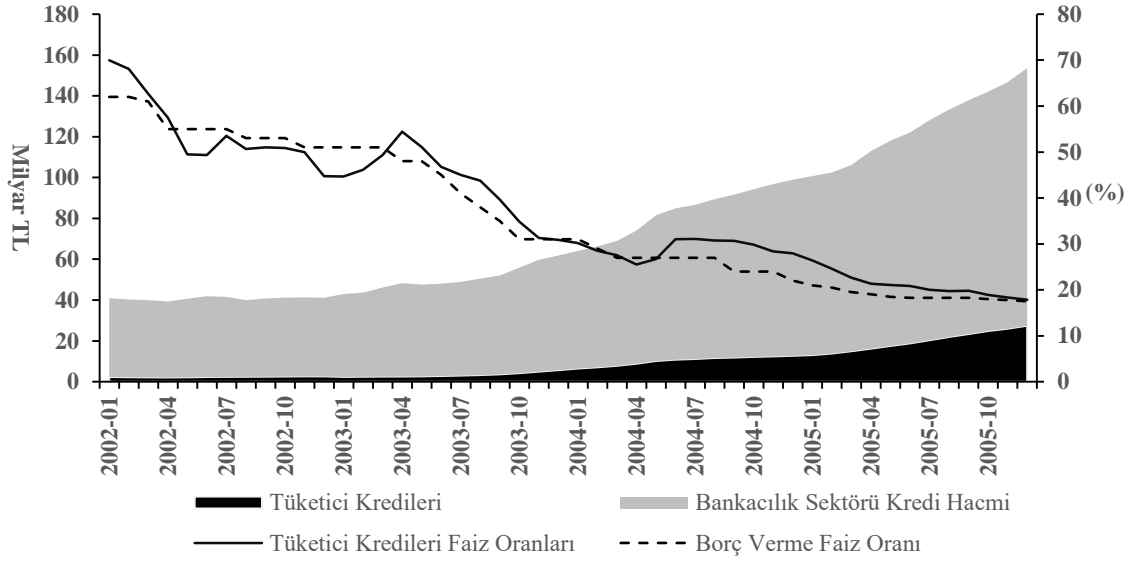
a. [Özkaynaklar / (Kredi + piyasa + operasyonel riske esas tutar)]

Kaynak: (TBB, 2012).

Muhtemel riskler karşısında bir güven göstergesi olan sermaye yeterlilik oranına bakıldığında, söz konusu oranın ilgili dönem için yasal sınır olan %8 ve hedeflenen oran olan %12’nin çok üzerinde olduğu görülmektedir. 1999 yılında %8.2’ye kadar düşen oran 2003 yılında %30.9’a kadar yükselmiştir. Oranın, dönem içerisinde azalmasının sebebi ise -kamu kağıtlarına göre daha yüksek risk ağırlığına sahip olan- kredilerin toplam aktifler içerisindeki payının artmasından kaynaklanmaktadır. 1990’lı yıllarda yüksek reel faizlerin cazibesine kapılıp kamu kesiminin finansman aracı olan bankaların, geleneksel aracılık rollerine geri dönmesi ile birlikte 2003 yılının ikinci yarısından itibaren kredi hacminde kayda değer bir artış gerçekleşmiştir (Grafik 8).

<sup>56</sup> Programın dört sac ayağı bulunmaktadır. Bunlar; a) Kamu bankalarının finansal ve operasyonel olarak yeniden yapılandırılması, b) TMSF’ye devredilen bankaların çözümlenmesi, c) Özel bankaların sermaye ve bilanço yapılarının güçlendirilmesi, d) Düzenleyici ve denetleyici çerçevenin iyileştirilmesi (BDDK, 2010: 38)

**Grafik 8. Kredi Piyasasındaki Gelişmeler: 2002-2005**



Not: Kredilere ilişkin veriler sol, faizlere ilişkin veriler sağ ekseninde gösterilmiştir.  
Kaynak: TCMB ve BDDK

Kredi hacmindeki genişlemenin sebeplerine ilişkin çok sayıda faktörü sıralamak mümkündür. Enflasyon oranlarında ve bekleyişlerdeki olumlu gelişmeler, borç verme faizlerinin ve buna bağlı olarak kredi faizlerinin düşmesine yardımcı olmuştur. Bununla birlikte kamu kesiminin borçlanma ihtiyacının azalması ve bankaların yurtdışı fonlara erişiminin kolaylaşması kredi arzını arttırmıştır. Düşen faiz oranları ve kredilerin vade yapısının uzaması neticesinde özel sektör, ertelenmiş harcamalarını gerçekleştirme yönünde harekete geçmiştir (Kenç, Turhan ve Yıldırım, 2011: 4-5).

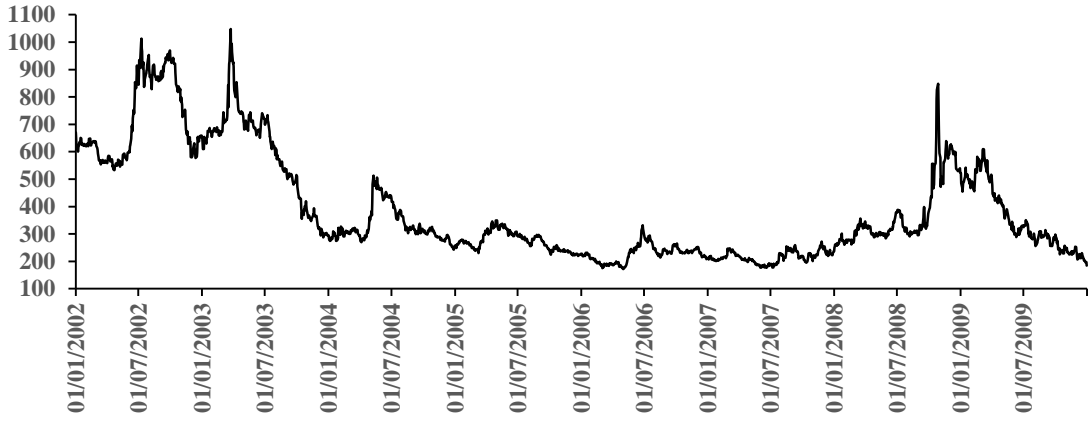
Kredi hacmindeki güçlü artışa karşın kredi riskinin düşmesi, kredi büyümesinin sağlıklı bir şekilde gerçekleştiğini işaret etmektedir. 2002 yılında %6.6 olan takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payı 2005 yılında %0.5'e gerilemiştir. Söz konusu orandaki bu hızlı düşüşte; ekonomik canlanma neticesinde borçluların ödeme güçlerinin artması, "İstanbul Yaklaşımı"<sup>57</sup> kapsamında kredilerin yeniden yapılandırılması ve bankaların risk yönetimine ilişkin düzenlemeler önemli rol oynamıştır (TCMB, 2005a: 83).

<sup>57</sup> 31.01.2002 tarihinde yayımlanan 4743 sayılı "Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" ile birlikte özel sektördeki şirketlerin faaliyetlerine devam edebilmelerini sağlamak amacıyla, bu şirketlerin finansal sektöre olan borçlarının yeniden yapılandırılmasını sağlayan düzenleme "İstanbul Yaklaşımı" adıyla anılmaktadır (TCMB, 2005a: 85).

## 1.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerinde elde edilen başarı neticesinde para politikasının kredibilitesi güçlenmiştir. Mali disiplin sağlanmış, yapısal reformlar ve mikro ihtiyati düzenleme ve denetimlerle bankacılık sektörü daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmuştur. Diğer taraftan Grafik 9'dan da görüleceği üzere, bu dönemde Türkiye'nin uluslararası piyasalardaki kredi riskinde hızlı bir düşüş yaşanmıştır (Özatatay, 2009: 56-57). Tüm bu gelişmelere bağlı olarak, açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşulların büyük ölçüde olgunlaşması ile 2006 yılının başında yeni rejim uygulanmaya başlamıştır.<sup>58</sup>

**Grafik 9. EMBI (Blended Spread) Türkiye: 2002-2009**



*Kaynak: J.P. Morgan*

Açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte para politikasının kurumsal ve operasyonel yapısında önemli değişiklikler yaşanmıştır. Para Politikası Kurulu, “tavsiye veren” konumundan “karar alıcı” konumuna geçmiş, hedef ufku üç yıl olarak belirlenmiş ve orta vadeli enflasyon tahminleri yılda dört kez yayımlanan enflasyon raporları ile kamuoyuna açıklanmıştır. TCMB, hedeflerin çok büyük ve uzun süreli sapması durumunda hesap vermekle yükümlü kılınmıştır.

Borç alma faizinin politika faizi olarak kullanılmasına devam edilirken performans kriteri olan para tabanı ve gösterge hedef olan NİV'in yerine enflasyon

<sup>58</sup> TCMB, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçeceğini Aralık 2004'teki “2005 yılında Para ve Kur Politikası” adlı basın duyurusu ile ilan etmiştir. Aralık 2005'teki “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 yılında Para ve Kur Politikası” adlı basın duyurusunda ise rejimin uygulama özellikleri ve teknik yapısı hakkında kamuoyunu bilgilendirmiştir.

tahminleri kullanılmaya başlanmıştır. Para politikasının yapısının sadeleştirilmesiyle, ekonomik birimler tarafından daha kolay anlaşılabilmesi ve beklendiğinin şekillendirilmesinde politika duruşunu daha iyi yansıtabilmesi hedeflenmiştir. “Nokta hedef” şeklinde belirlenen enflasyon hedefleri için alt ve üst sınır şeklinde belirsizlik aralıkları oluşturulmuştur. Bu uygulama ile dışsal şokların geçici etkilerinin kısa vadeli hedeflerde yaratabileceği sapmalar yerine orta vadeli hedeflerin esas alınacağına vurgu yapılmıştır. Diğer bir ifadeyle para politikasının şoklar karşısında daha esnek hale getirilmesi amaçlanmıştır (TCMB, 2005b: 4-16).

### **1.2.1. Küresel finansal kriz ve TCMB’nin politika tepkisi**

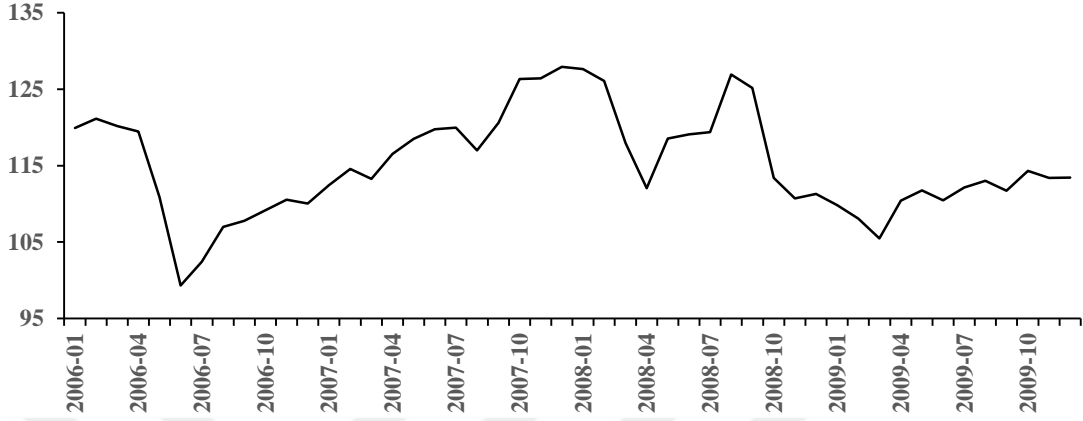
Türkiye ekonomisi, açık enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılından itibaren irili ufaklı bir dizi şokla karşı karşıya kalmıştır. Yeni rejimin uygulanmaya başlamasından iki ay sonra, görev süresi dolan dönemin TCMB Başkanı’nın yerine yapılacak yeni atamada yaşanan kriz TCMB’nin bir miktar kredibilite kaybı yaşamasına yol açmıştır (Özatay, 2009: 58-59). Daha bu sürecin yarattığı tahribat onarılmadan enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk ciddi şoku yaşanmıştır. Mayıs 2006’dan itibaren sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi neticesinde -Türkiye’nin de aralarında bulunduğu- birçok ülkeden önemli sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. TL, bir ay içerisinde %30 civarında değer kaybetmiştir. Döviz kurundaki bu sert düşüşün yanı sıra finansal oynaklığın neden olduğu belirsizlik ortamı ve gıda fiyatlarında kuraklığa bağlı oluşan sert artışlar enflasyonun hızla yükselmesine yol açmıştır.<sup>59</sup>

TCMB, döviz kurundaki değer kaybını ve enflasyon beklendiğindeki yukarı yönlü sapmanın fiyatlama davranışlarına kalıcı hasarlar vermesini sınırlandırmak amacıyla belirgin bir parasal sıkılaştırmaya gitmiş ve çeşitli politika önlemleri almıştır. Bu doğrultuda politika faizi, Mayıs 2006’daki %13.25 seviyesinden Temmuz 2006’da %17.50 seviyesine yükseltilmiştir (TCMB, 2008: 3). Bunun yanı sıra günlük döviz alım ihaleleri geçici olarak durdurulmuş, hatta doğrudan satış müdahaleleri yapılmıştır (TCMB, 2006: 9-10). Alınan tedbirler neticesinde Grafik 10’dan da görüleceği üzere yılın ikinci yarısında döviz kurundaki değer kaybı durdurulmuş ve TL istikrarlı bir değerlendirme trendine girmiştir. Öte yandan enflasyon yeniden kontrol altına alınmış olsa da yıl sonu

<sup>59</sup> Bu dönemde döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisini -geçmiş dönemlere göre nispeten azalsa da- enflasyondaki artışın sebepleri arasında saymak mümkündür (Kara ve Orak, 2008: 54).

hedefleri tutturulamamış ve %5 olarak hedeflenen enflasyon yıl sonunda %9.7 olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik 10. Reel Efektif Döviz Kuru: 2006-2009**



Not: TÜFE Bazlı 2003=100

Kaynak: TCMB

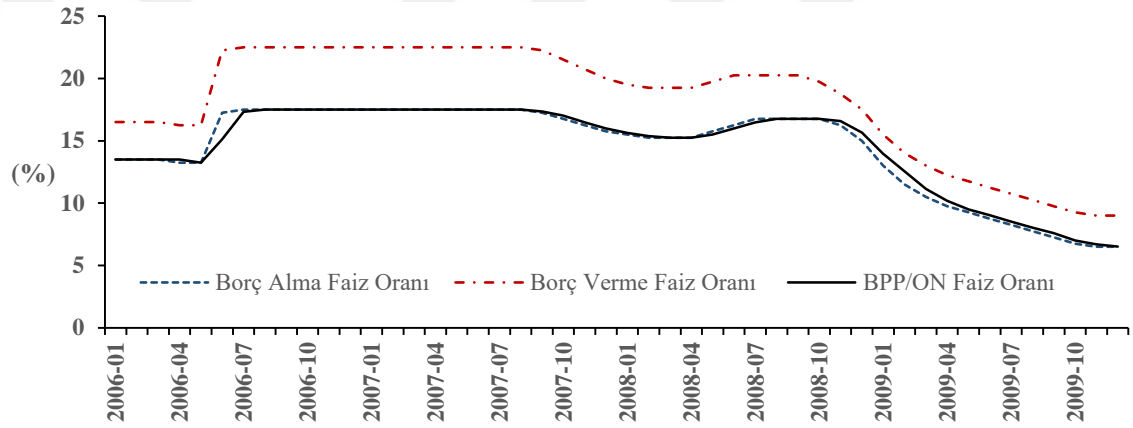
2007 yılı ve sonrasında küresel düzeyde hızla yükselen gıda ve enerji fiyatlarının yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları enflasyondaki düşüşü engelleyen başlıca unsurlar olmuştur. Enflasyonun uzun bir süre hedeflenen oranın üzerinde seyretmesi karşısında TCMB, enflasyon bekleyişlerinde orta vadenin esas alınmasını sağlamak amacıyla çeşitli iletişim stratejilerini devreye sokmuştur. Buna karşın beklenenden daha kalıcı olan arz şokları, genel fiyatlama davranışlarına yansımış ve temel enflasyon göstergelerinde yükseliş gerçekleşmiştir. Bununla birlikte 2007'nin ikinci yarısında küresel piyasalardaki dalgalanmalar ve 2008 yılı başında yaşanan siyasi belirsizliklere bağlı olarak TL'de ortaya çıkan ciddi değer kayıpları (Grafik 10), enflasyonun hedeflenen seviyelere indirilmesini oldukça güçleştirmiştir. Bu doğrultuda TCMB, enflasyon bekleyişlerini kontrol altına almak ve rejimin kredibilitesini arttırmak amacıyla Haziran 2008'de, enflasyon hedeflerini 2009-2011 dönemi için Hükümet ile birlikte yukarı yönlü revize etmiştir (TCMB, 2008: 4-5).

Türkiye ekonomisi, 2008 yılının son çeyreğinde açık enflasyon hedeflemesi rejiminin test edildiği en önemli şok ile karşı karşıya kalmıştır. ABD'deki konut piyasasında başlayan ve Lehman Brothers'ın batması ile birlikte giderek derinleşen küresel finansal krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri, 2008'in son çeyreğinde hem iç talep hem de dış talepte kendisini net bir şekilde hissettirmiştir (Yılmaz, 2009: 7).

GSYİH, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %6.2 oranında küçülürken, işsizlik %10.9'dan %14'e ulaşmıştır (TCMB, 2009a: 21).

Küresel ekonomide ve uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunların iç ve dış talep üzerindeki olumsuz etkilerinin süreceğine ilişkin öngörüler, TCMB'nin iktisadi faaliyette ve finansal istikrarda oluşabilecek tahribatı sınırlamaya yönelik tedbirler almasına neden olmuştur. Bu doğrultuda Kasım 2008'de parasal genişleme süreci başlatılmış ve proaktif bir strateji ile önden yüklemeli faiz indirimlerine gidilmiştir. Grafik 11'den de görüleceği üzere, Kasım 2008-Kasım 2009 arası dönemde politika faizleri 1025 baz puan düşürülmüştür.<sup>60</sup>

**Grafik 11. Politika Faiz Oranı ve BPP/ON Faiz Oranı: 2006-2009**



Not: BPP/ON Faiz Oranı = Bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı

Kaynak: TCMB

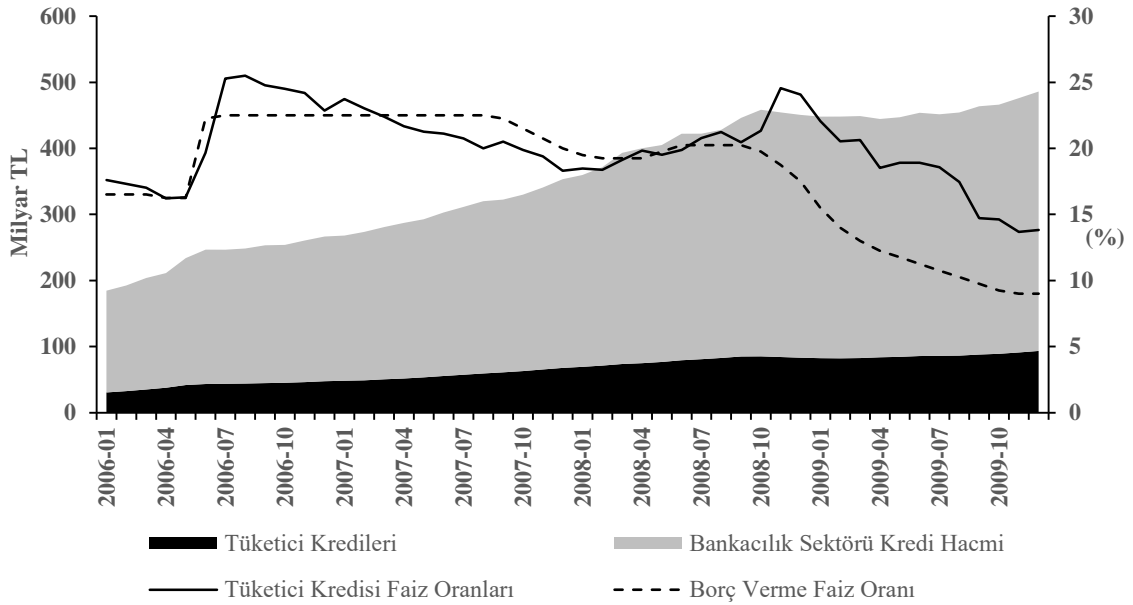
TCMB'nin iktisadi faaliyeti canlandırmaya ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik çabaları faiz indirimleri ile sınırlı kalmamıştır. Bu dönemde TL ve döviz likiditesini destekleyen, kredi piyasalarının sağlıklı işleyişini sağlayan ve reel sektörü gözeten kur ve likidite yönetimi politikaları uygulanmıştır (TCMB, 2009b: 2-3). Bankacılık sektörünün döviz likiditesini güçlendirmek amacıyla döviz satım ihaleleri gerçekleştirilmiş ve döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetleri yeniden başlatılmış ve yabancı para (YP) zorunlu karşılık oranları Aralık 2008'de %11'den %9'a indirilmiştir (TCMB, 2008: 12-13).

<sup>60</sup> TCMB, gelişmekte olan ülkeler içerisinde en erken faiz indirimlerine başlayan merkez bankaları arasında yer almanın yanı sıra en çok faiz indirimi gerçekleştiren merkez bankası olmuştur (TCMB, 2009b: 2-3).

Para piyasası faizlerindeki dalgalanmaları azaltmak ve güveni tesis etmek amacıyla 1 hafta vadeli repo ihaleleri vasıtasıyla piyasaya ihtiyacının üzerinde likidite fonlamaları yapılmıştır. Haziran 2009’da başlanan 3 ay vadeli repo ihaleleri aracılığıyla da 1 hafta vadeli repo ihalelerinin kredi mekanizması üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiler dengelenmeye çalışılmıştır. Öte yandan aracılık maliyetlerini düşürmek ve kredi piyasasının işlerliğini desteklemek için TL zorunlu karşılık oranı Ekim 2009’da %6’dan %5’e düşürülmüştür (TCMB, 2009b: 22-23). Uygulanan etkin likidite yönetimi sayesinde söz konusu dönemde BPP/ON faizi, politika faizinden önemli ölçüde sapma göstermemiştir (Grafik 11). Diğer bir ifadeyle borç alma faizi, referans faiz olma özelliğini korumuştur.

TCMB’nin yapmış olduğu faiz indirimlerinin ve aldığı diğer tedbirlerin, kredi piyasası üzerinde arzu edilen etkilerinin ortaya çıkması ise biraz zaman almıştır. Faiz indirimlerine 2008 yılının son çeyreğinde başlanmasına karşın söz konusu dönemde küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak ortaya çıkan endişeler tüketici kredisi faizlerinin yükselmesine ve kredi hacminin daralmasına yol açmıştır. Nihayetinde, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren kredi faizleri düşmeye ve kredi hacmi genişlemeye başlamıştır (Grafik 12).

**Grafik 12. Kredi Piyasasındaki Gelişmeler: 2006-2009**



Not: Kredilere ilişkin veriler sol, faizlere ilişkin veriler sağ ekseninde gösterilmiştir.

Kaynak: TCMB ve BDDK



Dönemin konjonktürünün sunduğu olanakların yanı sıra esnek enflasyon hedeflemesi ve esnek-dalgalı kur rejiminden oluşan politika çerçevesinin, krizin görece hızlı bir şekilde atlatılmasında ve reel ekonomik faaliyetlerde güçlü bir toparlanma eğilimine girilmesindeki payı büyüktür (Özdemir, 2013: 152). 2006-2007 arası dönemde küresel piyasalardaki likidite koşullarının olumlu seyri ve risk priminin azalması karşısında temkinli bir duruş sergileyen TCMB, politika faizlerinde gevşemeye gitmemiş hatta Mayıs 2006'daki finansal dalgalanmalar karşısında sert faiz artırımları yapmıştır. Bu politika duruşu, Türkiye ekonomisinin krize daha olumlu başlangıç koşullarında girmesine katkı sağlamanın yanı sıra krizin en şiddetli zamanlarında olumsuz dış finansman ve talep koşulları karşısında dengeleyici bir para politikası izleyebilmesi için politika otoritelerine gerekli hareket alanını vermiştir (Çınar vd., 2010: 8).

Bununla birlikte para politikasının başarısında bankacılık sektörünün katkılarını da göz ardı etmemek gerekmektedir. Bankacılık sektörünün güçlü yapısını kriz süresince muhafaza etmesi, kredi kanalının işlerliğinin sürdürülmesinde önemli rol oynamıştır. 2001 krizinin ardından uygulamaya konan yeniden yapılandırma programı kapsamında mikro ihtiyati düzenleme ve denetimlerin tavizsiz şekilde uygulanması, bankaların başarılı risk yönetimleri, faizlerdeki düşüş ve TL'ye duyulan güvendedeki artış neticesinde bilanço yapısı güçlenen bankacılık sektörü, -dünyadaki örneklerinin aksine- kriz döneminde herhangi bir desteğe ihtiyaç duymamıştır. Bunun yanı sıra banka bilançolarında karmaşık türev ürünlerin ve toksik varlıkların yer almaması ve YP pozisyonlarının çok düşük seviyelerde olması sektörün şoklar karşısındaki direncini arttırmıştır (Yılmaz, 2009: 9; Yay ve Yay, 2012: 77).

### **1.2.2. Kriz sonrası yeni politika arayışları**

Küresel finansal krizin hemen ardından gelişmiş ülkeler, krizin reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak ve finansal sistemlerini yeniden yapılandırmak amacıyla daha önce benzeri görülmemiş şekilde genişlemeci para ve maliye politikası uygulamalarına başlamışlardır. Bu doğrultuda, ortodoks politika tepkilerinin yanı sıra geleneksel olmayan (unconventional) politika tedbirlerine başvurulmuştur.<sup>61</sup> Faiz

---

<sup>61</sup> Piyasalara büyük miktarda likidite enjeksiyonu yapılması, bozulan kredi piyasalarına müdahale edilmesi, piyasalardan aktif satın alımları, yurtiçi talepteki daralmayı engellemek amacıyla kapsamlı teşvik paketleri gibi tedbirleri, kriz sonrası dönemde başvuru geleneksel olmayan politika tedbirleri arasında saymak mümkündür (Aktaş ve Cortuk, 2012: 195).

indirimleri ve niceliksel genişleme (quantitative easing -QE-) şeklindeki politika tepkileri neticesinde yaşanan küresel likidite bolluğu ve gelişmiş ülkelerdeki düşük faizlerin devam edeceğine yönelik beklentilerin küresel yatırımcıları getiri arayışlarına yöneltmesi, 2010 yılının başından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini önemli ölçüde arttırmıştır (Aktaş ve Cortuk, 2012: 195-197). Yoğun sermaye girişleri bir yandan gelişmekte olan ülkelerin krizin ilk dönemlerinde yaşadıkları likidite problemlerini çözümlenmeye ve ekonomik canlanmaya yardımcı olurken diğer yandan makro-finansal dengesizliklerin birikimine yol açmıştır.

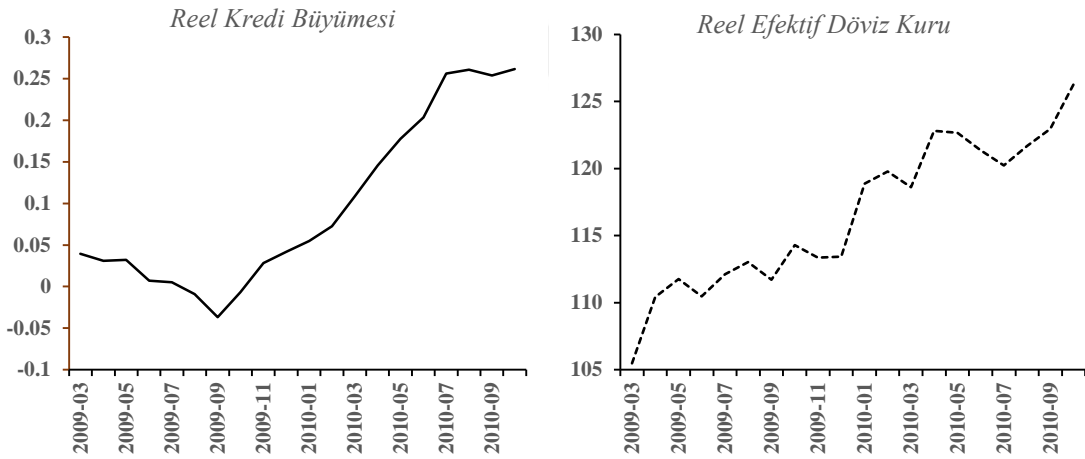
Söz konusu ülkelerde yaşanan ani sermaye girişleri (sudden flood); kredi büyümesinde aşırılıklara, kredi kalitesinin erozyonuna, finansal sistemin kur riskine daha çok maruz kalmasına, kurdaki değerlenmeye bağlı olarak rekabet gücünün zayıflamasına, aktif fiyatlarında bozulmaya, finansal dalgalanmalara ve enflasyonist baskılara neden olmuştur. Makro-finansal istikrar için tehdit oluşturan bu dengesizlikler karşısında merkez bankaları ise iç ve dış dengedeki farklılaşmadan kaynaklanan politika açmazları ile karşı karşıya kalmışlardır. Kredi büyümesindeki aşırılıkları ve enflasyonu dizginleyebilmek amacıyla para politikasının sıkılaştırılması sermaye girişlerini daha da hızlandırırken, sermaye girişlerini yavaşlatmak için faizlerin düşürülmesi ise iç talebi uyararak kredi büyümesinin artmasına ve ekonominin ısınmasına yol açmıştır (Pereira da Silva, 2016: 4). Tüm bu gelişmeler, fiyat istikrarı hedefinin yanı sıra sermaye girişlerinin doğurduğu makro-finansal riskleri kontrol altına alabilmek ve şoklara daha süratli tepki verebilmek amacıyla finansal istikrarı da gözetilen esnek politika arayışlarını gündeme getirmiştir (Özdemir, 2013: 144).

TCMB, krizin etkilerinin azalması, ekonomideki toparlanmaya ilişkin sinyallerin güçlenmesi ve genişlemeci politikaların neden olabileceği enflasyon risklerini göz önünde bulundurarak 14 Nisan 2010'da para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesini içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. Bu doğrultuda kriz döneminde piyasalara sağlanan likidite kademeli bir şekilde azaltılmış, zorunlu karşılık oranları artırılmış ve politika faizi olarak 1 hafta vadeli repo faiz oranının kullanılmasına karar verilmiştir (TCMB, 2010a). Ancak çalışmanın birinci bölümünde de açıklandığı üzere parasal iktisat ve merkez bankacılığında yaşanan teorik değişimler ve yukarıda bahsedilen risklere maruz kalma açısından Türkiye'nin de bir istisna oluşturmaması, para politikasındaki normalleştirme çabalarının yerini finansal istikrar hedefinin ön planda

olduğu esnek para politikası çerçevesine yönelik arayışların almasına neden olmuştur.<sup>62</sup> TCMB'nin para politikasında yeni arayışlara yönelmesinin iki temel sebebi bulunmaktadır.

İlk sebep, küresel konjonktürdeki gelişmelere bağlı olarak gerçekleşen yoğun sermaye girişlerinin yol açtığı makro-finansal dengesizliklerdir. 2009 yılının ikinci yarısı ile birlikte iç talep kaynaklı hızlı büyüme sürecine girilirken ana ticaret ortaklarındaki toparlanmanın çok daha yavaş olması, iç ve dış talebin ayrışmasına neden olmuştur. Öte yandan 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan ikinci niceliksel genişleme paketi neticesinde hızlanan sermaye girişleri, yurt içi kredi kullanımını ivmelendirmiş ve TL'de aşırı değerlenme trendine girilmiştir (Grafik 13). Bu durum ekonominin daha da ısınmasına neden olurken iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı da belirgin hale getirmiştir (Kara, 2012: 11).

**Grafik 13. Küresel Finansal Kriz Sonrası Dönemde Reel Kredi Büyümesi ve Reel Efektif Döviz Kuru**



Not: Toplam kredi büyümesi TÜFE (2003=100) ile reelleştirilmiş ve yıllık yüzde değişimi hesaplanmıştır. Reel efektif döviz kuru TÜFE bazlı 2003=100.

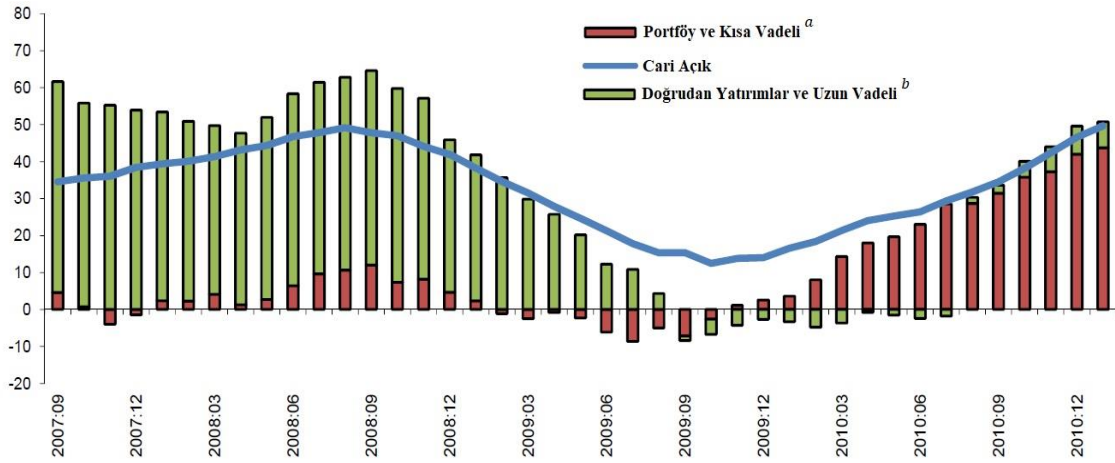
Kaynak: TCMB

Bununla birlikte söz konusu dönemde cari işlemler açığı artış göstermiş ve dış finansmanın kalitesinde ciddi bozulmalar gerçekleşmiştir. Grafik 14'den de görüleceği üzere 2010 yılının sonunda cari açığın finansmanının neredeyse tamamının portföy veya

<sup>62</sup> TCMB, Nisan 2010'da açıkladığı çıkış stratejisinde, iç talep ve dış talepteki ayrışmanın sürmesi durumunda alternatif politika araçlarını devreye sokabileceğini açık bir şekilde ifade etmiştir (TCMB, 2010b).

kısa vadeli sermaye girişleri ile gerçekleştirilmesi, küresel risk iştahındaki ani değişimler karşısında ekonominin kırılganlığını arttırmıştır. Bu bağlamda ani duruş (sudden stop) riski ve buna bağlı olarak oluşan makro-finansal istikrara ilişkin endişeler, finansal istikrarın makro perspektiften ele alındığı esnek bir politika çerçevesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 10).

**Grafik 14. Küresel Finansal Kriz Sonrası Dönemde Cari Açık ve Finansmanı**



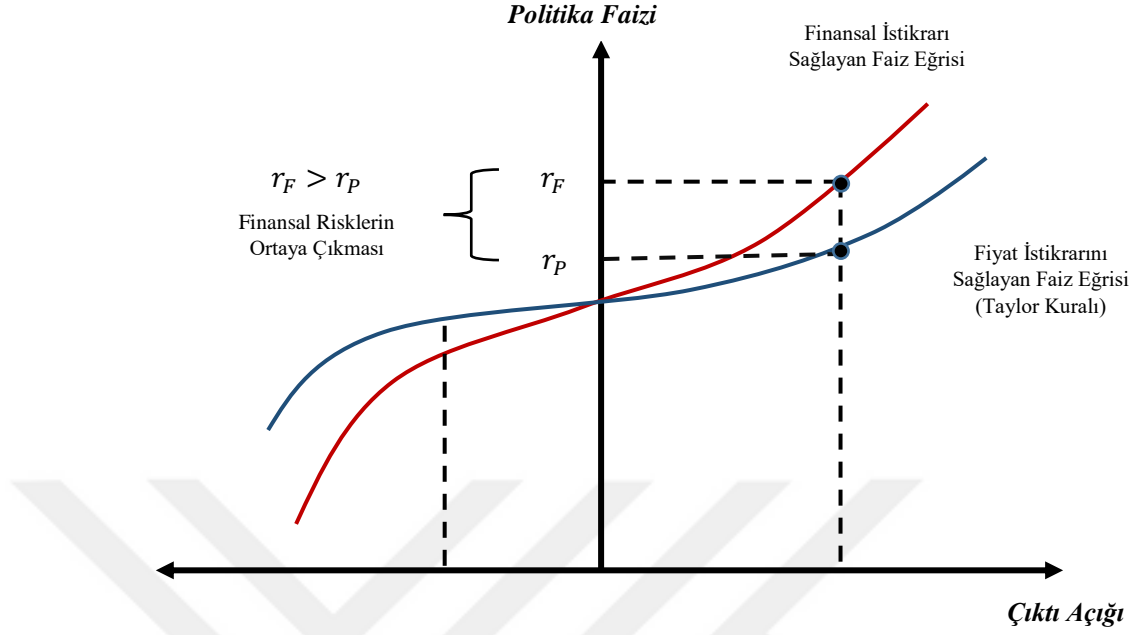
*a.* Kısa vadeli sermaye hareketleri, bankaların ve reel sektörün kısa vadeli net kredileri ile bankalardaki mevduatlardan oluşmaktadır. *b.* Uzun vadeli sermaye hareketleri, bankaların ve reel sektörün uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine tarafından ihraç edilen tahvillerden oluşmaktadır. Değerler 12 aylık kümülatif ve milyar dolar cinsindedir.

*Kaynak: (Kara, 2016: 126)*

TCMB'yi yeni politika arayışlarına iten ikinci sebep, mevcut para politikası çerçevesinin sermaye girişlerinin neden olduğu politika açmazlarını çözümlenmede yetersiz kalmasıdır. Buna göre fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri arasında değiş-tokuş yaşandığı dönemlerde, politika faizi ile her iki hedefe de ulaşmak mümkün olmamaktadır. Para politikasının oluşturulmasında finansal istikrarı dikkate alma gerekliliği, "Tinbergen Kuralı"<sup>63</sup> gereğince politika faizinin yanında ek politika aracına ihtiyaç duyulmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda TCMB'nin de benzer bir durumu yaşaması, dönemin Banka yetkililerinin yapmış olduğu sunumlarda ilave araçlara duyulan gereksinimi birçok kez dile getirmelerine yol açmıştır. Söz konusu sunumlarda sıklıkla vurgulanan, fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı ile finansal istikrarı sağlayan faiz oranı arasındaki farklılaşma Şekil 12'de gösterilmektedir.

<sup>63</sup> J. Tinbergen'e (1952) göre, politika otoritelerinin sahip oldukları politika araçlarının sayısı en az nihai amaç değişkeni kadar olmalıdır.

## Şekil 12. Fiyat İstikrarını ve Finansal İstikrarı Sağlayan Faiz Eğrileri



Not: Şekil, faiz dışı araçların kullanılmadığı durum için geçerlidir.  
Kaynak: (Başçı, 2010).

Şeklin yatay ekseninde çıktı açığı, dikey ekseninde ise politika faizi yer almaktadır. Eğrilerin pozitif eğimli olması, faiz oranlarının üretim düzeyindeki artışa bağlı olarak yükseldiğini göstermektedir. Çıktı açığının artı değerler aldığı bölgede, fiyat istikrarı doğrultusunda belirlenen politika faizi ( $r_P$ ), enflasyon hedefi açısından yeterli olsa da finansal istikrar için düşük kalmaktadır. Bu durumda finansal istikrarı sağlamak amacıyla faiz oranının daha yüksek seviyelerde belirlenmesi ( $r_F$ ) gerekmektedir. Ancak bu seçeneğin arzu edilen sonuçları verebilmesi, faizin cari denge üzerinde yapacağı iki ters etkiye bağlıdır. İlk etki, kısa vadeli sermaye girişlerini hızlandırarak TL'nin daha da değer kazanmasına ve cari açığın daha da artmasına yol açabilmektedir. İkinci etki ise iç talebi ve kredi talebini azaltarak cari işlemler hesabına olumlu yönde yansıyabilmektedir. Bu bağlamda TCMB'nin yeni politika arayışlarının temelinde birinci etkinin ikinciye etkiye göre daha ağır basacağı yönündeki öngörüler yatmaktadır (Özatay, 2011: 29-30).

## 2. FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA: YENİ POLİTİKA BİLEŞİMİ ve MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

2010 yılı boyunca sermaye girişlerinin artarak devam etmesi, iç ve dış talepteki ayrışmanın artması ve hızlı kredi genişlemesinin cari açık üzerindeki bozucu etkileri, makro-finansal riskleri gözeten politika uygulamalarını kaçınılmaz hale getirmiştir. Bu doğrultuda finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefi ile aynı düzeye getirildiği ve para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü yeni politika bileşimi (new policy mix) Kasım 2010'dan<sup>64</sup> itibaren TCMB tarafından uygulanmaya başlanmıştır.

TCMB'nin, yeni politika bileşiminin tasarlanmasına ve uygulanmasına öncülük etmesinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Türkiye'ye makro ihtiyati politikanın ne olduğunu ve neden gerektiğini öğreten bu dönemde, hiçbir kurumun bu politikaları uygulamak için açık bir şekilde görevlendirilmemiş olmasıdır (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 104). Bankacılık sektörünün Türk finansal sistemindeki hakim rolü düşünüldüğünde, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nu (BDDK) bu politikaları uygulamaya aday kurumlardan biri olarak görmek mümkündür. BDDK, ekonomik birimlerin aşırı borçlanma yönündeki eğilimlerinin sınırlanmasında ve kredi büyümesinin kontrol altına alınmasında gerekli olan araç setine sahiptir. Buna karşın finansal istikrara mikro perspektiften yaklaşan BDDK, makro risklerle ilgilenmemektedir. Banka bilançolarının sağlıklı görüldüğü, karlılığın yüksek, sermaye pozisyonlarının güçlü ve takipteki kredilerin düşük olduğu bir ortamda BDDK'nın önünde hızlı kredi genişlemesine karşı reaksiyon göstermesini gerektirecek bir teşvik oluşmamıştır. Sorunun makro perspektiften ele alınması gerekliliği, TCMB'nin makro ihtiyati politikaların uygulayıcısı rolüne soyunmasına zemin hazırlamıştır (Kara, 2016: 126).

TCMB'nin bu görevi üstlenmesinin bir diğer sebebi ise, bankanın kuruluş kanununda yer alan finansal istikrarı sağlama görevidir. 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı Kanun'un 4. Maddesinin g bendinde, "*finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasası ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak*" ifadesi, finansal istikrarı TCMB'nin temel görevleri arasında saymaktadır. Bu bağlamda fiyat istikrarı ile finansal istikrarın

---

<sup>64</sup> TCMB yetkililerinin yapmış olduğu açıklamalar, yeni politika bileşiminin tam anlamıyla Kasım 2010'da yürürlüğe girdiğini göstermektedir (Özatay, 2011: 31).

birlikte ele alındığı bir politika çerçevesinin başrolünde TCMB'nin olması sürpriz değildir.

### 2.1. Yeni Politika Bileşimi

TCMB'nin yeni politika bileşimi, çok amaçlı ve çok araçlı bir çerçeve üzerine inşa edilmiştir (Tablo 22). Yeni çerçevede, ortodoks enflasyon hedeflemesi rejimi gözden geçirilerek finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsenirken finansal istikrar hedefi doğrultusunda; kredi büyümesindeki aşırılıkların kontrol altına alınması ve cari açığın finansmanının iyileştirilmesi ara hedefler olarak belirlenmiştir.<sup>65</sup> Fiyat istikrarı nihai hedef olma özelliğini korumaya devam ederken politika alanı küresel likidite koşullarından kaynaklanan makro-finansal riskleri de içine alacak şekilde genişletilmiştir. Bu doğrultuda araç seti; faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) gibi makro ihtiyati araçlarla çeşitlendirilmiştir (Kara, 2012: 13; Uysal 2017: 351-354).

**Tablo 22. Yeni Politika Bileşimi**

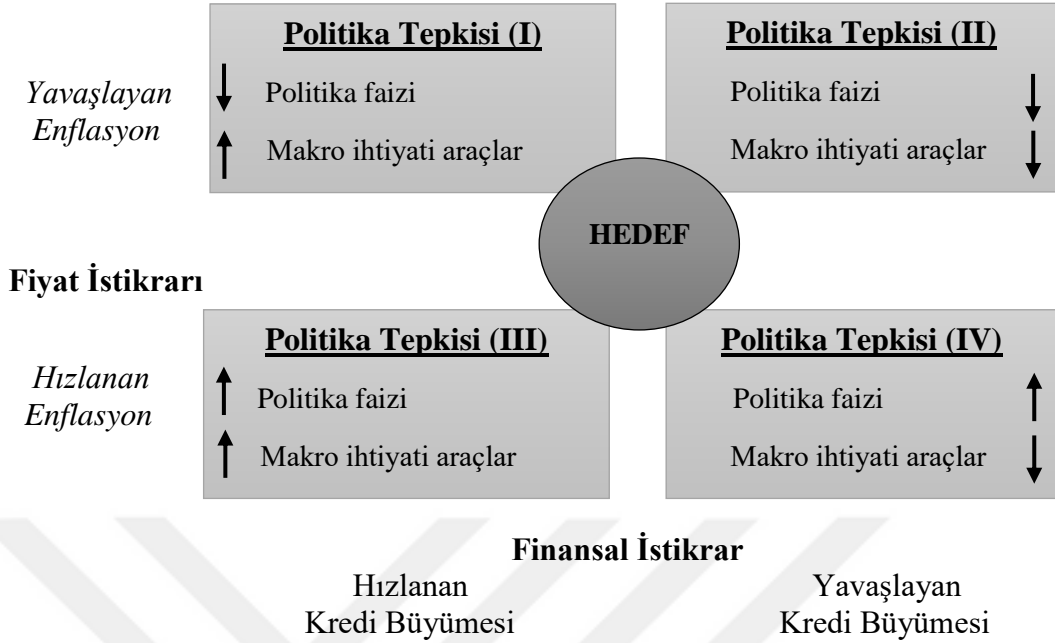
	<b>Eski Yaklaşım</b>	<b>Yeni Yaklaşım</b>
<b>Amaçlar</b>	Fiyat istikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
<b>Araçlar</b>	Politika faizi	Politika faizi Makro ihtiyati araçlar

*Kaynak: (TCMB, 2013:30) 'dan uyarlanmıştır.*

TCMB, yeni politika bileşiminin amaç ve araçlarının yanı sıra gerçekleşen ve gerçekleşme ihtimali bulunan farklı durumlara nasıl reaksiyon gösterileceğini de kamuoyu ile paylaşmıştır. Buna göre fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefi doğrultusunda enflasyon ve kredi hacminin durumuna göre verilmesi planlanan politika tepkileri Şekil 13'de gösterilmektedir.

<sup>65</sup> Bu iki ara hedefe ilave olarak “dış finansal şoklara karşı güvenlik ağlarının desteklenmesi” ve “sınır ötesi sermaye akımlarının tetiklediği finansal genişleme (financial amplification) mekanizmalarının ılımlaştırılmasını” üçüncü ve dördüncü ara hedefler olarak ifade etmek mümkündür (Kara, 2015b).

**Şekil 13. Yeni Para Politikası Stratejisinin Genel Çerçevesi**



*Kaynak: (TCMB, 2010c)'den uyarlanmıştır.*

Şekil 13'de yer alan (I) numaralı politika tepkisi, yavaşlayan enflasyon ve hızlanan kredi büyümesi karşısındaki politika duruşunu göstermektedir. Bu durum, aynı zamanda TCMB'nin yeni politika bileşimi uygulamasına neden olan konjonktürü de yansıtmaktadır. Buna göre enflasyondaki yavaşlamanın, politika faizine sağladığı manevra imkanı sermaye girişlerini azaltmak amacıyla kullanılırken kredi hacmini sınırlamak amacıyla makro ihtiyati araçlarda sıkılaştırmaya gidilmektedir. (II) numaralı politika tepkisi, iktisadi faaliyetteki durgunluk ve zayıflayan iç talebe bağlı olarak enflasyonun ve kredi büyümesinin eş anlı yavaşlaması sonucunda politika araçlarının aşağı yönlü kullanılacağını göstermektedir. (III) numaralı politika tepkisi, güçlenen iç talebin enflasyonda ve kredi büyümesindeki yükselişi tetiklediği durumlarda politika araçlarında sıkılaştırmaya gidilmesi gerektiğini ifade etmektedir. (IV) numaralı politika tepkisi ise, enflasyondaki yukarı yönlü risklere bağlı olarak yapılabilecek faiz artırımlarının -hali hazırda yavaşlayan- kredi büyümesini daha da düşürmemesi amacıyla makro ihtiyati araçların gevşetilmesi gerektiğini göstermektedir (TCMB, 2010c).

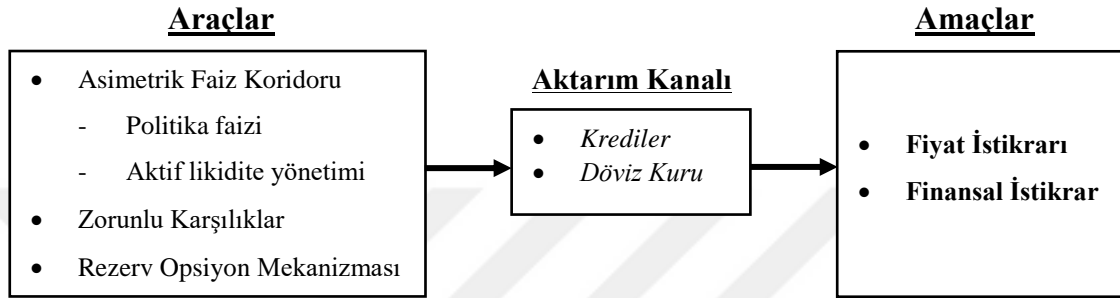
### **2.1.1. Operasyonel çerçeve**

Amaç fonksiyonunda finansal istikrarın yer almadığı ortodoks enflasyon hedeflemesinde, krediler ve aktif fiyatları gibi değişkenlere yalnızca toplam talep ile olan



ilişkileri bağlamında reaksiyon gösterilmektedir. Finansal istikrarın dikkate alındığı bir politika bileşiminde ise bu değişkenlere doğrudan tepki verilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda TCMB, -fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki değiş-tokuş durumlarının yol açabileceği açmazları dikkate alarak- yeni politika bileşiminde araç setini genişletmiştir.

#### Şekil 14. Yeni Politika Bileşiminin Operasyonel Çerçevesi



*Kaynak: (Kara, 2012: 15)'den uyarlanmıştır.*

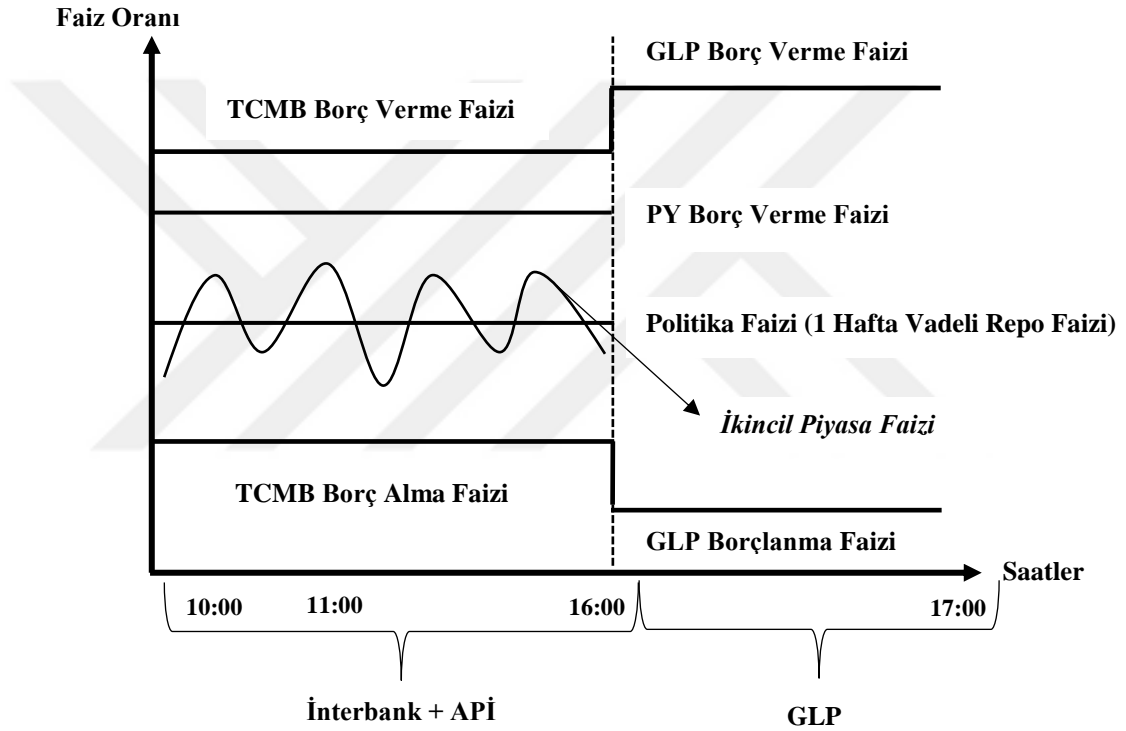
Şekil 14'de yeni politika bileşiminde kullanılan temel araçlar, amaçlar ve bu ikisinin arasındaki bağlantıyı sağlayan aktarım kanalı gösterilmektedir. Politika araçlarının amaçlar üzerindeki doğrudan etkilerine ilişkin belirsizliklerin olması, aktarım kanallarının kolay ölçülebilir ve gözlemlenebilir olmasını gerektirmektedir. Bu doğrultuda TCMB, yeni çerçevenin anlaşılabilirliğini kolaylaştırmak açısından aktarım kanallarında krediler ve döviz kuru değişkenlerini ön plana çıkarmıştır.

Tek aracın politika faizi olduğu ortodoks enflasyon hedeflemesinde, krediler ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine ihtiyaç duyulmamaktadır. Faizlerdeki bir artış, hem kredilerin yavaşlamasına hem de yerli paranın değerlenmesine yol açarak enflasyon üzerinde azaltıcı bir etki yapmaktadır. Buna karşın finansal istikrarın da hedeflendiği politika çerçevesinde her iki kanalı da ayrı ayrı etkilemek gerekmektedir. Örneğin, sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemlerde kredi büyüme hızının düşürülmesi gerekirken yerli paradaki değerlenme baskısının da engellenmesine ihtiyaç duyulabilmektedir. Hem kredi büyümesinde hem de döviz kurunda arzu edilen sonuçlara ulaşabilmek için de politika faizinin dışında başka araçların devreye sokulması gerekebilmektedir. Bu doğrultuda TCMB, asimetrik faiz koridoru ve aktif likidite yönetimini, zorunlu karşılıkları ve ROM'u bu kanalların etkin bir şekilde işlemlerini sağlamak amacıyla kullanmıştır (Kara, 2012: 14-16).

### 2.1.1.1. Asimetrik faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi

TCMB, piyasadaki faizleri ve likiditeyi etkilemek için piyasada fon ihtiyacı olanlara kısa vadeli likidite desteği sağlayabildiği gibi fon fazlası olanlardan da gecelik vadede borçlanabilmektedir. TCMB'nin piyasadan borçlandığı ve piyasaya borç verdiği faiz oranları arasındaki kalan bölge ise faiz koridoru olarak tanımlanmaktadır. Şekil 15'den de görüleceği üzere piyasa faizlerinin yanı sıra politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizi de bu koridorun içerisinde oluşmaktadır (TCMB, 2015d: 2)

Şekil 15. Asimetrik Faiz Koridoru



Kaynak: (TCMB, 2013c: 14).

Faiz koridoru, enflasyon hedeflemesinin ortodoks halinde piyasa faizlerinin politika faizine yakın bir yerde oluşmasını sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. Geleneksel uygulamada pasif bir role sahip olan faiz koridoru, politika faizi etrafında dar ve simetrik bir bant şeklinde tanımlanmaktadır. TCMB'nin yeni politika bileşiminde ise faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Buna göre, TCMB gerekli gördüğü hallerde koridorun genişliğini değiştirebilmekte ve politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturabilmektedir (TCMB, 2013b: 30). Likidite operasyonları vasıtasıyla piyasa faizlerinin politika faizlerinden ayrıştırılabilmesi kredi ve döviz kuru kanalını ayrı ayrı

etkileme olanağı sağlamaktadır. Bununla birlikte, aylık frekansta belirlenen politika faizinden piyasaya yapılan fonlama miktarının, günlük veya haftalık miktar ihaleleri ile değiştirilebilmesi parasal duruşa “ince ayar” yapma olanağı sağlamaktadır. Bu da, para politikasının küresel ekonomideki belirsizlikler ve risk iştahındaki değişimler karşısındaki esnekliğini arttırmaktadır (Kara, 2012: 18)

Yeni çerçevede faiz koridoru, kısa vadeli faizlerin öngörülebilirliğine ve koridorun genişliğe bağlı olarak yaratılan belirsizlik ile aktif bir politika aracına dönüştürülmüştür. Örneğin, sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemlerde koridorun aşağı doğru genişletilmesi, kısa vadeli spekülasyon girişleri engellemekte ve kredi büyüme hızını yavaşlatmaktadır. Sermaye akımlarının zayıfladığı dönemlerde ise koridorun yukarı yönlü genişletilmesi ile döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir (TCMB, 2012a: 91). Bu yönüyle sterilize edilmemiş döviz müdahalelerinin etkilerine benzer bir etki yaratan faiz koridoru uygulaması, döviz alım satımına olan ihtiyacı da azaltmaktadır (TCMB, 2012b: 3). Diğer taraftan hızlanan kredi büyümesi karşısında koridorun üst bandının yukarı doğru genişletilmesi, politika faizi ile ortalama borçlanma faizinin farklılaşmasına ve fonlama maliyetleri üzerinde belirsizliğe neden olarak bankaların TCMB’den borçlanmalarını caydırıcı olabilmektedir (Bulut, 2015: 135).

Faiz koridorunun etkinliğini likidite operasyonları vasıtasıyla arttırmak mümkündür. Örneğin, koridorun yukarı yönlü genişletildiği dönemlerde, bankalar faiz riskini fiyatlarken koridorun üst bandını dikkate almaktadır. TCMB’nin kredi faizleri üzerindeki etkinliğinin arttığı böyle dönemlerde likidite araçlarını kullanarak yapılan sıkılaştırmaların kredi hacmi üzerindeki sınırlayıcı etkileri daha fazla olmaktadır. Diğer taraftan, küresel risk iştahındaki düşüşlere bağlı olarak gerçekleşen sermaye çıkışları karşısında döviz alım ihalelerinin sınırlandırılması, yukarı doğru genişleyen koridorun sermaye çıkışları üzerindeki caydırıcı etkisini tamamlayarak kurdaki dalgalanmaları azaltmaktadır (Kara, 2012: 19-20).

#### **2.1.1.2. Zorunlu karşılıklar**

Zorunlu karşılıklar, bankaların ve finansal sistemde yer alan diğer kuruluşların sahip oldukları mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranının merkez bankası bünyesinde bulundurulması suretiyle uygulanan geleneksel bir para politikası aracıdır. İhtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol gibi işlevleri olan zorunlu karşılıklar,

TCMB'nin yeni politika bileşiminde kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 1-2).

Zorunlu karşılıkların krediler üzerindeki etkisi *maliyet, faiz riski ve likidite* kanalı aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Maliyet kanalı, zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesinin bankaların kaynak maliyetlerini mevduat ve kredi faizleri arasındaki fark üzerinden etkilemesi yoluyla işlemektedir. Örneğin, zorunlu karşılık oranlarının arttırılması, mevduatın maliyetinin artmasına ve mevduat faizlerinin düşmesine neden olmaktadır. Düşük faizlerden mevduat bulmakta güçlük çeken bankalar da bu duruma kredi faizlerini arttırarak tepki göstermektedirler. Bu da kredi büyümesindeki artışı sınırlandırabilmektedir (Alper vd., 2016: 7).

Maliyet kanalının etkinliği çeşitli faktörlere bağlıdır. Bunlardan ilki, zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemeleridir. Merkez bankasının, zorunlu karşılıklar için bankalara piyasa faizinden veya bunun biraz üzerinden ödeme yapması durumunda bankaların artan mevduat maliyetlerini faiz ödemeleri ile telafi etmesi, zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi arzı üzerindeki etkisini nötrleştirebilmektedir. İkincisi, bankaların finansal sektör içerisindeki payıdır. Finansal sistemde banka mevduatına ve banka kredisine alternatif olabilecek ürünler sunan finansal kuruluşların sayısının çokluğu, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimlerin hem mevduat hem de kredi faizleri üzerindeki etkisini azaltabilmektedir. Üçüncüsü, merkez bankası fonları ile mevduatlar arasındaki ikame edilebilirlik derecesidir. Merkez bankasının kısa vadeli fonlarının banka mevduatlarına tam ikame olması, mevduat maliyetlerindeki artışın kredi faizlerine yansımamasına neden olabilmektedir. Dördüncüsü, bankalar arasındaki rekabetin derecesidir. Sektördeki yoğunlaşma oranının artması, mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkın kapanmasına ve bankaların maliyet artışı karşısında kar marjlarını daraltmayı tercih etmelerine yol açabilmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 4-5).

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimlerin kredi arzı üzerinde maliyet kanalıyla gerçekleştireceği etki yukarıda ifade edilen sebeplerden ötürü sınırlı kalabilmektedir. Zorunlu karşılıkların krediler üzerindeki asıl etkisi faiz riski ve likidite kanalıyla gerçekleşmektedir. Faiz koridoru ve likidite yönetimi ile etkileşim halinde işleyen faiz riski ve likidite kanalı, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler karşısında bankaların yükümlülük yapısını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemektedir (Kara, 2012: 22).

Normal şartlar altında, zorunlu karşılık uygulaması ile piyasadaki çekilen likiditenin merkez bankası fonlarıyla ikame edilmesi durumunda zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi arzını çok fazla etkilememesi beklenmektedir. Buna karşın TCMB'nin yeni politika bileşiminde asimetrik faiz koridoru ile aktif likidite yönetiminin kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı artırabilmesi, mevduatlar ile merkez bankası fonları arasındaki ikame derecesini sınırlayabilmektedir. Buna göre, TCMB'nin yapmış olduğu fonlamanın bir haftalık, mevduatın ortalama vadesinin ise 50 gün olması, likidite açığını merkez bankası fonları ile kapamaya çalışan bankaların ilave faiz riski üstlenmelerine ve bilançolarında vade uyumsuzluğuna yol açabilmektedir. Bu da, faiz riskinin kredi faizlerine yansıtılmasına veya kısa vadeli fonlara bağımlılığı azaltabilmek için piyasadaki kredi miktarının sınırlandırılmasına neden olmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 15).

Zorunlu karşılık uygulaması, kredi döngüsünü ılımlaştırmanın yanı sıra bankaların yükümlülük yapısını daha sağlıklı hale getirmek amacıyla da kullanılabilir. Bu doğrultuda TCMB, bankaların çekirdek dışı yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içerisindeki payını azaltmak ve yükümlülüklerin vadesini uzatmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını yükümlülük cinsine ve vadeye göre farklılaştırmıştır (Uysal, 2017: 356). Bununla birlikte kaldırılacak dayalı zorunlu karşılık uygulaması ile yüksek kaldıraçlarla çalışan bankalar ilave zorunlu karşılıklara tabi tutularak uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin güçlendirilmesi ve yüksek kaldıraçın neden olabileceği makro-finansal risklerin sınırlandırılması hedeflenmiştir (TCMB, 2013a: 5).

### **2.1.1.3. Rezerv opsiyon mekanizması**

ROM, bankaların TL cinsinden zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz veya standart altın olarak tutabilmelerine olanak sağlayan bir uygulamadır. TCMB'nin zorunlu karşılıklar çerçevesinde geliştirdiği yeni bir konjonktür karşıtı makro ihtiyati araç olan ROM ile sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin yumuşatılması, bankaların likidite yönetimlerine esneklik kazandırılması ve döviz rezervlerinin güçlendirilmesi hedeflenmiştir (Ermişoğlu, Oduncu ve Akçelik, 2013: 2).

ROM uygulamasının bankalar tarafından ne oranda kullanılabilmesine ilişkin üst sınırlar rezerv opsiyon oranı ile belirlenmektedir. Rezerv opsiyon katsayısı (ROK) ise

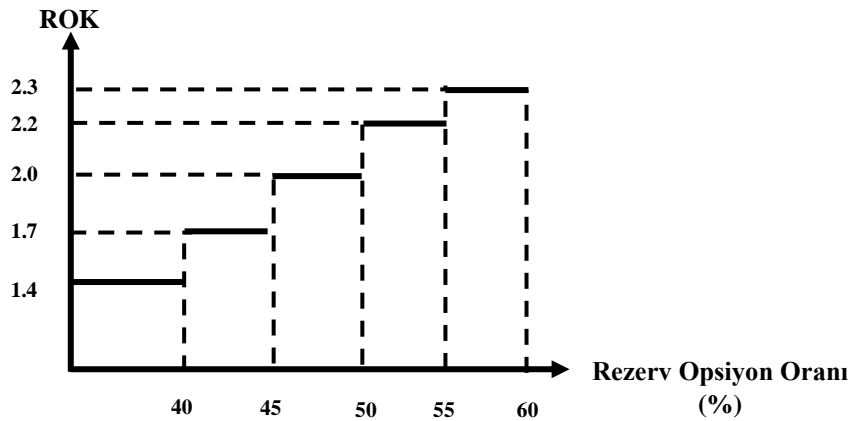
birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilecek döviz veya altın karşılığını gösteren katsayıları ifade etmektedir. ROM'un nasıl işlediğini basit bir örnekle açıklamak söz konusu mekanizmanın daha iyi anlaşılabilmesine katkı sağlayacaktır.

Bankaların TL zorunlu karşılık tutarının 100 TL, opsiyon oranının %60, ABD doları/TL kurunun 2 ve ROK'un 1 olduğunu kabul edelim. Bankalar, 60 TL'lik ROM imkanının tamamını kullanmak istemeleri halinde 30 ABD doları ( $60/2*1$ ) zorunlu karşılık tutacaklardır. Başka bir ifadeyle bankalar arzu ettikleri takdirde 60 TL'lik zorunlu karşılıklarını 40 ABD doları ile ikame edebileceklerdir. ROK'un 2 olması durumunda ise 60 TL zorunlu karşılık için 120 TL değerinde, yani 60 ABD doları tutulabilecektir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012: 2-3).

ROK'un, rezerv opsiyon oranının her diliminde sabit olması bir zorunluluk teşkil etmemektedir. TCMB, sermaye hareketlerinde ve kredi büyüme hızındaki duruma bağlı olarak gerek gördüğünde ROK'u kademeli olarak arttırabilmektedir (Aslaner vd., 2014: 2). Şekil 16'da ROK'ların, opsiyon oranları doğrultusunda farklılaştığı bir uygulama gösterilmektedir. Buna göre %60'lık imkanın tümünün kullanılması durumunda piyasadan çekilen doların TL karşılığı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\{[Toplam TL Zorunlu Karşılık Yükümlüğü] * [(0.4*1.4)+(0.05*1.7)+(0.05*2.0)+(0.05*2.2)+(0.05*2.3)]\} / Döviz Kuru$$

Şekil 16. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Kullanımına Dair Bir Örnek

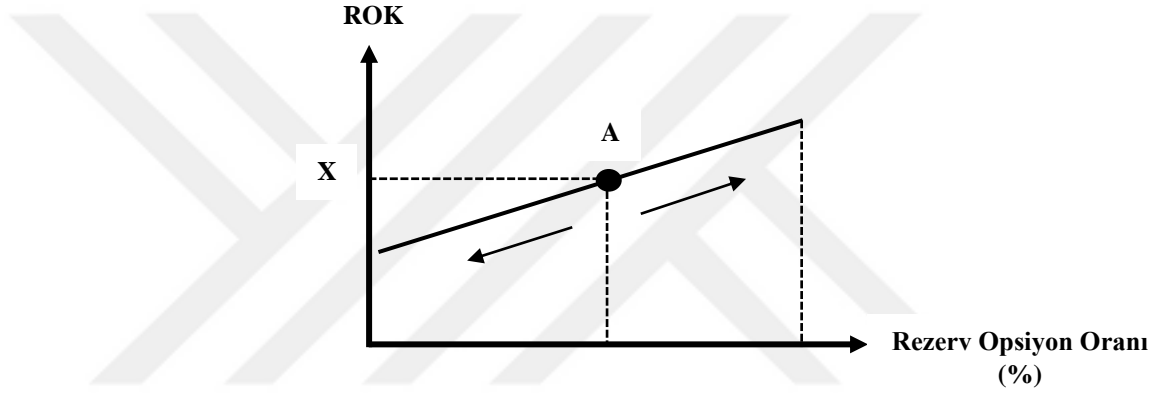


Kaynak: (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:2)

Bankaların ROM'dan ne ölçüde yararlanacaklarına ilişkin tercihleri, sahip oldukları TL ve YP kaynakların nispi maliyetlerine ve TCMB'nin belirlediği ROK'a

bağlı olarak değişmektedir. Bankalar, YP cinsinden borçlanma maliyetinin TL cinsinden borçlanma maliyetine nispeten daha ucuz olduğu dönemlerde ROM kullanımını arttırmayı tercih edebilmektedirler. Diğer taraftan TCMB de, ortaya çıkan maliyet avantajını ROK'u arttırarak dengeleyebilmektedir. Bu bağlamda, bankaların nispi maliyetleri ve ROK'u esas alarak optimal kullanım miktarını belirlediği ROM, döviz kurundaki dalgalanmalar karşısında otomatik dengeleyici olarak çalışmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 2-3). Şekil 17'de TL ve YP kaynaklarının nispi maliyetleri karşısında ROK'da ve opsiyon oranlarındaki değişimler gösterilmektedir.

### Şekil 17. Otomatik Dengeleyici Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması



Kaynak: (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:11)

Yukarıdaki şekilde, “A” noktası bankaların herhangi bir zaman aralığında ROM'dan faydalanma oranını göstermektedir. ROK ise kullanım oranına göre doğrusal olarak artmaktadır. Buna göre sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde; YP kaynakların maliyetlerinin düşük olması, kar maksimizasyonu güdüsü ile hareket eden bankaların ROM'u daha fazla kullanmalarına yol açmakta ve kullanım oranı “A” noktasının sağına doğru kaymaktadır. Yurt içine giren yabancı paranın bir kısmının zorunlu karşılık olarak tutulmak suretiyle piyasadan çekilmesi, TL üzerindeki değerlenme baskısını sınırlamanın yanı sıra yabancı paranın krediye dönüşüm oranını da düşürmektedir. Bununla birlikte ROM kullanımının artması, piyasadaki TL likiditeyi de arttırmaktadır. Bu yönüyle ROM, sterilize edilmemiş döviz alım ihalesine benzerlik gösterse de söz konusu mekanizma ile döviz alım ihalesine göre piyasadan daha çok YP likiditesi çekilmektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012: 5).

Sermaye çıkışlarının hızlandığı ve yabancı kaynaklara erişimin zorlaştığı dönemlerde ise ihtiyaç duyulan YP likiditesi ROM kullanımını azaltılarak temin edilmekte ve kullanım oranı “A” noktasının soluna doğru kaymaktadır. Böylelikle TL üzerindeki değer kaybetme baskısı zayıflamaktadır. YP likiditesine duyulan ihtiyacın yüksek seviyelere çıkması durumunda TCMB, ROK’u azaltarak veya opsiyon dilimlerinden birine son vererek piyasaya daha çok YP likiditesi sağlayabilmektedir (Küçükşarap ve Özel, 2012: 3). Diğer taraftan ROM kullanımının azalmasıyla ortaya çıkan TL likidite ihtiyacı, aynı miktarda yabancı paranın TCMB tarafından piyasaya fonlandığı duruma nispeten daha az olmaktadır. Bu bağlamda ROM, hem döviz kurunda hem de piyasa likiditesindeki oynaklığı sınırlamaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012: 5).

ROM’un otomatik dengeleyici işlevini etkin bir şekilde yerine getirebilmesi için “normal zamanlardaki” kullanım oranlarının makul seviyelerde olması gerekmektedir. Bankaların opsiyonun tamamını kullanmaları halinde, sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde TL cinsinden zorunlu karşılıkları YP cinsinden tutma imkanı ortadan kalkmaktadır. Bu duruma paralel şekilde opsiyon hiç kullanılmadığında ise sermaye çıkışlarından kaynaklanan YP ihtiyacı TCMB’deki rezervler ile giderilememektedir. Bu bağlamda TCMB, rezerv opsiyon oranlarının ilk dilimlerinde ROK’u düşük belirlerken, daha yüksek dilimlerde ROK’u arttırarak ROM’un dengeli kullanımını sağlamaya çalışmaktadır (Değerli ve Fendoğlu, 2015: 168).

### **2.1.2. Kurumsal Çerçeve**

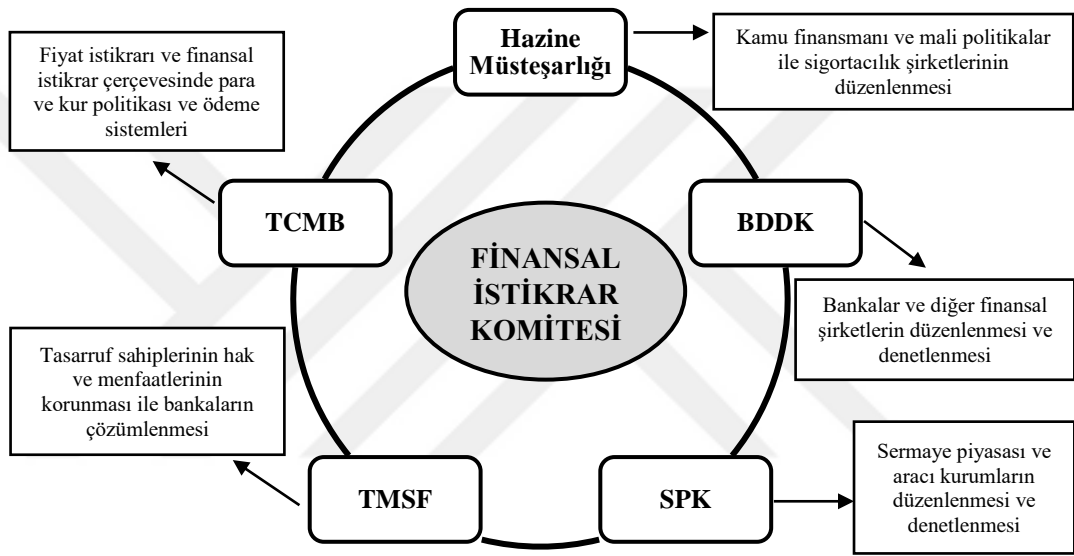
Yeni politika bileşiminin TCMB öncülüğünde uygulanmaya başlanması, sistemik risklerle mücadelede -teşvik ve teknik donanım yönünden- sağladığı avantajlara karşın para politikasının iletişimi açısından önemli sıkıntılar yaratmıştır. Geleneksel olmayan politika araçlarının aktarım mekanizmalarına ilişkin belirsizlik politikaların hesap verebilirliğine ve tahmin edilebilirliğine zarar vermiştir. Finansal istikrarın belirsiz doğası ve araçlar ile amaçlar arasındaki bağlantıyı kurmanın zorluğu dikkate alındığında, çok amaçlı ve çok amaçlı bir politika çerçevesi uygulamaya çalışmak kamuoyu ile sağlıklı iletişimi güçleştirmiştir (Kara, 2016: 129-130). Bunun yanı sıra TCMB’nin sahip olduğu araç seti ile uygulanan ilk politikalardan alınan sonuçlar beklentilerin altında kalmıştır. Bu doğrultuda makro ihtiyati politikaların tasarlanmasında ve uygulanmasında ortaya



çıkan kurumsal çerçeve ihtiyacı, 8 Haziran 2011’de Finansal İstikrar Komitesi’nin (FİK) kurulmasıyla giderilmeye çalışılmıştır.

FİK, ekonomiden sorumlu Başbakan Yardımcısının başkanlığında, finansal istikrarın korunmasından sorumlu beş kurumun başkanlarından oluşmaktadır (Şekil 18). Komitenin temel amacı, komitede yer alan kurumlar arasındaki koordinasyonu, işbirliğini, bilgi alışverişini sağlamak ve kurumların finansal istikrarı sağlama yönündeki çabalarına yardımcı olmaktır (Uysal, 2017: 351).

**Şekil 18. Finansal İstikrar Komitesi ve Kurumların Sorumluluk Alanları**



**Başkan: Ekonomiden Sorumlu Başbakan Yardımcısı**

*Kaynak: TCMB'den uyarlanmıştır.*

FİK'in temel görevlerini şu şekilde özetlemek mümkündür (TCMB, 2011b: 73-74):

- Sistemik risklerin değerlendirilmesi ve bu risklerin sınırlandırılması için gerekli araçları ve politika önerilerini belirlemek,
- Sistemik riskler hakkında ilgili birimlere uyarılar yapmak ve politika önerilerine ilişkin uygulamaları izlemek,
- İlgili otoritelerin geliştirdiği sistemik risk yönetimine ilişkin planları değerlendirmek,
- Sistemik risk yönetimindeki koordinasyonu sağlamak,

- Faaliyetlerine ilişkin her türlü veri ve bilgiyi kamu kurum ve kuruluşlarından temin etmek ve politikaların kurumlar arasındaki koordinasyonunu sağlamak,
- Mevzuatla yetkilendirilen diğer konular hakkında kararlar almak.

FİK'de yer alan her bir kurumun kendi yetki ve sorumluluğu vardır. Her bir kurum temel sorumlulukları doğrultusunda ve komitenin koordinasyonu altında kendi araç setini kullanırken komitenin sahip olduğu bir araç seti bulunmamaktadır. Üye kurumların operasyonel otonomilerine müdahale etmeyen komite, politika araçlarının ortak etkilerinin değerlendirilmesindeki koordinasyonu sağlamaktadır. Komite tarafından alınan tüm kararlar için uzlaşa sağlanması gerekmektedir. Resmi bir “uy veya açıkla” mekanizması olmamakla birlikte komite kararlarının uygulanıp uygulanmadığı, ilgili üye kurumlar tarafından takip edilmektedir (FSB, 2015: 13-14).

FİK, belirli bir takvime bağlı kalmadan ancak ihtiyaç duyulduğu zamanlarda toplanmaktadır.<sup>66</sup> Komitede görüşülecek konularla ilgili gerek görüldüğü takdirde bakanlar ve kamu görevlileri de toplantılara çağırılabilir. Toplantılardaki başlıca tartışma konuları; ulusal ve küresel ekonomik görünüm, yurt içi piyasalardaki gelişmeler ve uluslararası piyasaların etkileri, bankacılık ve sigortacılık sektörünün Basel Standartlarına ve diğer standartlara uyumu ile finansal istikrarın güçlendirilmesi ve finansal sektörün gelişimi için yatırım ve tasarruf önerilerinden oluşmaktadır (Uysal, 2017: 353). Toplantıların ardından kısa bir basın açıklaması yapılırken toplantı tutanakları ve alınan kararlar kamuoyu ile paylaşılmamaktadır.

FİK'in faaliyetlerini desteklemek ve güçlendirmek amacıyla 30 Ekim 2012'de Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG) kurulmuştur. Sekreteriyasının BDDK tarafından yürütüldüğü SRDG'nin üyeleri, FİK'de yer alan kurumların başkanlarıdır. SRDG'nin temel görevi; komiteyi potansiyel sistemik riskler hakkında uyarmak ve bu risklere zamanında ve tutarlı tepki verilebilmesini sağlamak amacıyla üye kurumlar arasındaki koordinasyonu iyileştirmektir (BDDK, 2013:51). FİK'e göre daha teknik ve spesifik konularla ilgilenen SRDG, şokların finansal istikrarı nasıl etkileyebileceğini ölçmek amacıyla stres testleri ve sistemik risk değerlendirmelerinin entegrasyonunu iyileştirebilmek için ısı haritaları üzerinde çalışmaktadır (Uysal, 2017: 353). SRDG

---

<sup>66</sup> Finansal İstikrar Komitesi, kurulduğundan bu yana 34 kez toplanmıştır. Komitenin 34. Toplantısı 10 Ocak 2018 tarihinde gerçekleşmiştir (Hazine, 2018).

toplantıları yılda en az dört kere gerçekleşmekte ve toplantı tutanakları FİK'e rapor edilmektedir. Toplantılarda uzlaşa sağlanamadığı durumlarda ilgili konu FİK'de tartışılmaktadır (FSB, 2015: 14).

FİK'in, çalışmanın ikinci bölümünde açıklanan kurumsal model alternatiflerinden ayrık model ile bazı noktalarda örtüşüğünü ifade etmek mümkündür. FİK'in TCMB çatısının dışında oluşturulması, Hükümetin/Hazinenin komitede aktif rol alması ve araçlar üzerindeki kontrol ile politika kararlarında kurumsal ayrımın olması yönünden ayrık model ile benzerlikler taşımaktadır. Bununla birlikte Türkiye'deki yapının, ayrık model uygulayıcısı diğer ülkelerdeki yapılardan farklılaştığı görülmektedir.

Örneğin, ABD'deki yapıda Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (Financial Stability Oversight Council -FSOC-), finansal istikrara tehdit oluşturabilecek faaliyetlere ilişkin tavsiyelerde bulunma ve bazı durumlarda düzenleme ve denetim gücüne sahiptir. Düzenleyici ve denetleyici kurumlar, konseyin tavsiyelerine uymadıkları durumlarda bunun gerekçelerini açıklamakla mükelleftir (Lombardi ve Moschella, 2017: 95-96). Türkiye'deki yapıda ise komitede alınan kararların ve tavsiyelerin herhangi bir bağlayıcılığı bulunmamaktadır. Bu bağlamda FİK, makro ihtiyati politikaları tasarlayıcı ve yürütücü bir kurum olmaktan ziyade kurumlar arasındaki koordinasyonu sağlayıcı bir kurum portresi çizmektedir.

Türkiye'deki yapıda gözlemlenen farklılığı bir eksiklikten ziyade ülkeye özgü karakteristiklerin doğal bir sonucu olarak değerlendirmek mümkündür. Bununla birlikte FİK'in, kuruluşu itibariyle birtakım sorunları bünyesinde barındırdığını da belirtmek gerekmektedir. Komitenin yetki, sorumluluk ve statüsünün tam olarak tanımlanmamış olması, kamuoyu ile zayıf iletişimi ve bağımsızlık durumu birçok çalışmada ciddi eleştirilere maruz kalmıştır (Ersel, 2012; Özatay, 2012, 2014; Akkaya ve Gürkaynak, 2012).

## **2.2. Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Uygulamaları**

Türkiye'de makro-finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar, TCMB'nin yeni politika bileşimi çerçevesinde Kasım 2010'dan itibaren uygulamaya konulmuştur. Bu dönemde para politikası uygulamalarında finansal istikrar amacının ağırlığının artmasının yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu diğer kurumların makro ihtiyati politika uygulamalarında da kayda değer bir artış yaşanmıştır. Tablo 23.'den de

görülebileceği üzere kredi büyümesindeki aşırılıkları sınırlamaya ve dış finansmanın kalitesini iyileştirmeye yönelik çok sayıda makro ihtiyati araç kullanılmaya başlanmıştır.

Yeni politika bileşiminde TCMB, politika stratejisine göre vermeyi planladığı politika tepkilerinin neredeyse tamamını test etme olanağı bulmuş ve enflasyon ile kredi hacmindeki değişimlere bağlı olarak politika duruşunu sürekli güncellemiştir. TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri gereği politika duruşunda gerçekleştirdiği sık değişikliklere karşın sadece finansal istikrar kaygısı ile hareket eden FİK söz konusu dönemde iki farklı politika duruşu sergilemiştir. Buna göre, Kasım 2010'dan Eylül 2016'ya kadar geçen dönemde kredi büyümesindeki artışı sınırlamak amacıyla BDDK öncülüğünde alınan tedbirlerle sıkı makro ihtiyati politika duruşu benimsenirken Eylül 2016'dan itibaren yavaşlayan kredi büyümesi karşısında politika duruşu gevşetilmiş ve makro ihtiyati araçlar kredi büyümesini destekleyici şekilde düzenlenmiştir.

Politika uygulamalarının alt dönemlere ayrılarak incelenmesi, politikaların daha sağlıklı analizine yardımcı olmaktadır. Bu noktadan hareketle çalışmada, ilgili dönem iki alt döneme ayrılmıştır. Dönemleştirmenin yapılmasında çalışmanın kapsamı gözetilmiş ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaların yönü esas alınmıştır. Bu doğrultuda söz konusu dönem, Kasım 2010-Ağustos 2016 arasını içeren makro ihtiyati sıkılaştırma dönemi ve Eylül 2016 sonrasındaki uygulamaların incelendiği makro ihtiyati gevşetme dönemi olarak iki alt başlıkta incelenmiştir.

**Tablo 23. Türkiye’de Yeni Politika Bileşimi Çerçevesinde Uygulanan Makro İhtiyati Tedbirler**

<i>Uygulanma Tarihi</i>	<i>Araç</i>	<i>Açıklama</i>	<i>Uygulayan Kurum</i>
<b>Kasım 2010</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL zorunlu karşılık oranları 50 baz puan arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Aralık 2010</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Kredi kartlarında asgari ödeme tutarları; Limiti 15.000 TL’ye kadar olan kredi kartlarında dönem borcunun %25’i, 15.000-20.000 TL arasındaki limitlerde %30’u, 20.000 TL üzerindeki limitlerde %40’ı olarak belirlenmiştir.	<i>BDDK</i>
<b>Ocak 2011</b>	<i>LTV</i>	LTV tavanı konut kredileri için %75, ticari gayrimenkul kredileri için %50 olarak belirlenmiştir	<i>BDDK</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL zorunlu karşılık oranları farklı vade dilimlerine göre arttırılmıştır	
<b>Şubat 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL zorunlu karşılık oranları farklı vade dilimlerine göre arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	
<b>Nisan 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	- Vadesi iki yılın altındaki ihtiyaç kredilerinin risk ağırlıkları %100’den %150’ye yükseltilmiştir. - Vadesi iki yılın üzerindeki ihtiyaç kredileri için risk ağırlıkları %100’den %200’e çıkarılmıştır.	
<b>Haziran 2011</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	- Tüketici kredileri için genel karşılıklar %1’den %4’e yükseltilmiştir. - Takipteki tüketici kredileri için genel karşılıklar %2’den %8’e yükseltilmiştir. (Karşılıkların arttırılması; tüketici kredisi portföyü toplam kredilerinin %20’sini aşan veya takipteki tüketici kredileri %8’den daha fazla olan bankalar için zorunlu tutulmuştur).	<i>BDDK</i>
	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	- Bir takvim yılı süresince 3 kez dönem borcunun %50’sinin altında ödeme yapılan kredi kartları nakit kullanıma kapatılmıştır.	
<b>Temmuz 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP zorunlu karşılık oranları farklı vade dilimlerine göre düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL kısa vadeli yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür.	
<b>Eylül 2011</b>	<i>Asgari Sermaye Yeterlilik Oranları</i>	Yabancı stratejik hissedarlara sahip bankaların sermaye yeterlilik oranları çeşitli göstergeler doğrultusunda sıkılaştırılmıştır.	<i>BDDK</i>
	<i>Mevduat Sigorta Primleri</i>	Mevduatlara ilişkin sigorta primi hesaplamalarında mevduatların vade ortalamalarının da dikkate alınması ve mevduatların vade ortalaması kısa olan bankaların daha yüksek sigorta primi ödemesine tabi tutulması kararlaştırılmıştır.	<i>TMSF</i>
<b>Ekim 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
<b>Temmuz 2012</b>	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	Kredi kartları ve tüketici kredileri için risk ağırlıkları düşürülmüştür.	<i>BDDK</i>

	<i>Faiz Oranı Riskine İlişkin Düzenleme</i>	Bankaların faiz riskine ilişkin standart oranı %20 ile sınırlandırılmıştır	
<b>Aralık 2012</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılıklar arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu</i>	Finansman şirketleri ve bankalar haricinde yerleşik kişilerin yurt dışından temin ettikleri kredilerdeki KKDF oranları: - Ortalama vadesi 1 yıla kadar: %3 - 1 ile 2 yıl arasında: %1 - 2 ile 3 yıl arasında: %0.5 - 3 yıl ve daha üzeri: %0 şeklinde belirlenmiştir.	<i>Maliye Bakanlığı</i>
<b>Ocak 2013</b>	<i>Mevduat Faizlerine Stopaj Vergisi</i>	TL ve döviz cinsinden mevduatlara ödenen faiz oranları -vade gözetilmeksizin- %15 stopaja tabi tutulmuştur. ( Vade süreleri 1 yılın üzerine çıktıkça stopaj, belirli oranlarda düşmektedir.)	
	<i>Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar</i>	Bankalar, kaldıraç oranları (Ana sermaye / (toplam yükümlülükler + bilanço dışı kaynaklar) TCMB tarafından belirlenen seviyenin üzerinde olduğu takdirde ilave zorunlu karşılıklara tabi tutulmuştur. 2013 yılının son çeyreğindeki kaldıraç oranı ≤ %3.5 olan bankaların 2014'ten itibaren ilave 1-2 puan zorunlu karşılık yükümlülüğüne tabi olması kararlaştırılmıştır. İlerleyen yıllarda ilave karşılık oranına tabi olacak kaldıraç düzeyinin üst bandının kademeli şekilde %5'e yükseltilmesine karar verilmiştir.	<i>TCMB</i>
<b>Şubat 2013</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Mart 2013</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Nisan 2013</b>	<i>LTV</i>	Ticari gayrimenkul kredilerinde LTV tavanı kaldırılmıştır.	<i>BDDK</i>
<b>Mayıs 2013</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Genel Karşılıklar</i>	Tüketici kredilerine ilişkin karşılıkların belirlenmesindeki kriter olan tüketici kredisi portföyünün toplam kredi portföyüne oranı %25'e çıkarılmıştır. Bununla birlikte taşıt kredileri de genel karşılık kapsamına dahil edilmiştir.	
<b>Ekim 2013</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	İhracat kredilerindeki genel karşılıklar %1'den %0'a, KOBİ kredilerindeki genel karşılıklar ise %1'den %0.5'e indirilmiştir.	<i>BDDK</i>
	<i>DTI</i>	-Gerçek kişilerin sahip oldukları kredi kartlarının toplam limiti; ilk yıl için aylık gelirlerinin ortalamasının iki katı, ikinci ve sonraki yıllar için dört katını aşmaması olarak belirlenmiştir. - Bir takvim yılı üç defa asgari ödeme tutarları ödenmeyen kredi kartları kullanıma kapatılmıştır.	

	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	- 1-6 ay arası kredi kartı taksitlerinde risk ağırlıkları %75'ten %100'e, 6-12 ay arasında %150'den %200'e, 12 ayın üzerinde %200'den %250'ye yükseltilmiştir. -Kredi kartlarında asgari ödeme tutarları; Limiti 15.000 TL'ye kadar olan kredi kartlarında dönem borcunun %30'una, 15.000-20.000 TL arasındaki limitlerde dönem borcunun %35'ine yükseltilmiştir.	
	<i>Taşıt Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	Vadesi 1 ile 2 yıl arasındaki taşıt kredileri için risk ağırlıkları %75'den %150'ye, 2 yıldan daha uzun vadeli taşıt kredileri için %200'e yükseltilmiştir.	
<b>Aralık 2013</b>	<i>Kredilere Vade Sınırlaması</i>	- Konut ve gayrimenkul kredileri haricindeki tüketici kredilerinin vadeleri 36 ay ile sınırlandırılmıştır. - Taşıt kredilerinin vadeleri 48 ay ile sınırlandırılmıştır.	<i>BDDK</i>
	<i>Genel Karşılıklar</i>	Finansman şirketleri konut kredisi dışındaki krediler için genel karşılık uygulamasına tabi tutulmuştur.	
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Finansman şirketleri zorunlu karşılık uygulamasına tabi tutulmuştur.	<i>TCMB</i>
<b>Şubat 2014</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Nakit çekimlerde ve kredi kartı harcamalarında taksit sayısı 9 ay ile sınırlandırılmıştır. Bununla birlikte gıda, yemek, akaryakıt, telekomünikasyon ve kuyumculuk alımlarında taksit uygulaması yasaklanmıştır.	<i>BDDK</i>
	<i>LTV</i>	Nihai fatura değeri 50.000TL veya daha az olan taşıtlarda verilecek krediler için LTV %70, 50.000 TL'den daha fazla olan taşıtlarda verilecek krediler için 50.000 TL'ye kadarlık kısımda %70, 50.000 TL'nin üzerindeki tutarlarda %50 olarak belirlenmiştir.	
<b>Mayıs 2014</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Kurumsal kredi kartlarında sektörlere yönelik taksit yasağı kaldırılmıştır.	<i>BDDK</i>
<b>Ekim 2014</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Bazı lüks tüketim kalemlerinde 4 aya kadar taksit olanağı sağlanmıştır.	<i>BDDK</i>
<b>Kasım 2014</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	Bankalara ve finansman şirketlerine TL zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmaya başlanmıştır. Faiz ödemelerinin; 2014 için TCMB'nin ortalama fonlama maliyetininin 700 baz puan altında, 2015 yılından itibaren ise 500 baz puan altında olması kararlaştırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Ocak 2015</b>	<i>LCR</i>	2015 yılı için toplam likidite karşılama oranının asgari %60, döviz cinsinden likidite karşılama oranının asgari %40 olarak belirlenmesine, sonraki yıllarda her iki oranın da her yıl için %10 artırılmasına karar verilmiştir.	<i>BDDK</i>
<b>Şubat 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için artırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Mart 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılıklar 1 yıla kadar ve 1-2 yıl arası vadeler için artırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Mayıs 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan artırılmıştır.	<i>TCMB</i>

	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	Dolar cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmaya başlanmıştır.	
<b>Haziran 2015</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	Finansman şirketlerinin tabi olduğu genel karşılık oranları belirli kredi türleri için düşürülmüştür.	<i>BDDK</i>
<b>Eylül 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
<b>Ekim 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılıklar 3 yıla kadar olan vade dilimleri için arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan arttırılmıştır.	
<b>Kasım 2015</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Mobilya, beyaz eşya ve eğitim-öğrenim hizmetleri ile alakalı harcamalarda 12 aya kadar taksit olanağı sağlanmıştır.	<i>BDDK</i>
<b>Aralık 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan arttırılmıştır.	<i>TCMB</i>
	<i>Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu</i>	Hesaplanan Kredi/GSYİH açığına bağlı olarak bankalara; risk ağırlıklı aktiflerinin %2.5'ine kadar konjonktür karşıtı sermaye tamponu bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Bu doğrultuda 2016 yılı için sermaye koruma tamponu oranı %0.625 olarak belirlenmiştir.	
<b>Ocak 2016</b>	<i>LCR</i>	2016 yılı için toplam likidite karşılama oranı asgari %70'ye, döviz cinsinden likidite karşılama oranı asgari %50'ye yükseltilmiştir.	<i>BDDK</i>
	<i>Kar Dağıtım Düzenlemesi</i>	İlave çekirdek sermaye gereksinimlerini karşılayamayan bankaların kar dağıtım oranı %0 ile %60 arasında kısıtlanmıştır.	
	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	-Konut kredilerinin risk ağırlıkları %50'den %35'e indirilmiştir. -Kredi kartları ve teminatsız tüketici kredilerinde vadeye göre değişen risk ağırlıklarının %250 olan üst sınırı %75'e çekilmiştir.	
<b>Mart 2016</b>	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	Kredi kartları ve tüketici kredileri için risk ağırlıkları düşürülmüştür.	<i>BDDK</i>
<b>Ağustos 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
	<i>LTV</i>	Konut kredileri için LTV tavanı %80'e yükseltildi.	
<b>Eylül 2016</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	Konut kredisi haricindeki tüketici kredilerinde var olan artan orandaki genel karşılık düzenlemesi kaldırılmıştır.	<i>BDDK</i>
	<i>Kredi Kartlarına İlişkin Düzenlemeler</i>	Kredi kartı işlemlerinde vade süreleri uzatılmıştır.	



	<i>Kredilere Vade Sınırlaması</i>	Taşıt ve konut haricindeki tüketici kredilerinin vadeleri 48 aya uzatılmıştır.	
	<i>Kredilere İlişkin Düzenlemeler</i>	İhtiyaç kredilerindeki borç bakiyelerinin yeniden yapılandırılmasına imkan tanınmıştır.	
<b>Kasım 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
<b>Aralık 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
	<i>Genel Karşılıklar</i>	1. ve 2. grupta izlenen kredilerde, kredi türlerine göre genel karşılık oranları düşürülmüştür.	<i>BDDK</i>
	<i>LCR</i>	2016 yılı için toplam likidite karşılama oranı asgari %80'e, döviz cinsinden likidite karşılama oranı asgari %60'a yükseltilmiştir.	<i>BDDK</i>
<b>Ocak 2017</b>	<i>Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu</i>	Sermaye koruma tamponu oranı %1.25'e yükseltilmiştir.	
	<i>Kredi Garanti Fonu</i>	KGF'ye Hazine Müsteşarlığı tarafından kaynak artırılmasına bağlı olarak kefalet limitleri yükseltilmiştir.	<i>Hazine Müsteşarlığı</i>
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	YP zorunlu karşılıklar tüm vade dilimlerinde 50 baz puan düşürülmüştür.	<i>TCMB</i>
<b>Ağustos 2017</b>	<i>LCR</i>	Likidite karşılama oranının hesaplanmasında bankaların zorunlu karşılıklarının dikkate alınmasındaki oran %50'den %100'e çıkarılmıştır.	<i>BDDK</i>
<b>Aralık 2017</b>	<i>LTV</i>	LTV'de baz alınacak taşıt fatura değeri yükseltilmiştir. Buna göre nihai fatura değeri 100.000 TL veya daha az olan taşıtlarda verilecek krediler için LTV %70, 100.000 TL'den daha fazla olan taşıtlarda verilecek krediler için 100.000 TL'ye kadar %70, 100.000 TL üzeri için %50 olarak belirlenmiştir.	<i>BDDK</i>

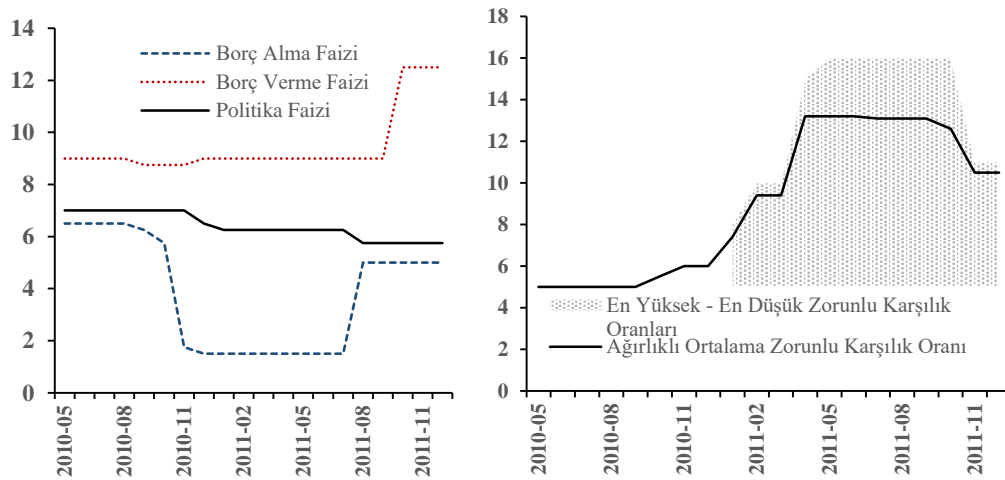
*Kaynak: TCMB, BDDK, Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı ve TMSF*

### 2.2.1. Kasım 2010-Ağustos 2016 dönemi: Makro ihtiyati sıkılaştırma

2010 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişleri hızlanmış, TL üzerindeki değerlenme baskısı yükselmiş, cari denge bozulma eğilimine girmiş ve kredi hacmi genişlemiştir (Grafik 13 ve Grafik 14). Makro-finansal istikrar açısından tehdit oluşturan bu gelişmeler, finansal istikrar amacının TCMB politikalarında ağırlık kazanmasına yol açmıştır. Bu doğrultuda TCMB; iç ve dış talepteki ayrışmayı sınırlamak, kredi büyüme hızını yavaşlatmak ve döviz kurundaki hareketleri iktisadi temellerle uyumlu hale getirmek amacıyla yeni politika bileşimini Kasım 2010'dan itibaren uygulamaya başlamıştır.

Politika bileşiminin ilk ayağında, kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlatılması ara hedef olarak benimsenmiştir. Bu doğrultuda TCMB, hedefin altında seyreden enflasyonun da kendisine sağladığı alanla düşük politika faizi ve geniş faiz koridoru araçlarını kullanmıştır. %7 seviyesindeki 1 hafta vadeli repo faizi Aralık 2010'da %6.50'ye, Ocak 2011'de %6.25'e indirilmiştir. Eylül-Aralık 2010 döneminde borçlanma faizi 500 baz puan düşürülerek %1.50 seviyesine çekilirken borç verme faizi ise 25 baz puan artırılarak %9'a yükseltilmiştir (Grafik 15). Faiz koridorunu aşağı yönlü genişleterek gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faizinden daha düşük seviyede oluşmasına ve dalgalı seyir izlemesine izin veren TCMB, gecelik piyasa faizlerinin ortalama getirilerini düşürmek ve oynaklığını arttırmak suretiyle spekülasyon sermaye girişlerini azaltmaya çalışmıştır (TCMB, 2011c: 3; Başçı ve Kara, 2011: 13).

**Grafik 15. Faiz Oranları ve TL Zorunlu Karşılık Oranları: Mayıs 2010-Aralık 2011**



Kaynak: TCMB

Politika bileşiminin ikinci ayağında ise cari işlemler açığındaki artışın temel sebeplerinden biri olarak görülen kredi hacmindeki genişlemenin sınırlandırılması ara hedefi doğrultusunda zorunlu karşılıklar aktif bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Bu amaç çerçevesinde TCMB, öncelikle zorunlu karşılıkların makro ihtiyati politika aracı olarak etkinliğini arttırmak için Eylül 2010'da TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vermiştir. Ardından Ekim ve Kasım 2010'da TL zorunlu karşılık oranlarını 50'şer baz puan arttırarak %6'ya yükseltmiş ve repo işlemlerini de zorunlu karşılığa tabi tutarak zorunlu karşılıkların kapsamını genişletmiştir. Bununla birlikte bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılması ve vade uyumsuzluğunun azaltılması amacıyla TL ve YP zorunlu karşılıklar vadeye göre farklılaştırılarak kademeli bir şekilde arttırılmıştır. Grafik 15'den de görüleceği üzere, Nisan 2011'de TL zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması %13.5'e ulaşırken zorunlu karşılık oranları en kısa vade için %5 en uzun vade için %16 olmuştur (TCMB, 2010d: 22; 2011a: 12-33).

Büyüme oranının 2010 yılı boyunca potansiyelin üzerinde seyretmesine bağlı olarak kredi talebinde gerçekleşen artış, bu talebe karşılık vermek isteyen bankacılık sektörünü yeni arayışlara yöneltmiştir. Bu doğrultuda bankalar, artan zorunlu karşılıkların kredi arzını azaltıcı etkisini hafifletmek için kar marjlarından belirli oranda feragat etmenin yanı sıra API vasıtasıyla TCMB'den borçlanmaya başlamışlardır.<sup>67</sup> Fon sahiplerinden toplanan mevduatların ortalama vadesinin 45 gün TCMB'den borçlanılan fonların vadesinin ise 1 hafta olduğu bir ortamda bankalar, yükselen zorunlu karşılık oranlarının krediye çevrilebilir mevduat miktarında yarattığı azalmayı TCMB fonları ile telafi etmişlerdir. Bu da hem zorunlu karşılık miktarının hem de kısa vadeli borçlanmanın eş anlı yükselmesine ve kredi büyüme hızındaki artışın devam etmesine yol açmıştır<sup>68</sup> (Özatatay, 2014: 187-188; IMF, 2017: 69).

TCMB tarafından alınan tedbirlerin kredi büyüme hızını yavaşlatmada yetersiz kalması, yeni politika bileşiminin etkinliğinin arttırılmasında finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu diğer kurumlara duyulan ihtiyacı açık bir şekilde ortaya

---

<sup>67</sup> TCMB'nin politika faizi ile para piyasasında oluşan faizler arasındaki bağlantıyı kesmek için API vasıtasıyla piyasalara ilave likidite enjekte etmesi, bir bakıma arttırılan zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki etkinliğinin azalmasına neden olmuştur (IMF, 2017: 69).

<sup>68</sup> Aktaş ve Cortuk'a (2012: 201) göre yeni politika bileşiminin ilk döneminde kredi büyüme hızının yavaşlatılamamasının iki temel sebebi bulunmaktadır. İlki, politika uygulamalarının sonuçlarının belirli bir zaman gecikmesiyle ortaya çıkmasıdır. İkincisi ise, kredi talebinin faiz esnekliğinin düşük olması ve bankalar arasındaki artan rekabettir.

koymuştur. Nitekim Haziran 2011'den itibaren -başta BDDK olmak üzere- düzenleyici ve denetleyici kurumlar, -FİK'in koordinatörlüğü ve rehberliği altında- TCMB'nin küresel likidite değişimlerinin yurtiçi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik bireysel çabalarını destekleyici makro ihtiyati tedbirleri devreye sokmaya başlamışlardır (Kara, 2016: 131).

FİK'in temel önceliklerinden biri olan tüketici kredilerindeki büyümeyi kontrol altına alma ve hanehalklarının borçluluk düzeyini azaltma hedefi doğrultusunda ilk makro ihtiyati sıkılaştırma paketi Haziran 2011'de BDDK tarafından uygulamaya konmuştur. Bu amaca yönelik olarak, tüketici kredileri içerisinde en hızlı büyüme oranına sahip olan ihtiyaç kredileri için bankaların ayırmaları gereken karşılık oranları yükseltilmiştir. Tüketici kredilerinin uzun vadede yol açabileceği muhtemel riskleri sınırlandırabilmek için sermaye yeterliliği hesaplamalarında dikkate alınan risk ağırlıkları ihtiyaç kredileri için arttırılmıştır. Bununla birlikte kredi kartlarının nakit kullanımlarına ilişkin Aralık 2010'da yapılan düzenleme yine bu dönemde uygulanmaya başlanmıştır (Tablo 23).

2011 yılının ikinci yarısından itibaren Euro bölgesindeki kamu borcunun sürdürülebilirliğine ve küresel büyümeye ilişkin kaygıların artması küresel risk iştahında bozulmaya neden olmuş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan hızlı sermaye çıkışlarından Türkiye ekonomisi de payını almıştır. TL'de yaşanan değer kaybının arzu edilenin üzerine çıkması karşısında TCMB, politika araçlarını sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemdeki tersi yönde kullanmaya başlamıştır. Sermaye hareketlerindeki çıkışı engellemek amacıyla Ağustos 2011'de borç alma faizi %1.5'den %5'e yükseltilirken borç verme faizi %9 düzeyinde sabit tutularak faiz koridoru daraltılmıştır. İktisadi faaliyete ilişkin dış talep kaynaklı riskleri sınırlandırmak için politika faizi %6.25'ten %5.75'e düşürülmüştür. Bununla birlikte gerçekleştirilen döviz satış ihaleleriyle dış finansmandaki ani duruş riski azaltılmaya çalışılmıştır (TCMB, 2011c: 5-13; Kara, 2012: 27).

TCMB, yüklü miktarda gerçekleştirilen döviz satış ihalelerinin brüt döviz rezervleri üzerindeki azaltıcı etkisinin belirginleşmesi neticesinde Eylül 2011'de ROM'u kullanmaya başlamış ve bankalara TL zorunlu karşılıklarının belirli bir kısmını döviz ve/veya altın olarak tutma imkanı tanımıştır. Yeni bir uygulama olmasından dolayı kademeli bir stratejinin benimsendiği ROM'da, ilk olarak bankaların TL zorunlu karşılıklarının %10'unu döviz cinsinden tutabilmelerine olanak sağlanmıştır. Daha sonra

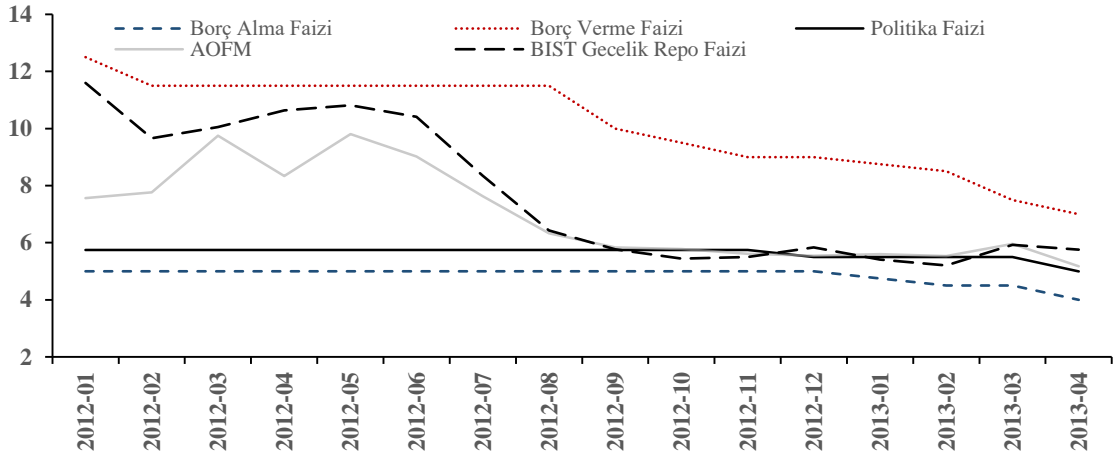
bu oran izleyen aylarda sırasıyla %20'ye ve %40'a yükseltilmiştir (TCMB, 2012c: 12; Alper vd., 2012: 6).

Faiz koridorunun daraltılması ve döviz piyasasına yönelik müdahaleler sayesinde döviz kurundaki dalgalanmaların azaltılmasına karşın TL'deki sert değer kayıplarının önüne geçilememiş ve Kasım 2010-Ekim 2011 döneminde TL'deki değer kaybı %30'a ulaşmıştır. Bununla birlikte yönetilen/yönlendiren ürünlere öngörülenin üzerinde yapılan zamlar ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin artışlar orta vadeli enflasyon bekleyişlerindeki bozulma riskini de beraberinde getirmiştir (Aktaş ve Cortuk, 2012: 202; Kara, 2012: 27). Diğer taraftan BDDK'nın tüketici kredilerine yönelik aldığı makro ihtiyati tedbirler ve Euro bölgesindeki artan sorunlar 2011 yılının son çeyreğinde kredi büyüme hızında keskin bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur.

Hızlanan enflasyon ve yavaşlayan kredi büyümesi karşısında TCMB, Şekil 13'de gösterilen (IV) numaralı politika tepkisi ile kısmen uyumlu bir politika duruşu sergilemiştir. Ekim 2011'de başlatılan parasal sıkılaştırma doğrultusunda borç verme faiz oranı 350 baz puan arttırılarak %12.5'e yükseltilirken borç alma faizi sabit tutulmuştur (Grafik 15). Faiz koridorunu yukarı yönlü genişleten TCMB, likidite koşullarını da sıkılaştırarak fonlamayı daha yüksek maliyetli araçlara kaydırmıştır. Böylelikle gecelik piyasada oluşan faizlerde ve kredi faizlerinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Diğer taraftan parasal sıkılaştırmanın kredi büyümesinde yol açabileceği ani duruşun engellenmesinde zorunlu karşılıkların makro ihtiyati araç olarak kullanılmasına devam edilmiştir. Bu amaç çerçevesinde Eylül ve Ekim 2011'de kısa vadeli TL zorunlu karşılık oranlarında, Ekim 2011'de ise YP zorunlu karşılık oranlarının tüm vadelerinde ölçülü indirimler gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2011c: 6-7; Kara, 2012: 27).

Euro bölgesindeki sorunlara yönelik alınan mali tedbirlerin piyasalar tarafından olumlu algılanması ve gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikalarının sürmesi, 2012 yılının ilk aylarından itibaren küresel risk iştahında kademeli bir iyileşme eğilimine girilmesine neden olmuştur. Buna bağlı olarak sermaye girişlerindeki ani duruş riskinin azalması neticesinde faiz koridorunun üst bandında sınırlı bir indirime gidilmiştir. Grafik 16'dan da görüleceği üzere, Şubat 2012'de borç alma faizi ve 1 hafta vadeli repo faizi sabit tutulurken borç verme faizi %12.50'den %11.50'ye düşürülmüştür (TCMB, 2012c: 8; Kara, 2012:27).

**Grafik 16. Faiz Oranları: Ocak 2012-Nisan 2013**



*Kaynak: TCMB*

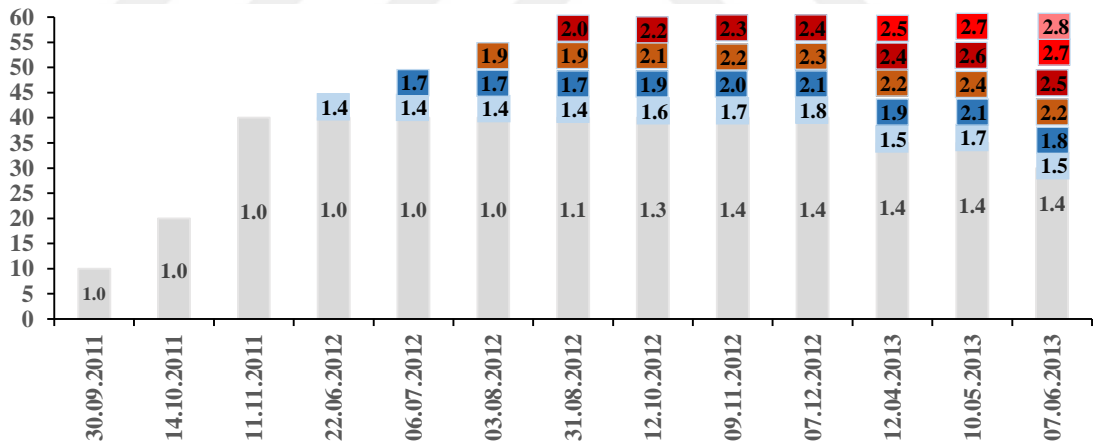
Küresel ekonomideki olumlu görünüme karşın 2011 yılsonu enflasyon oranının %10.45 olarak gerçekleşmesi ve maliyet unsurlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin varlığı 2012 yılının ilk yarısında temkinli bir para politikası izlenmesine yol açmıştır (TCMB, 2013b: 31). Bu doğrultuda fiyat istikrarı amacına yönelik olarak Ocak-Haziran döneminde 6 kez ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Politika faizi ile fonlamaya bir süre ara verilirken haftalık fonlama gün içi repo ihaleleri ile gerçekleştirilmiştir. Fonlamanın borç verme faizinden ve TCMB nezdinde piyasa yapıcı repo faizinden yapılması neticesinde para piyasası faizleri koridorun üst bandına yakın yerlerde oluşmuştur (TCMB, 2012c: 20).

Sıkı para politikası duruşu ve alınan makro ihtiyati tedbirler neticesinde 2012 yılının ortalarından itibaren enflasyon kontrol altına alınmış, iç talep ile dış talep arasındaki dengelenme süreci belirginleşmiş ve Aralık 2010'da %45'e kadar yükselen kredi büyüme hızı %15'e gerilemiştir. Enflasyonun ve kredi büyüme hızının eş anlı olarak yavaşlaması karşısında TCMB, Şekil 13'de gösterilen (II) numaralı politika tepkisiyle kısmen uyumlu bir politika duruşu sergilemiştir. Haziran 2012'den itibaren piyasalara verilen likidite azaltılarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) ve gecelik piyasada oluşan faiz oranları politika faizine yakınlaştırılmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının yılın üçüncü çeyreğinde ek parasal genişlemeye gitmelerinin sermaye girişlerini daha da hızlandırma riski karşısında faiz koridorunun üst bandı Eylül-Kasım 2012 döneminde %11.5'den %9'a indirilmiştir. Bununla birlikte politika faizi, finansal

istikrarı amacına yönelik olarak 25 baz puan indirimle %5.50 seviyesine çekilmiştir (TCMB, 2013b: 31-32).

Sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara bağlı olarak ani duruş riskini göz önünde bulunduran TCMB, bankaların likidite yönetimlerine esneklik kazandırabilmek ve brüt döviz ile altın rezervlerini güçlendirebilmek amacıyla ROM'u daha aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Bu doğrultuda Haziran 2012'den itibaren bankaların döviz ve altın şeklinde tutabilecekleri TL zorunlu karşılıklar için tesis dilimleri ve ROK kademeli bir şekilde yükseltilmiştir. Grafik 17'den de görüleceği üzere, Haziran 2012'de %40 olan döviz tesis dilimi Aralık 2012'de %60'a çıkarılırken buna ilişkin ROK, ilk %40'lık ve takip eden %5'lik dilimler için 1.4 ile 2.4 arasında artan oranda değerler almıştır. Öte yandan aynı dönemde %10 olan altın tesis dilimi %10'dan %30'a yükseltilirken buna ilişkin ROK, ilk %20'lik ve takip eden %5'lik dilimler için 1.3 ile 2.2 arasında artan oranda değerler almıştır (TCMB, 2012c: 12-13).

**Grafik 17. Döviz Olarak Tutulabilecek Zorunlu Karşılıkların Rezerv Opsiyon Oranları ve Rezerv Opsiyon Katsayıları: Eylül 2011-Aralık 2013**



Kaynak: TCMB

Sermaye girişlerinin 2013'ün ilk aylarında da aynı hızda sürmesine bağlı olarak genişleyen kredi hacmi ve TL üzerindeki değerlenme baskısı karşısında TCMB, bir taraftan kısa vadeli faizleri düşük tutmaya çalışırken diğer taraftan zorunlu karşılıklar üzerinden sıkı makro ihtiyati politika duruşunu devam ettirmiştir. Bu doğrultuda Ocak-Mayıs 2013 döneminde politika faizi %5'den %3.5'e düşürülürken ROM'un etkin çalışan otomatik dengeleyici fonksiyonunun geniş bant belirsizliği ihtiyacını azaltması

neticesinde borç alma faizinde 100 baz puan, borç verme faizinde ise 250 baz puan indirim gerçekleştirilerek faiz koridoru daraltılmıştır. İç talepteki ısınmayı azaltmak ve brüt döviz rezervlerini güçlendirmek için ROM'un döviz tesis dilimlerine %30-35 ve %35-40 basamakları eklenirken ROK ilk dilim dışındaki diğer dilimlerde kademeli bir şekilde arttırılmıştır. Diğer taraftan yine aynı dönemde, bankaların yüksek borçlanmalarından kaynaklanabilecek riskleri sınırlamak amacıyla aşırı kaldıraçla çalışan bankalara ilave zorunlu karşılık yükü getiren kaldıraca dayalı zorunlu karşılık sistemi, konjonktür karşıtı bir makro ihtiyati araç olarak uygulamaya konmuştur. Bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vade yapısını daha sağlıklı hale getirmek amacıyla kısa vadeli yükümlülükler için TL zorunlu karşılık oranları 50 baz puan YP zorunlu karşılık oranları ise 100 baz puan yükseltilmiştir (TCMB, 2012c: 28-29; 2014a: 30-39).

Mayıs 2013'de FED guvernörü B. Bernanke'nin niceliksel genişleme programını kademeli bir şekilde sonlandıracağına ve tahvil alımlarını azaltacağına ilişkin sinyaller içeren "taper talk" açıklaması, küresel piyasalarda para politikalarının sıkılaşacağına yönelik beklentileri güçlendirmiştir. Buna bağlı olarak birçok gelişmekte olan ülkeye benzer şekilde Türkiye'de de ani sermaye çıkışları meydana gelmiş ve döviz kurunda sert yükselişler yaşanmıştır (Aktaş, Erduman ve Kaya Ekşi, 2018). TL'deki değer kayıplarının enflasyonist etkileri karşısında önceliği büyümeye veren TCMB ise bu dönemde politika faizi aracını kullanmamıştır. Bunun yerine faiz koridorunun genişliği ile oynayarak ve likidite operasyonları ile faiz oranlarını belirlemeye çalışmıştır.

2013 yılının ikinci yarısındaki sorunlar döviz kurundaki sert düşüş ile sınırlı kalmamıştır. 2012'nin son çeyreğinde %15'lere kadar gerileyen toplam kredi büyüme oranı, düşük seyreden kredi faizlerine bağlı olarak hem tüketici hem de ticari kredilerin desteğiyle bir sonraki yılın aynı çeyreğinde %25'lere kadar yükselmiştir. Kredi büyüme hızının makul kabul edilebilecek seviyelerin üzerine çıkması, BDDK öncülüğünde ikinci makro ihtiyati sıkılaştırma paketinin devreye sokulmasına neden olmuştur.

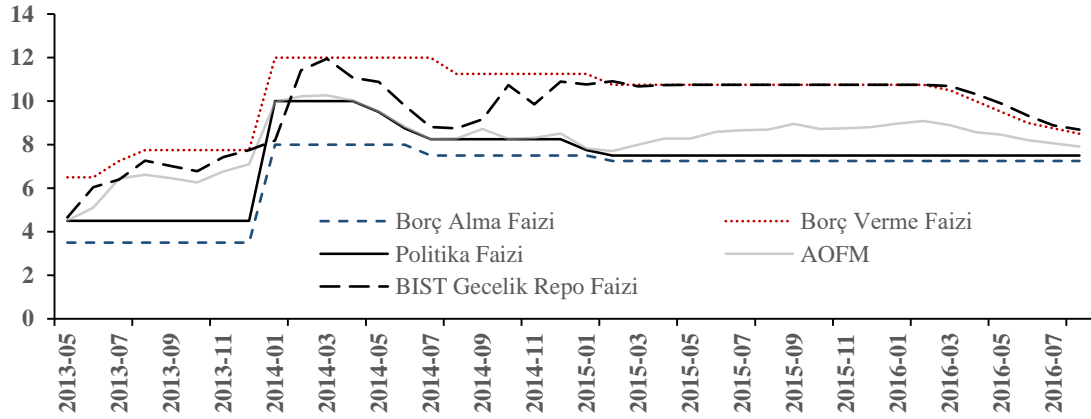
Ekim 2013'te uygulanmaya başlanan makro ihtiyati sıkılaştırma paketinde ağırlıklı olarak tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarına yönelik tedbirler yer almıştır. Bu doğrultuda, kredi büyüme hızını yavaşlatmak amacıyla tüketici kredilerinin ve bireysel kredi kartlarının risk ağırlıkları arttırılmıştır. Konut ve gayrimenkul haricindeki tüketici kredilerine çeşitli oranlarda vade sınırlaması getirilmiştir. Taahhüt kredileri genel karşılık kapsamına dahil edilmiş ve nihai fatura değerlerine bağlı olarak değişen oranda



LTV sınırlaması uygulanmıştır. Kredi kart limitlerine DTI tavanı getirilirken asgari ödeme tutarının bir takvim yılında üç kez ödenmemesi durumunda kredi kartları nakit çekime kapatılmıştır. Kredi kartı taksitlendirme süreleri kısıtlanmış ve bazı harcama kalemlerinde taksit uygulaması kaldırılmıştır. Bankacılık sektörü dışındaki sektörlerde hızlanan kredi büyümesini sınırlamak ve kredi kanallarını takip edebilmek amacıyla finansman şirketleri hem genel karşılık hem de zorunlu karşılık uygulamasına tabi tutulmuştur (Tablo 23).

Aralık 2013’de FED’in tahvil alımlarını azaltmaya (tapering) başlaması ve yılın ikinci yarısından itibaren politik belirsizliklerin giderek artması TL’deki değer kaybının şiddetlenmesine, finansal piyasalardaki dalgalanmaların ve piyasa faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Sterilize edilmemiş döviz müdahaleleri TL’deki değer kaybını sınırlamak bir yana, döviz rezervlerinin hızla erimesine yol açmıştır. 21 Ocak 2014 tarihli Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmayan TCMB, döviz kurunda ve risk primindeki yukarı yönlü hareketlere daha fazla kayıtsız kalamamış ve 28 Ocak 2014 tarihinde yapmış olduğu olağanüstü PPK toplantısında sert faiz artırımları gerçekleştirmiştir.

**Grafik 18. Faiz Oranları: Mayıs 2013-Ağustos 2016**



*Kaynak: TCMB*

Grafik 18’den de görüleceği üzere politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizi 550 baz puan arttırılarak %10’a çıkarılmıştır. Faiz koridorunun alt bandı %3.5’den %8’e, marjinal fonlama oranı olan üst bant ise %7.75’ten %12’ye yükseltilmiştir. Geç likidite penceresi (GLP) uygulaması çerçevesinde borç verme faizi %10.25’ten %15 seviyesine çıkarılmıştır. Bununla birlikte para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirmeye

yönelik olarak fonlamanın 1 hafta vadeli repo faiz oranından yapılacağı açıklanmış ve AOFM, politika faizine yakın tutulmuştur (TCMB, 2015a: 28-36; IMF, 2017: 67).

2014'ün ikinci çeyreğinden itibaren küresel likidite koşullarındaki iyileşme ve makroekonomik göstergelerin olumlu seyri, faiz oranlarında ölçülü indirimler gerçekleştirilmesine neden olmuştur. 1 hafta vadeli repo faizi Mayıs-Temmuz 2014 döneminde kademeli bir şekilde %10'dan %8.25 seviyesine çekilmiştir. 2015'in ilk aylarında çekirdek enflasyondaki düşüşün yardımıyla bu indirimlerine devam edilmiş ve politika faizi 75 baz puan daha düşürülürken faiz koridoru 50 baz puan daha aşağı kaydırılmıştır.

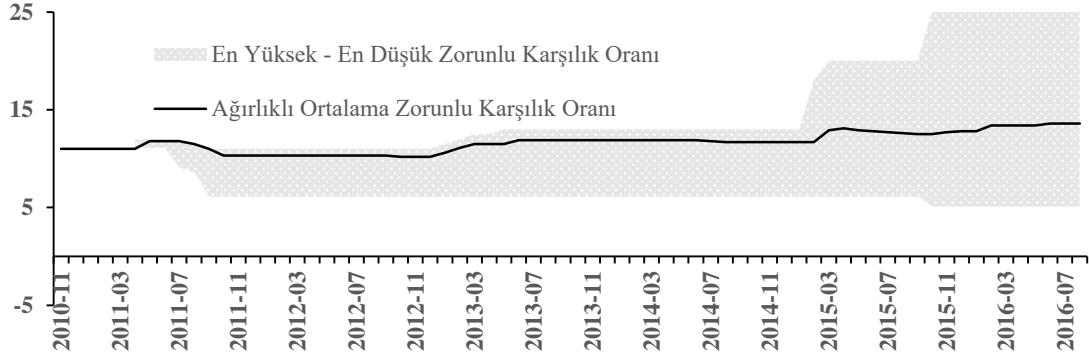
Faiz oranlarındaki indirimlere karşın 2014'ün son çeyreğinden itibaren küresel piyasalardaki dalgalanmaların artması, risk primleri ile uzun vadeli faizlerdeki artışlar ve TL'de yaşanan değer kayıpları karşısında mevcut sıkı para politikası duruşu likidite sıkılaştırmaları ile desteklenmiş ve 2015 yılı boyunca buna devam edilmiştir. Uygulanan sıkı likidite politikası ile piyasa faizleri faiz koridorunun üst bandına yakınlaştırılmış ve AOFM yıl genelinde kademeli olarak yükseltilmiştir (TCMB, 2016a: 27-30).

Makro-finansal istikrarı sağlama açısından, kredi büyümesini kontrol altına almaya yönelik mevcut makro ihtiyati politika uygulamalarına devam edildiği bu dönemde, önceki dönemlerden farklı olarak kesit boyutundaki sistemik risklere verilen önem artmıştır. Küresel finansal kriz sonrasında bankaların kredi büyümesini büyük oranda mevduat dışı kaynaklarla finanse etmelerine bağlı olarak çekirdek dışı yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payının artması ve vadelerin kısılması karşısında zorunlu karşılıklar çekirdek yükümlülükleri teşvik eden yapısal bir makro ihtiyati araç olarak kullanılmıştır (Kara, 2016: 132-133). Bu doğrultuda Kasım 2014'den itibaren bankaların ve finansman şirketlerinin TL olarak tesis ettikleri zorunlu karşılıklar için fonlama kalitesi ile orantılı şekilde faiz ödemesine başlanmış ve ödenecek faiz oranları 2015 yılı boyunca kademeli bir şekilde yükseltilmiştir<sup>69</sup> (TCMB, 2014c: 14). Bunun yanı sıra uzun vadeli borçlanmayı teşvik etmek için çekirdek dışı kısa vadeli YP yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranları kademeli olarak arttırılmıştır. Grafik 19'dan da görüleceği üzere 1 yıla kadar vadeli çekirdek dışı YP yükümlülüklerde

<sup>69</sup> TCMB, faiz ödemelerinde [(mevduat + özkaynak) / kredi] oranını fonlama kalitesinin ölçütü olarak belirlemiştir. Buna göre söz konusu oranının sektör ortalamasının üzerinde olması halinde ilgili finansal kuruluşa daha yüksek faiz ödemesi yapılmaktadır (TCMB, 2014b: 42).

zorunlu karşılık oranları 2015 yılı içerisinde %13 seviyesinden %25'e yükseltilmiştir (TCMB, 2015b: 43).

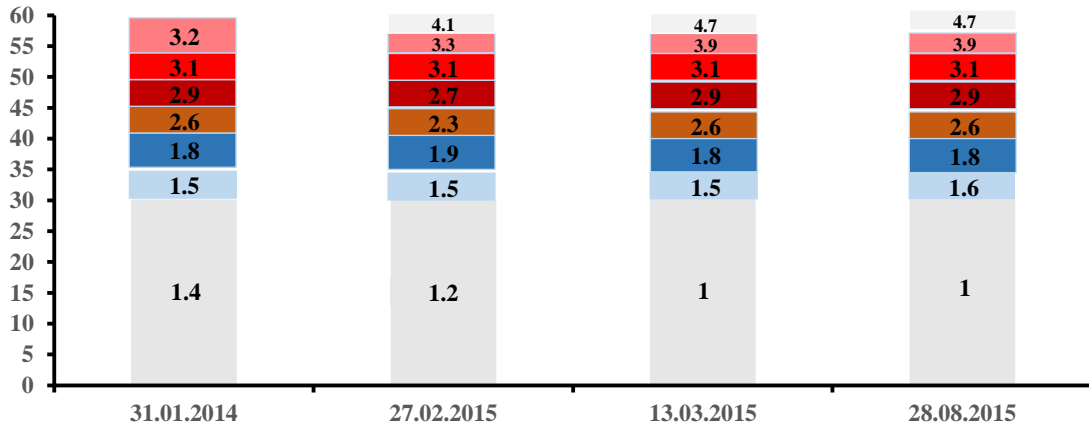
**Grafik 19. YP Zorunlu Karşılık Oranları: Kasım 2010-Ağustos 2016**



Kaynak: TCMB

YP yükümlülüklerine uygulanan zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, bir taraftan finansman kalitesini olumlu yönde etkilerken diğer taraftan piyasalardaki döviz likiditesini azaltmıştır. Bu doğrultuda TCMB, ortaya çıkan döviz likiditesi ihtiyacını giderebilmek için ROM'u aktif bir şekilde kullanmıştır. ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirmek ve döviz piyasasındaki dalgalanmayı azaltmak amacıyla katsayılara ve tesis dilimlerine ilişkin teknik ayarlamalar yapılmıştır. Buna göre, en üst %5'lik tesis dilimi, %1'lik 5 dilime bölünürken ROK, %30'luk dilim için düşürülürken en üst %1'lik 5 dilim için yükseltilmiştir (TCMB, 2015c: 15).

**Grafik 20. Döviz Olarak Tutulabilecek Zorunlu Karşılıkların Rezerv Opsiyon Oranları ve Rezerv Opsiyon Katsayıları: Ocak 2014-Ağustos 2016**



Kaynak: TCMB

Gelişmiş ülkelerdeki geleneksel olmayan para politikalarının 2015 yılında sonlandırılacağına ilişkin güçlenen sinyaller karşısında TCMB, Ağustos 2015’de para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirmeye yönelik adımları kamuoyuna açıklamıştır. Faiz koridorunun politika faizi etrafında daha simetrik hale getirilmesi ve daraltılmasının yanı sıra piyasa yapıcı bankalara sağlanan borçlanma imkanı faizinin kaldırılması gibi tedbirleri içeren yol haritasında, normalleşme süreci içerisinde politika faizinin temel araç olarak kullanıldığı ortodoks çerçeveye döneceği mesajı verilmiştir. Bununla birlikte 2016’nın ikinci çeyreğine kadar faiz politikasında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir.

FED’in Aralık 2015’de politika faizinde gerçekleştirdiği artışın 25 baz puanda kalması ve küresel ekonomide yavaş bir toparlama sürecinin yaşanacağına yönelik beklentilerin ağırlık kazanması, 2016 yılının başından itibaren sermaye girişlerinin hızlanmasına ve risk primlerinin düşmesine neden olmuştur. Bunun yanı sıra söz konusu dönemde kredi büyümesini kontrol altında tutan sıkı makro ihtiyati politika duruşu, BDDK tarafından alınan tedbirlerle daha da güçlendirilmiştir. Bankaların çekirdek sermaye gereksinimlerini karşılama düzeyleri dikkate alınarak kar dağıtım oranları sınırlandırılmış ve likidite karşılama oranları arttırılmıştır. Hesaplanan kredi/GSYİH açığına bağlı olarak bankalara konjonktür karşıtı sermaye tamponu bulundurma zorunluluğu getirilmiştir (Tablo 23).

Enflasyonist baskıların azalması, TL’nin istikrarlı seyri, finansal koşullardaki sıkılık ve küresel piyasalardaki olumlu gelişmeler, TCMB’ye faiz koridoru politikasını 2016 yılının ikinci çeyreğinden itibaren sadeleştirebilme imkanı sağlamıştır. Bu doğrultuda, Mart-Eylül 2016 döneminde faiz koridorunun üst bandı kademeli bir şekilde %10.75’den %8.25 seviyesine indirilmiş ve koridor genişliği 300 baz puandan 100 baz puana kadar daraltılmıştır (TCMB, 2017a: 32)

TCMB’nin 2014 yılının başından itibaren sergilediği politika duruşunun -son dönemde sadeleştirme çerçevesinde gerçekleştirilen ölçülü faiz indirimleri bir tarafa- Şekil 13’de gösterilen (III) numaralı politika tepkisi ile genel olarak uyumlu olduğunu söylemek mümkündür. Bu dönemde artan enflasyon ve hızlanan kredi büyümesi karşısında TCMB bir yandan faiz oranlarında kayda değer artışlar gerçekleştirirken diğer yandan zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamalarının yüksek seviyesini muhafaza etmiştir. Bunun yanı sıra BDDK’nın 2013’ün son çeyreğinde tüketici kredi büyümesini

azaltmaya yönelik aldığı makro ihtiyati tedbirler ve Basel III çerçevesinde tanımlanan konjonktür karşıtı sermaye tamponu ve likidite karşılama oranı gibi yeni araçlarla sıkı para politikası duruşu desteklenmiştir.

### **2.2.2. Eylül 2016 ve sonrası dönem: Makro ihtiyati gevşetme**

Türkiye ekonomisi, 2016 yılının ikinci yarısından itibaren bir dizi olumsuz iç ve dış şoka maruz kalmıştır. Her ne kadar finansal piyasalar üzerindeki etkileri sınırlı kalsa da İngiltere'deki Brexit Referandumu ve 15 Temmuz darbe girişimi, yılın ilk yarısında zayıflayan büyüme performansını daha da kötüleştirmiştir. TCMB'nin Mart ayından itibaren gerçekleştirdiği faiz indirimlerini zorunlu karşılıklarla da desteklemesine karşın büyümenin katalizörü olan krediler üzerinde beklenen sonuçlar alınamamıştır.

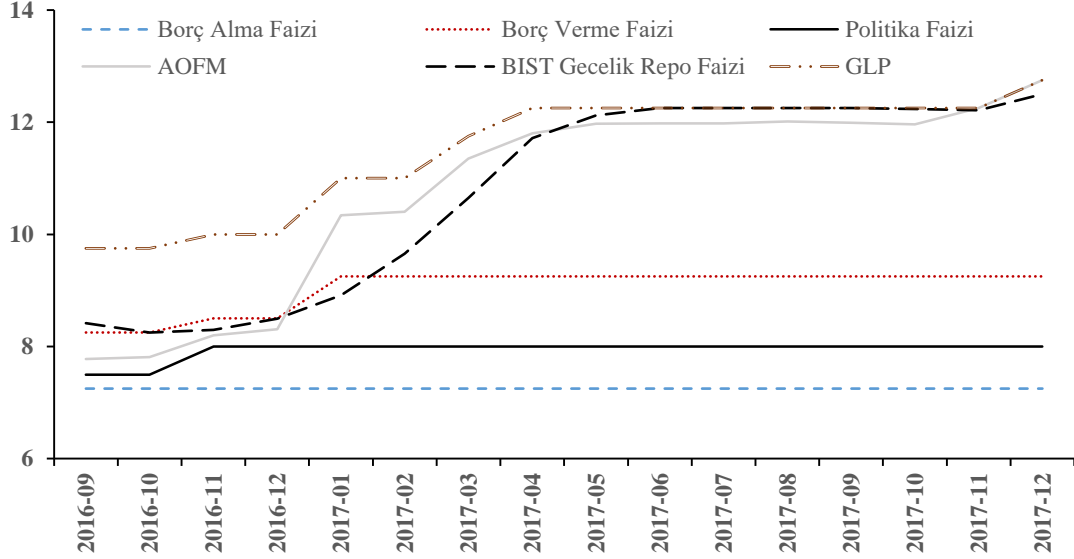
Kredi büyümesindeki yavaşlamanın arzu edilenin ötesine geçmesi neticesinde Eylül 2016'da makro ihtiyati politika duruşunda gevşetmeye gidilmiştir. BDDK tarafından alınan ve tüketici kredilerindeki büyümeyi sınırlamaya yönelik çok sayıdaki makro ihtiyati tedbir gevşetilmiş veya yürürlükten kaldırılmıştır. Buna göre taşıt ve konut haricindeki tüketici kredilerinin azami vade süresi 36 aydan 48 aya uzatılmıştır. İhtiyaç kredilerindeki borç bakiyelerinin -borçlunun talebi doğrultusunda ve 72 ay ile sınırlı kalmak şartıyla- yeniden yapılandırılmasına imkan tanınmıştır. Kredi kartlarında 9 ay olan genel taksit sınırlaması bazı mal ve hizmetler için 12 aya çıkarılmıştır. Konut kredilerindeki LTV tavanı %75'ten %80'e yükseltilmiştir. Konut kredisi dışındaki tüketici kredileri için geçerli olan artan orandaki genel karşılık düzenlemesi yürürlükten kaldırılmıştır (Tablo 23).

Kasım 2016'da ABD'deki başkanlık seçimlerinde D. J. Trump'ın seçilmesi, küresel ekonomi politikaların dair belirsizliklerin yaşanmasına neden olmuştur. Piyasalarda, yeni yönetimin genişleyici maliye politikalarına yöneleceği görüşünün güçlenmesi, enflasyon beklentilerini arttırırken tahvil faizlerinde de yukarı yönde baskı oluşturmuştur. Uluslararası finansal görünüme ilişkin belirsizliğin artması ve ABD tahvil faizlerinin yükselmesi neticesinde -gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde- Türkiye'den de kayda değer portföy çıkışları gerçekleşmiştir (TCMB, 2016b: 1-2).

TL'deki değer kayıplarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkileri karşısında TCMB, Kasım 2016'da ölçülü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Grafik 21'den de görüleceği üzere politika faizi 50 baz puan

arttırılarak %8'e çıkarılırken gecelik borç verme faizi %8.25'den %8.50'ye yükseltilmiştir. Döviz piyasasındaki likiditeyi desteklemek amacıyla ROK'larda ve YP zorunlu karşılık oranlarında indirimler gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2017a: 31-34).

**Grafik 21. Faiz Oranları: Eylül 2016-Aralık 2017**



Kaynak: TCMB

FED'in Aralık 2016'daki faiz artırımını ile yükselişini sürdüren döviz kurunun enflasyona ilişkin yukarı yönlü riskleri arttırması karşısında TCMB, Ocak-Nisan 2017 döneminde öncekinden daha güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmek zorunda kalmıştır. Bununla birlikte kurdaki yükselişin geçici olarak değerlendirilen ve iktisadi faaliyetteki toparlama eğiliminin sürdürülmesi amacıyla politika faiz oranını kullanmak istemeyen TCMB farklı bir likidite politikası izlemiştir (Özdemir, 2017: 17). Buna göre, öncelikle 1 hafta vadeli repo ihalesi açılmamış ve gecelik fonlama miktarı kademeli olarak azaltılmıştır. Bankalar fon ihtiyaçları için gün sonuna yönlendirilmiş ve fonlamanın giderek artan kısmı GLP'den sağlanmaya başlanmıştır<sup>70</sup> (TCMB, 2017c: 3). Ardından 24 Ocak'taki PPK toplantısında faiz koridorunun üst bandı %8.5'den %9.25'e, GLP kapsamındaki borç verme faiz oranı ise %10'dan %11'e yükseltilmiştir. TL'deki değer kaybının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerinin sürmesi nedeniyle GLP faizi

<sup>70</sup> GLP, yeni politika bileşiminden önce de var olan bir uygulama olmakla birlikte 1990 yılından bu yana sadece 7 kez kullanılmıştır (Özdemir, 2017: 17).

Mart ve Nisan aylarında sırasıyla 75 ve 50 baz puan arttırılarak %12.25 seviyesine çıkarılmış ve AOFM, GLP faizine yakın tutulmuştur (TCMB, 2018a: 17-18).

2017 yılında bir yandan Basel III çerçevesinde daha önceden yürürlüğe girmiş olan bazı düzenlemelere yönelik planlanan sıkılaştırmalar gerçekleştirilirken diğer yandan kredi büyümesindeki toparlanmayı desteklemek için gevşek makro ihtiyati politika duruşuna devam edilmiştir. Tüketici kredilerindeki büyümeyi hızlandırmak amacıyla esnetilen makro ihtiyati tedbirlerin yanı sıra ticari kredileri desteklemek için Kredi Garanti Fonu (KGF) kefaleti teşvikleri arttırılmıştır.<sup>71</sup> KGF'nin sağladığı kefalet tutarı Hazine desteği ile birlikte 2017 yılında 20 milyar TL'den 250 milyar TL'ye çıkarılmıştır (IMF, 2018: 5)

2017 yılının ikinci yarısında, yurt içi talep artışına bağlı olarak enflasyonun yükselmesi, para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda öncelikle bankacılık sistemi fonlamasının tamamı GLP üzerinden yapılmaya başlanmıştır. Böylelikle AOFM, %12.25 olan GLP borç verme faizi düzeyinde oluşmuştur. Ardından, Aralık ayındaki PPK toplantısında GLP faizi %12.25'ten %12.75'e yükseltilmiştir (TCMB, 2018b: 13).

TCMB'nin Eylül 2016'dan itibaren Şekil 13'de gösterilen (IV) numaralı politika tepkisi ile kısmen uyumlu bir politika duruşu sergilediğini ifade etmek mümkündür. Enflasyondaki yükselişi kontrol altına almak için güçlü bir parasal sıkılaştırmaya giden TCMB, yavaşlayan kredi büyümesi karşısında ise zorunlu karşılık oranlarında -kayda değer olmamakla birlikte- bir miktar indirim gerçekleştirilmiştir. Esnetilen BDDK tedbirleri ve arttırılan devlet teşvikleri ile gevşek makro ihtiyati politika duruşunun kredi büyümesi üzerindeki destekleyici etkisi ise daha güçlü olmuştur.

### **2.3. Politikalara İlişkin Genel Değerlendirme**

Yeni politika bileşimi altında para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamalarının finansal istikrar ve fiyat istikrarı üzerindeki etkilerini ele almak amacıyla politika uygulamalarının temel ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri, finansal istikrar amacı çerçevesinde belirlenen ara hedeflere ulaşmadaki katkıları ve fiyat istikrarını

---

<sup>71</sup> KGF, 1993 yılında küçük ve orta boy işletmelerin (KOBİ) finansmanına katkı sağlamak amacıyla oluşturulan Hazine destekli kurumsal bir kefalet kuruluşudur. KGF, geri ödenmemiş kredilerin banka bilançosundaki payı %7'yi aşmadığı sürece ilgili bankaya ihracat kredileri için %100, KOBİ kredileri için %90 ve ticari krediler için %85 oranına kadar devlet garantisi vermektedir (IMF, 2018: 24).

sağlamadaki performansının incelenmesi gerekmektedir. Böylelikle, politikaların nihai hedeflerine ulaşmada birbirleri arasındaki uyumunu ve karşılıklı etkileşimlerini de ele almak mümkün olacaktır.

Yeni politika bileşimi altında Türkiye ekonomisinin başarılı sayılabilecek bir büyüme performansı gösterdiğini ifade etmek mümkündür. Bu dönemde reel GSYİH yüksek bir seyir izlemiş ve yıllık ortalama %6.8 düzeyinde artış göstermiştir. Bütçe dengesinde, -küresel finansal krize yönelik verilen doğru politika tepkisinin sonucu olarak- gerçekleşen zayıflama kontrol altına alınırken cari açığın -gerilemesine karşın- ortalama olarak yüksek seyrini sürdürdüğü görülmüştür. Enflasyon, hedeflerin üzerinde seyrederken TCMB'nin politika faizini istikrarlı tutma eğiliminde olduğu gözlenmiştir. Seçilmiş bazı temel ekonomik göstergeler Tablo 24'de sunulmaktadır.

**Tablo 24. Temel Ekonomik Göstergeler: 2010-2017**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>GSYİH Büyüme Hızı (%)</i>	8.5	11.1	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4
<i>Cari İşlemler Dengesi/GSYİH</i>	-5.8	-8.9	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-5.6
<i>Bütçe Dengesi/GSYİH</i>	-3.5	-1.3	-1.9	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-1.5
<i>Enflasyon (% - TÜFE-)</i>	6.40	10.45	6.16	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92
<i>Politika Faizi (%)</i>	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.50	8.00	8.00

*Kaynak: Kalkınma Bakanlığı*

Küresel finansal kriz sonrası dönemde iç talebi canlandırmak amacıyla kamu harcamaları arttırılmıştır. 2008'de %17.7 olan faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranı Tablo 25'den de görüleceği üzere 2010'da %21.2'ye yükselmiştir. Takip eden yıllarda bu oran azalsa da kriz öncesi seviyesine geri dönememiştir. Kamu harcamalarındaki artışlara rağmen bütçe dengesinde önemli bir bozulma yaşanmamasında, faiz harcamalarının - dönem boyunca düşük seyreden faiz oranlarına bağlı olarak- azalmasının payı büyüktür.



**Tablo 25. Kamu Kesimine İlişkin Göstergeler: 2010-2017 (GSYİH'ye Oranı)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Bütçe Dengesi</i>	-3.5	-1.3	-1.9	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-1.5
<i>Faiz Dışı Fazla</i>	0.7	1.8	1.2	1.7	1.3	1.3	0.8	0.3
<i>Faiz Dışı Harcamalar</i>	21.2	19.5	20.0	19.8	19.5	19.4	20.5	20.5
<i>Faiz Harcamaları</i>	4.2	3.0	3.1	2.8	2.4	2.3	1.9	1.8
<i>KKBG</i>	2.2	0.1	0.9	0.4	0.5	0.0	1.0	2.4
<i>Kamu Net Borç Stoku</i>	27.4	20.8	15.3	10.9	9.1	6.9	8.4	8.4

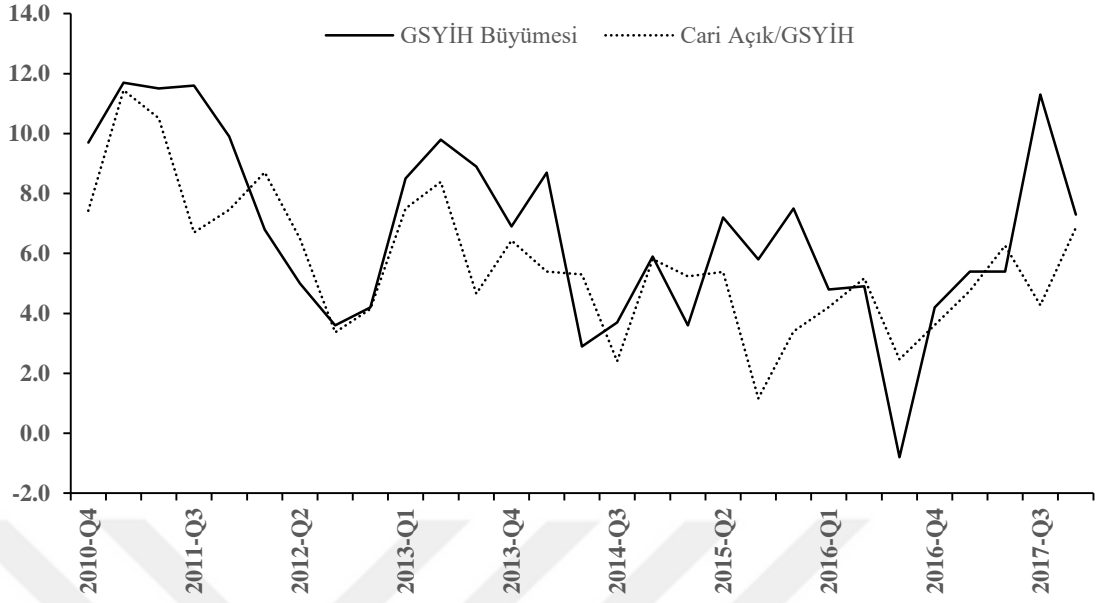
*Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı*

Öte yandan, küresel finansal kriz öncesi dönemin temel sorunlarından olan mali baskınlık olgusunun, krizin ardından yerini dışsal baskınlık problemine bıraktığı görülmüştür.<sup>72</sup> Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarına bağlı olarak artan sermaye girişleri, büyüme ve cari açık arasındaki ilişkinin giderek kuvvetlenmesine yol açmıştır.

Yeni politika bileşiminin küresel finansal krizin ardından cari açıkta yaşanan sıçramayı kontrol altına almada kısmi bir başarı yakaladığını söylemek mümkündür. Grafik 22.'den de görüleceği üzere 2011'in ilk çeyreğinde %11.4 düzeyine ulaşan cari açığın 2016'nın üçüncü çeyreğinde -%0.8'e kadar düştüğü gözlenmiştir.

<sup>72</sup> Mali baskınlık problemi, kısa vadeli yüksek borç stokunun para politikasının etkinliğini kısıtlaması ve aktarım mekanizmasının işleyişi üzerinde bozucu etkilere yol açmasıdır (Kara ve Orak, 2008: 25) Dışsal baskınlık problemi ise sermaye girişlerinin aniden durmasının veya tersine dönmesinin döviz kurunda ve faiz oranlarında yüksek volatiliteye yol açarak enflasyon hedeflerine ulaşılmasını zorlaştırması ve para politikasının kredibilitatesini azaltmasıdır (Fraga, Goldfajn ve Minella, 2004: 384).

**Grafik 22. Büyüme ve Cari Açık: 2010-2017**



Not: Harcama yöntemiyle reel GSYİH (Zincirlenmiş hacim 2009=100).

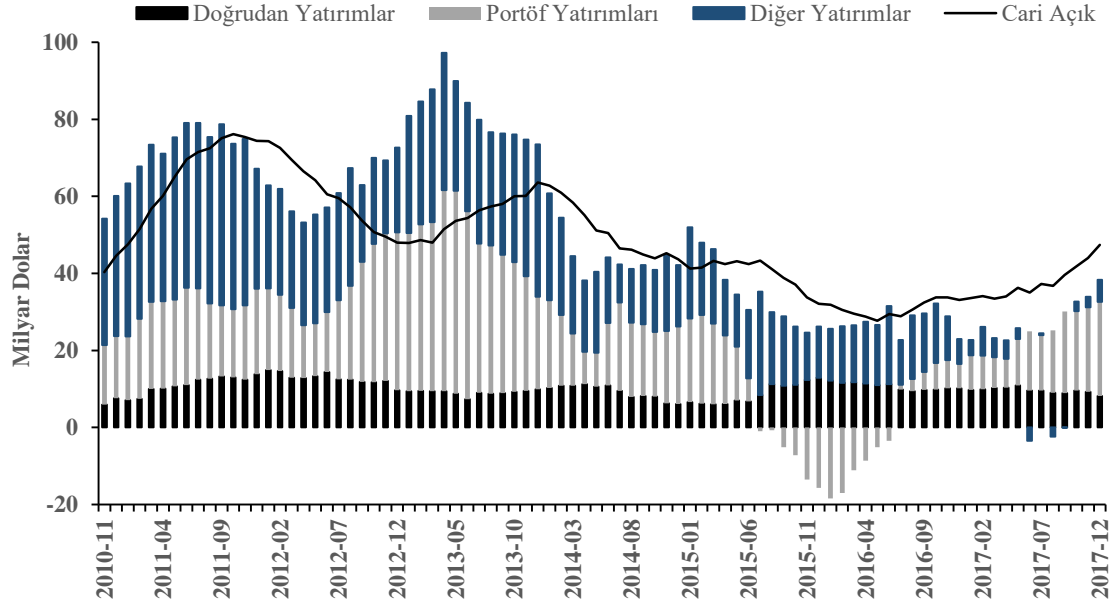
Kaynak: TÜİK ve TCMB

Cari işlemler dengesindeki iyileşmede para politikası duruşunun ve makro ihtiyati tedbirlerin önemli rol oynadığını ifade etmek mümkündür. Asimetrik faiz koridoru ile yaratılan yapıcı belirsizlik ve ROM'un otomatik dengeleyici fonksiyonu yoğun sermaye girişlerini yavaşlatmada etkili olmuştur. Küresel likidite bolluğunun yaşandığı dönemlerde faiz koridorunun aşağı yönlü genişletilmesi ve ROK'larda yapılan yukarı yönlü ayarlamalar sermaye girişlerinin hızını yavaşlatmıştır. Kredi büyümesini sınırlamaya yönelik makro ihtiyati tedbirler ile dış finansmana olan ihtiyaç azaltılmış ve ithal mal talebi baskılanmıştır. Bununla birlikte 2013 yılının sonlarından itibaren FED'in tahvil alım programını kademeli bir şekilde sonlandırmaya başlamasının yanı sıra emtia ve petrol fiyatlarındaki düşüşün iç ve dış talep arasındaki dengelenme sürecine sağladığı katkıları göz ardı etmemek gerekmektedir.

Cari açığın finansman kalitesine bakıldığında politika uygulamalarının olumlu sonuçlar verdiği görülmektedir. Portföy girişlerinin sermaye girişleri içerisindeki payında -son dönem haricinde- kayda değer bir azalış gerçekleşirken doğrudan yatırımların payı yeniden yükselmiştir (Grafik 23). Bu azalışta etkili olan faktörlerin başında TCMB'nin zorunlu karşılıklar üzerinden aldığı makro ihtiyati tedbirler gelmektedir. Zorunlu karşılık oranlarının vadeye göre farklılaştırılması ve YP zorunlu karşılık oranlarının konjonktür karşısı bir şekilde ayarlanması kısa vadeli kaynak kullanımını frenlemiş ve vade

uyumsuzluğunu azaltmıştır. Bunun yanı sıra çekirdek dışı kısa vadeli YP yükümlülüklerdeki zorunlu karşılık oranlarının artırılması da fonlama kalitesinin yükselmesine katkı sağlamıştır.

**Grafik 23. Cari Açık ve Finansmanı: Kasım 2010-Aralık 2017**

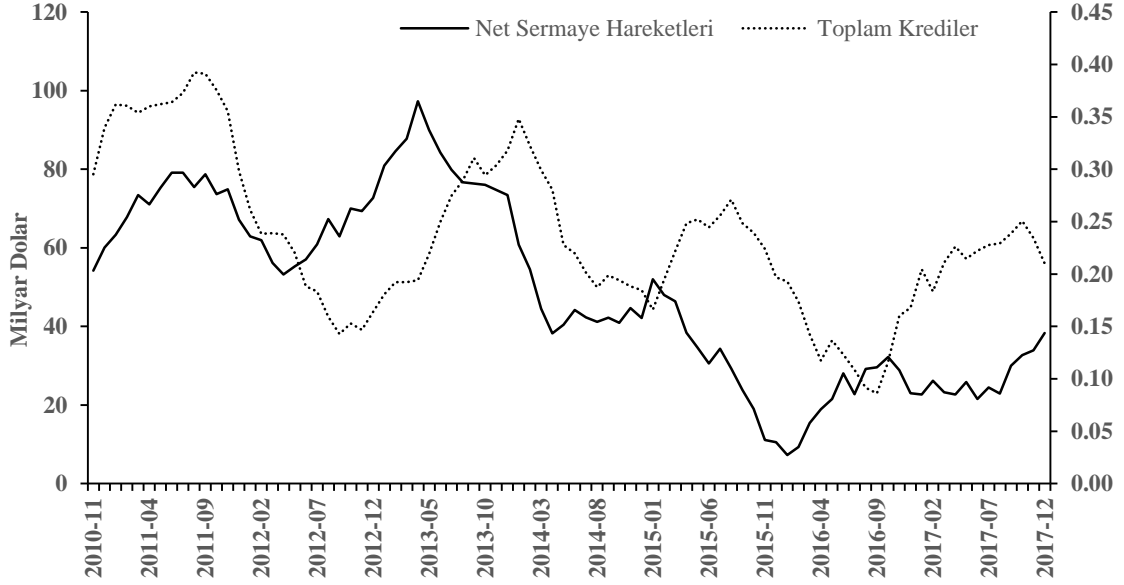


Not: Serilerin hareketli toplamları alınmıştır. Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar net yükümlülüklerin net varlıklardan çıkarılmasıyla elde edilmiştir.

*Kaynak: TCMB*

Gelişmekte olan ekonomilerde sermaye hareketlerinin etkilerini güçlendiren mekanizmaların başında sermaye girişleri ile krediler arasındaki karşılıklı etkileşim gelmektedir. Bu ekonomilerde kredi büyümesi, finansal reformlar ve toplam faktör verimliliği artışından ziyade sermaye girişlerinin yoğunlaşmasından sonra hızlanmaktadır (Mendoza ve Terrones, 2008; Elekdağ ve Wu, 2011). Grafik 24’de, bu mekanizmanın Türkiye için de etkin bir şekilde çalıştığı görülmektedir. Küresel likidite bolluğunun yaşandığı dönemlerde sermaye hareketleri ve kredi büyümesi -belirli bir gecikmeyle- aynı yönde hareket etmişlerdir.

**Grafik 24. Net Sermaye Hareketleri ve Toplam Kredi Büyüme Oranı: Kasım 2010-Aralık 2017**



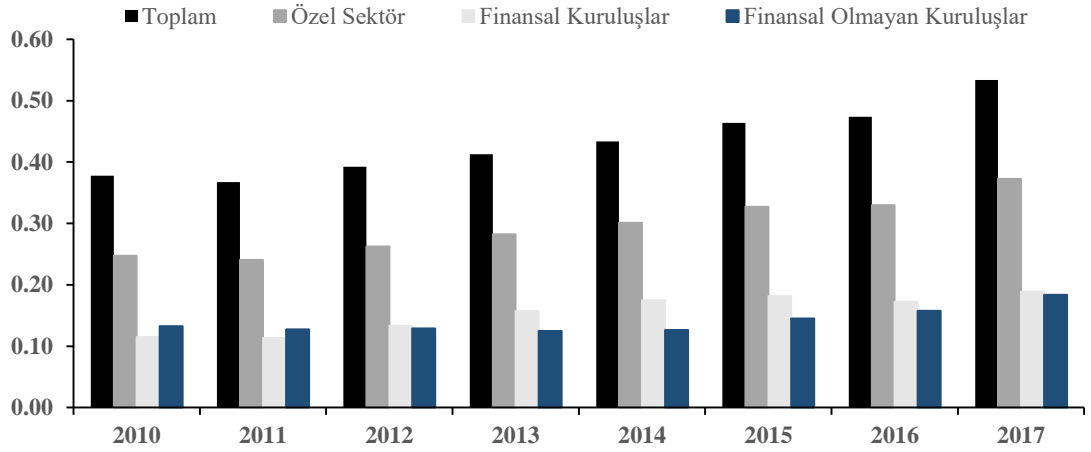
Not: Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların kümülatif değerlerinin toplanması ile elde edilen net sermaye hareketleri sol ekseninde gösterilmiştir. Sağ ekseninde gösterilen toplam krediler ise öncelikle mevsimsellikten arındırılmış ardından yıllık yüzde değişimi hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB ve BDDK

Sermaye girişlerinin kredi büyümesini hızlandırıcı etkisinin güçlenmesinde, bankaların finansal olmayan kuruluşlara vermiş oldukları kredilerin artması önemli rol oynamıştır. Haziran 2009'daki düzenleme<sup>73</sup> ile döviz kazancı olmayan şirketlere döviz kredisi verebilme olanağı sağlanan bankalar, kredi finansmanında ağırlıklı olarak döviz cinsinden toptan fonlamaya (wholesale funding) yönelmiştir. Düşük tasarruf oranlarına bağlı olarak mevduat dışı kaynak kullanımının artması neticesinde bir taraftan dış borç miktarı yükselirken diğer taraftan da dış borcun yükü finansal olmayan kuruluşlardan bankalara doğru kaymıştır (Grafik 25).

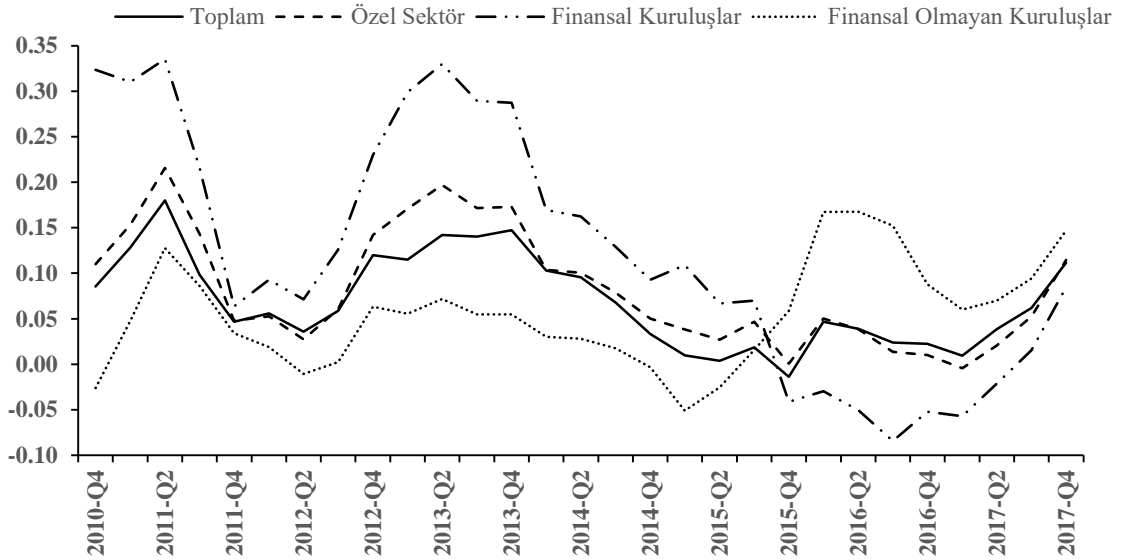
<sup>73</sup> 16 Haziran 2009'da yapılan düzenleme ile hanehalklarının döviz cinsinden borçlanmaları yasaklanırken bankaların, döviz kazancı olmayan şirketlere döviz taahhüdü olmaksızın en az 1 yıl vadeli ve 5 milyon dolar tutarlı döviz kredisi verebilme olanağı sağlanmıştır (IMF, 2010: 11).

**Grafik 25. Brüt Dış Borç Stoku: 2010-2017 (GSYİH'ye Oranı)**



Grafik 26'dan da görüleceği üzere sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemlerde finansal kuruluşların dış borç büyüme oranı %30'ların üzerine çıkmıştır. Buna paralel olarak şirketlerin TL ve YP yükümlülükleri kayda değer biçimde artmıştır. 2007'de %30 olan finansal olmayan kuruluşların yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı 2015'de %60'a ulaşmıştır. Bununla birlikte şirketlerin yükümlülüklerinin yarısının YP cinsinden olması muhtemel kur şoklarına bağlı olarak borcu döndürme (rollover) riskini ve buna bağlı olarak da bankaların kredi riskini daha da yükseltmiştir (IMF, 2017: 68)

**Grafik 26. Dış Borç Büyüme Oranı: 2010-2017**



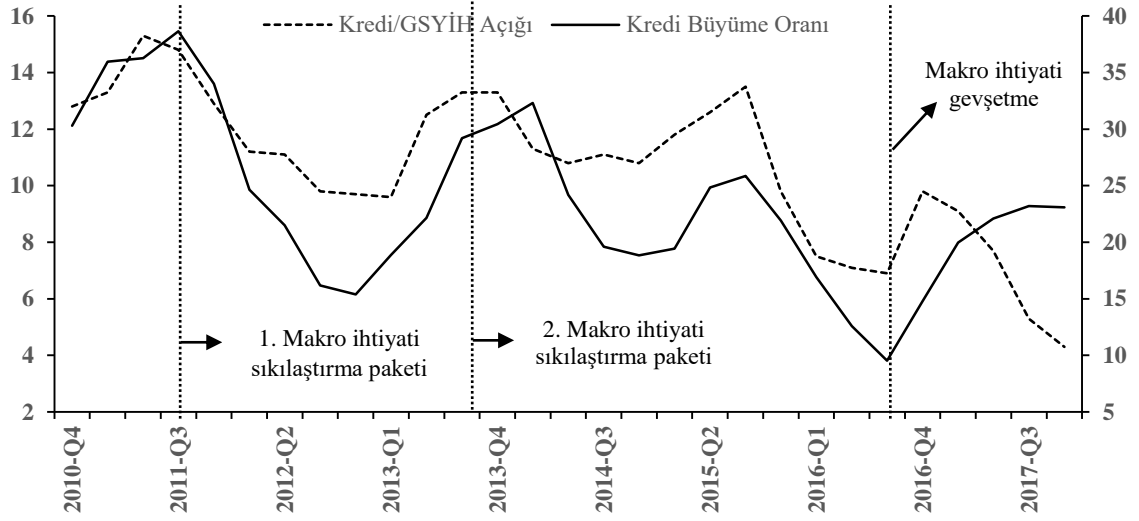
Kaynak: TCMB

Artan dış borç yükünün beraberinde getirdiği finansal riskler karşısında alınan tedbirlerin yeterli olduğunu ifade etmek güçtür. Takip edilen makro ihtiyati politika stratejisinde, özel sektör borçluluğunun ve ticari kredi büyümesinin kontrolü ikinci planda kalmıştır. Bu dönemde, özel sektör borçluluğunu sınırlamaya yönelik doğrudan bir tedbir alınmadığı gibi yeni politika bileşiminden önce yürürlükte bulunan düzenlemelerde de bir değişikliğe gidilmemiştir. Söz konusu tercih bir bakıma politika otoritelerinin büyüme önceliklerinin getirmiş olduğu eylemsizlik yönündeki sapmayı (inaction bias) yansıtmaktadır. Öte yandan son dönemlerde sermaye girişleri ile kredi büyümesi arasındaki bağlantı zayıflamış ve ters yönde hareketler gerçekleşmiştir. Bu bağlamda kredi büyümesinin sermaye girişlerine duyarlılığının azaltılmasında TCMB'nin kısa vadeli kaynak kullanımını caydırıcı zorunlu karşılık politikasının ve BDDK tarafından alınan tedbirlerin yapmış olduğu katkıları da göz ardı etmemek gerekmektedir.

Yeni politika bileşiminde kredi büyümesini sınırlamaya yönelik ilk çabalar TCMB öncülüğünde zorunlu karşılık politikaları ile gerçekleşmiştir. Buna karşın zorunlu karşılıkların kredi arz ve talebi üzerinde dolaylı etkilere sahip olması kredi büyümesinin arzu edilen seviyelere getirilememesine neden olmuştur. Zorunlu karşılık oranlarındaki sert artırımlara rağmen kredi büyüme oranının artmaya devam etmesi karşısında FİK koordinatörlüğünde makro ihtiyati tedbirler devreye sokulmuştur.

Haziran 2011'de birçoğu BDDK tarafından alınan tedbirleri içeren ilk makro ihtiyati sıkılaştırma paketi ile kredi büyüme hızı yavaşlatılmıştır. Bununla birlikte 2011'in ikinci yarısından itibaren etkisini giderek hissettiren Euro borç krizine bağlı olarak yaşanan sermaye çıkışları kredi büyüme oranındaki kayda değer azalışa önemli katkı sağlamıştır (Grafik 27).

**Grafik 27. Kredi/GSYİH Açığı ve Toplam Kredi Büyüme Oranı: 2010-2017**



Not: Sol eksen kredi/GSYİH açığını, sağ eksen ise kredi büyüme oranını göstermektedir.

Kaynak: TCMB

2012 yılının ortalarından itibaren artan sermaye girişleri ve düşük seyreden kredi faizlerinin yanı sıra ilk sıkılaştırma paketinin de etkisinin giderek azalması, 2012 yılının son çeyreğinden itibaren kredi hacminin yeniden genişlemeye başlamasına yol açmıştır. Kredi büyüme hızının yaklaşık bir yıl içerisinde %15'lerden %30'lara ulaşması karşısında 2013 yılının son çeyreğinden itibaren mevcut makro ihtiyati tedbirler daha da sıkılaştırılmış ve tanımlanan yeni araçlarla desteklenmiştir.

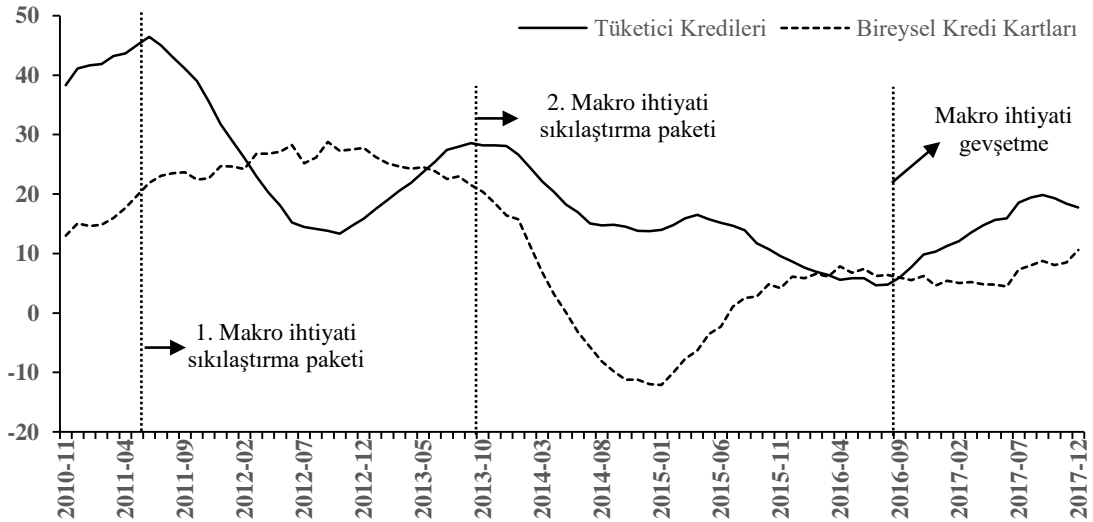
Kredi büyümesinde, makro ihtiyati sıkılaştırma paketlerinin etkisiyle girilen azalış trendi FED'in parasal sıkılaştırmaya başlaması ile birlikte güçlenerek devam etmiştir. Bununla birlikte söz konusu dönemde yaşanan bir dizi olumsuz iç ve dış şokun kredi büyüme oranını makul kabul edilebilecek düzeyin<sup>74</sup> altına sürüklemesi neticesinde Eylül 2016'da makro ihtiyati politika duruşu değiştirilmiştir. Kredi büyümesini sınırlamaya yönelik yürürlükte olan çok sayıda düzenleme gevşetilmiş veya yürürlükten kaldırılmıştır. Tüketici kredilerine yönelik makro ihtiyati politika duruşunun gevşetilmesi ve 2017 yılından itibaren ticari kredileri desteklemeye yönelik KGF kefalet teşviklerinin artırılmasıyla kredi büyümesinde yeniden toparlanma gerçekleşmiştir.

<sup>74</sup> Kara vd. (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada kredi büyüme oranı için %15 referans değerinin makul ve sağlıklı olduğu ifade edilmektedir.

BIS'e (2017) göre kredi/GSYİH açığının %10'u aşması bankacılık sektörü açısından sorun teşkil etmektedir. Geçmişte yaşanan bankacılık krizlerinin üçte ikisinde, açığın kriz öncesindeki üç yıl boyunca bu eşik değer üzerinde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Grafik 27'de, Türkiye'deki kredi/GSYİH açığının bazı dönemlerde tehlikeli sayılabilecek noktalara ulaştığı görülmektedir. Bununla birlikte son dönemde GSYİH'de yaşanan artış ve kredi büyüme hızının makul seviyelere çekilmesi, söz konusu açığın giderek kapanmasına katkı sağlamıştır.

Türkiye'de kredi büyümesini doğrudan sınırlamaya yönelik makro ihtiyati tedbirlerde ticari kredilerden ziyade tüketici kredileri ve hanehalkı borçluluğunun sınırlandırılmasına odaklanılmıştır. Grafik 28'den tüketici kredileri ve bireysel kredi kartları büyüme oranlarının seyrine bakıldığında, makro ihtiyati tedbirlerin etkin bir şekilde çalıştığı görülmektedir. Makro ihtiyati sıkılaştırma paketleri uygulamaya konulduktan sonra tüketici kredilerinin büyüme oranlarında kayda değer bir düşüş eğilimi gözlenmektedir. Bireysel kredi kartlarının ilk sıkılaştırma paketinden etkilenmemesinin sebebi ise söz konusu pakette bireysel kredi kartlarına yönelik bir düzenlemenin bulunmamasıdır. Bununla birlikte ikinci makro ihtiyati sıkılaştırma paketinin ardından bireysel kredi kartları büyüme oranında da aşağı yönlü ciddi bir kırılma gerçekleşmiştir.

**Grafik 28. Tüketici Kredileri ve Bireysel Kredi Kartları Büyüme Oranı: Kasım 2010-Aralık 2017**

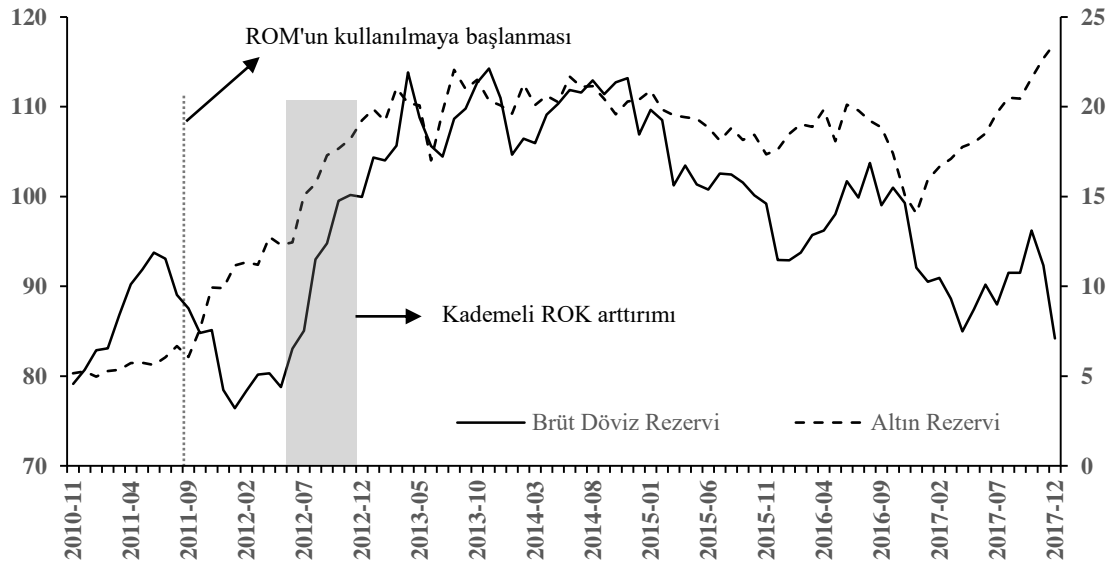


Not: Değişkenler öncelikle mevsimsellikten arındırılmış ardından yıllık yüzde değişimleri hesaplanmıştır.  
Kaynak: BDDK



Gourinchas ve Obstfeld'e (2012) göre gelişmekte olan bir ülkenin döviz rezervlerinin düzeyi, istatistiki ve ekonomik açıdan finansal krizin meydana gelme olasılığını belirleyen anlamlı bir faktördür. Küresel likidite bolluğunun yaşandığı dönemlerde döviz rezervlerinin güçlendirilmesi konjonktürün tersine döndüğü dönemlerde kullanılabilir tamponlar oluşturmaktadır. Yeni politika bileşiminde kullanılan ROM, sermaye hareketlerinin yol açabileceği makro-finansal riskleri sınırlamadaki otomatik dengeleyici rolünün yanı sıra brüt döviz ve altın rezervlerinin "iyi" zamanlarda güçlendirilmesine de katkı sağlamıştır. TCMB'nin brüt döviz ve altın rezervlerinin seyri Grafik 29'da gösterilmektedir.

**Grafik 29. TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri: Kasım 2010-Aralık 2017**



Not: Sol eksen brüt döviz rezervlerini, sağ eksen ise altın rezervlerini göstermektedir. Değerler milyar dolar cinsindedir.

Kaynak: TCMB

ROM, Eylül 2011'de tanımlanmasına karşın Euro borç krizinin etkisiyle gerçekleşen yoğun sermaye çıkışlarından dolayı ilk başlarda brüt döviz rezervleri üzerinde beklenen etkiyi yapamamıştır. Küresel risk iştahındaki iyileşmelere paralel olarak ROK'un kademeli olarak arttırıldığı Haziran-Aralık 2012 döneminde ise brüt döviz rezervleri hızla yükselmiştir. Takip eden dönemlerde ulaşılan rezerv miktarı ROK'larda gerçekleştirilen teknik ayarlamalarla muhafaza edilmeye çalışılsa da 2015 yılından itibaren sıkılaştıran küresel likidite koşulları ve olumsuz şoklara bağlı olarak gerçekleşen sermaye çıkışları ile ciddi bir düşüş göstermiştir.

Para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamalarının bankacılık sektörü üzerindeki etkilerine bakıldığında, sağlamlık açısından bilanço rakamlarının yüksek risk teşkil etmediği görülmektedir (Tablo 26). Sektörün sermaye yeterlilik oranı dönem boyunca yasal sınırın üzerinde seyretmiştir. Yaşanan düşüşlerde yüksek kredi büyüme hızının yanı sıra genel karşılıkların ve tüketici kredilerindeki risk ağırlıklarının arttırılmasının etkisini de göz ardı etmemek gerekmektedir. Bu bağlamda sektörün kredi hacmindeki genişlemelere bağlı olarak risk ağırlıklı aktiflerde gerçekleşen artışı dengelemeye yetecek özkaynak düzeyine sahip olduğunu ifade etmek mümkündür.

**Tablo 26. Bankacılık Sektörüne İlişkin Seçilmiş Bilanço Oranları: 2010-2017**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Sermaye Yeterliliği<sup>a</sup></i>	19.2	16.7	18.1	15.4	16.4	15.6	15.5	16.8
<i>Toplam Krediler ve Alacaklar/Toplam Aktifler</i>	52.9	57.2	59.2	62.1	64.1	65.2	66.1	66.9
<i>Toplam Krediler/Toplam Mevduatlar</i>	82.8	95.0	99.9	107.7	114.4	116.6	117.3	120.9
<i>Takipteki Krediler/Toplam Krediler</i>	3.7	2.7	2.9	2.7	2.8	3.1	3.2	2.9
<i>Likit Aktifler/Toplam Aktifler</i>	32.8	30.9	31.3	28.5	27.6	26.3	25.1	24.3
<i>Likit Aktifler/Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	54.7	53.4	56.6	54.1	52.9	50.6	47.4	44.8
<i>Net Dönem Karı/Toplam Aktifler</i>	2.4	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2	1.5	1.7

a. [Özkaynaklar / (Kredi + piyasa + operasyonel riske esas tutar)]

Kaynak: (TBB, 2018).

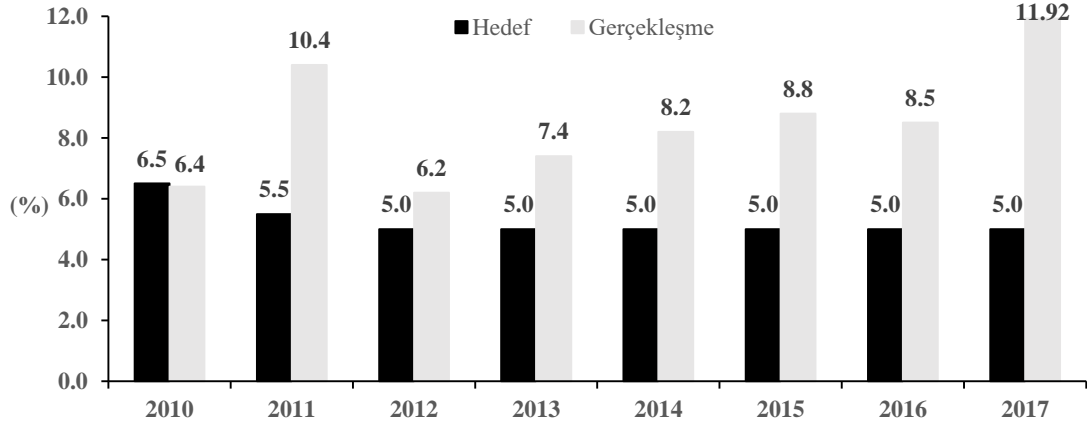
Kredi büyüme hızının kontrol altına alınması ile birlikte kredilerin toplam aktifler içerisindeki payındaki artış da yavaşlamıştır. Kredi büyümesinin finansmanında ise - düşük tasarruf oranlarının doğal bir sonucu olarak- mevduat dışı kaynakların payının hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir. 2010'da %82.8 olan kredi-mevduat oranı 2017 yılında %120.9'a kadar yükselmiştir. TL ve YP cinsinden çekirdek dışı yükümlülüklerle uygulanan zorunlu karşılık oranları ile söz konusu orandaki keskin artışlar kontrol altına alınsa da yüksek seyir devam etmiştir.

Kredi-mevduat oranındaki artış bankaların likidite pozisyonlarını da olumsuz etkilemiştir. 2010'da %32.8 olan likit aktiflerin toplam aktiflere oranı 2017'de %24.3'e gerilemiştir. 2010'da %54.7 olan likit aktiflerin kısa vadeli yükümlülüklerle oranı ise 2017'de %44.8 olmuştur. Bununla birlikte yeni bir makro ihtiyati araç olan ve likidite

riskini temsil eden likidite karşılama oranı, sektörün kısa vadeli şoklar karşısında sağlam bir görünüme sahip olduğuna işaret etmektedir. Kasım 2017 itibariyle %125 olan toplam likidite karşılama oranı yasal sınırların<sup>75</sup> oldukça üzerinde seyretmektedir (TCMB, 2017b: 47). Sektörün likidite riskinin sınırlandırılmasında, ROM ve zorunlu karşılık uygulamalarının yanı sıra menkul kıymet portföyünün banka bilançolarında önemli yer tutmasının etkili olduğunu ifade etmek mümkündür (TCMB, 2018b: 54).

Yeni politika bileşiminin en çok eleştirildiği konuların başında fiyat istikrarının sağlanamaması gelmektedir (Kara, 2012; Özatay, 2014, Gürkaynak vd. 2015; Yeldan ve Ünüvar, 2016; Özdemir, 2017; IMF, 2018). Grafik 30'dan da görüleceği üzere söz konusu dönemde enflasyon oranları hedeflerin üzerinde gerçekleşmiş ve çift haneli rakamlara kadar yükselmiştir. Enflasyon oranlarında gelinen nokta, yeni politika bileşiminin fiyat istikrarı konusunda finansal istikrar kadar başarılı olamadığını net bir şekilde ortaya koymaktadır.

**Grafik 30. Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları: 2010-2017**



*Kaynak: TCMB*

Enflasyon hedeflerine ulaşamamasını, bekleyişlerin sağlıklı bir şekilde çapalanamaması ve parasal aktarım mekanizmalarının işleyişinin bozulması ile açıklamak mümkündür. Bu durumun gerçekleşmesine yol açan faktörlerden biri ise para politikasının yeterince sıkı olmamasıdır (IMF, 2017: 65). Küresel likidite bolluğunun beraberinde getirdiği makro-finance riskler karşısında TCMB'nin faiz kararlarında fiyat istikrarından ziyade finansal istikrar kaygısıyla hareket etmesi, reel faizlerin çoğu

<sup>75</sup> 2017 yılı için toplam likidite karşılama oranı %90 olarak belirlenmiştir.

zaman negatif ve enflasyondaki yükselişi kontrol altına almaktan uzak bir seyir izlemesine neden olmuştur. Buna döviz kurunun yüksek geçiş etkisinin de eklenmesiyle enflasyon oranları -özellikle son dönemlerde- giderek yükselmiştir. Grafik 31’den de görüleceği üzere “taper talk” açıklaması ile döviz kurunda başlayan sert değer kayıpları, fiyatlara büyük ölçüde yansımıştır. Kara, Ögünç ve Sarıkaya (2017) tarafından yapılan çalışmada, 2015 yılında %8.8 olarak gerçekleşen enflasyonda döviz kurunun payının 4 puan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.<sup>76</sup>

**Grafik 31. Reel Efektif Döviz Kuru: Kasım 2010-Aralık 2017**



Not: TÜFE Bazlı 2003=100

Kaynak: TCMB

Finansal istikrara verilen önemin arttırıldığı ve araç setinin genişletildiği geleneksel olmayan para politikası çerçevesi, bekleyişlerin çapalanmasına ve aktarım mekanizmalarının etkinliğine zarar veren bir diğer faktör olmuştur. Fonlamanın farklı faiz oranlarından gerçekleştirilmesi fiyatlama kararlarında politika faizinin referans olma özelliğini kaybetmesine yol açmıştır. Buna bağlı olarak politika faizi ile piyasa faizleri arasındaki farkın açılmasının yanında belirsizliklerin de artması parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini sekteye uğratmıştır. Çok araçtan ve çok sayıda faizden oluşan karmaşık para politikası çerçevesi, kamuoyu ile iletişimi ve öngörülebilirliği

<sup>76</sup> Kara, Ögünç ve Sarıkaya (2017) çalışmalarında 2006-2016 yılları arasında Türkiye’deki enflasyon dinamiklerini incelemişlerdir. Buna göre 2006-2010 yılları arasında enflasyon ortalama %8.22 olarak gerçekleşirken bunda döviz kurunun katkısı 0.36 puan olmuştur. 2011-2016 yılları arasında ise ortalama %8.26 olarak gerçekleşen enflasyon oranında döviz kurunun katkısı 2 puana yükselmiştir. Diğer bir ifadeyle bu dönemde döviz kurunun geçiş etkisi artmıştır.

güçleştirmiştir. Tüm bunlara enflasyon hedeflerinin mütemadiyen tutturulamaması da eklenince kredibilite daha da düşmüş ve bekleyişlerin çapalanması daha da zorlaşmıştır.

Ağustos 2015’de para politikasının operasyonel çerçevesinin sadeleştirileceğinin ilan edilmesine karşın gerçekleşen bir dizi iç ve dış şok normalleşme sürecinin yarıda kalmasına neden olmuştur. 2016 yılının son çeyreğinden itibaren döviz kurunda gerçekleşen sert değer kayıplarının enflasyona ilişkin yukarı yönlü riskleri arttırması karşısında TCMB, büyüme kaygılarının da şekillendirdiği bir politika izlemiştir. Bu doğrultuda 2017 yılının başından itibaren fonlama GLP üzerinden yapılmaya başlanmıştır. Ancak bu hamle zaten karmaşık olan operasyonel çerçeveyi daha da karmaşık hale getirmiştir. Politika faizi ile AOFM arasındaki farkın daha da yükselmesi politika faizini işlevsizleştirmiş ve enflasyon oranı son 15 yılın en yüksek yılsonu düzeyine ulaşmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde de açıklandığı üzere para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki karşılıklı etkileşim konjonktürel döngü ve finansal döngü arasındaki ilişkilerin doğasına göre şekillenmektedir. Tablo 13’den de görüleceği gibi, döngüler arasında bir uyum söz konusu olduğunda her iki politika birbirini tamamlarken döngüler arasındaki ilişki koptuğunda politika çatışması doğma ihtimali artmaktadır. Bu doğrultuda Türkiye’de Kasım 2010 sonrası dönemde uygulanan para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki etkileşimlerin sağlıklı bir şekilde analizi için ele alınacak dönemlerin döngüler arasındaki ilişkinin durumuna göre değerlendirilmesi gerekmektedir.

TCMB’nin yeni politika bileşiminde, -her ne kadar finansal istikrara verilen önem artsa ve enflasyon hedefleri tutturulamasa da- fiyat istikrarı para politikasının nihai hedefi olmaya devam etmiştir. Kasım 2010-Eylül 2016 döneminde, -zaman zaman düşme eğilimi gösterse de- enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesi kredi büyümesini sınırlamaya yönelik makro ihtiyati politika uygulamaları ile para politikası arasında ciddi uyumsuzlukların ortaya çıkmamasına katkı sağlamıştır. Kredi büyümesini sınırlama amacıyla makro ihtiyati tedbirler sıkılaştırılırken para politikası duruşunun -hedefin üzerinde gerçekleşen enflasyona yönelik olarak- görece sıkı olması finansal istikrar açısından bir risk unsuru oluşturmamıştır. Bu bağlamda söz konusu dönemde para politikası ve makro ihtiyati politikanın aynı yönde hareket ederek birbirlerini tamamladığını ifade etmek mümkündür.

Eylül 2016 sonrası dönemde ise politikaların ters yönde hareket etmesi, zaman zaman çatışma durumlarını ortaya çıkarmıştır. Kredi büyüme hızındaki yavaşlamanın büyüme açısından aşağı yönlü bir risk oluşturması neticesinde makro ihtiyati tedbirlerde gevşemeye gidilmiştir. Diğer taraftan aynı dönemde yükselen enflasyon TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik kaygılarının da artmasına neden olmuştur. Finansal istikrarı desteklemek amacıyla gevşetilen makro ihtiyati tedbirler iç talebi körükleyerek enflasyonu daha da yükseltirken fiyat istikrarı hedefiyle arttırılan faiz oranları kredi büyümesini daha da yavaşlatmıştır. Diğer bir ifadeyle bu dönemde döngüler arasındaki bağlantının kopması politikaların nihai amaçları arasında çatışmanın yaşanmasına neden olmuştur.



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN KREDİ BÜYÜMESİNİ SINIRLAMADAKİ ROLÜ

#### 1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ve KREDİ BÜYÜMESİ

Finansal sistemi şoklar karşısında daha dirençli hale getirmek ve bu şoklara karşı etkili araçlar tasarlamak için finansal istikrarsızlıkları önceden tanımlama uğraşı, iktisatçıların gündeminde uzun zamandır önemli bir yer işgal etmektedir. H. P. Minsky (1977) ve C. P. Kindleberger'e (1978) göre finansal sistem, içsel kredi genişlemelerinin yol açtığı uzun süreli refah dönemlerinin ardından istikrarsız hale gelmeye eğilimlidir. Great Moderation'da olduğu gibi konjonktürün genişleme dönemlerinde kredi büyümesinde yaşanan aşırılıklar finansal dengesizlikleri ve riski artırırken küresel finansal krizde görüldüğü gibi daralma dönemlerinde de bu riskler gerçekleşmektedir (Klingelhöfer ve Sun, 2017).

Kriz sonrası dönemde -uzun dönemli tarihsel veriler kullanılarak- yapılan çalışmalarda, kredi büyümesinin finansal krizler için erken uyarı sinyali verebilecek öncü değişken olarak saptandığı görülmektedir. Bununla birlikte söz konusu çalışmalarda, kredi büyümesindeki hızlanmanın cari dengedeki bozulma ve döviz kurundaki değerlenme ile beraber ortaya çıktığı ekonomiler için kriz riskinin yükseldiği ortaya koyulmuştur (Jorda, Schularick ve Taylor, 2011; Drehman, Borio ve Tsatsaronis, 2011; Schularick ve Taylor, 2012; Gourinchas ve Obstfeld, 2012).

Kredi büyümesindeki aşırılıklar, finansal döngülerde -daralma ile sonuçlanacak- genişlemelere yol açarak makroekonomik istikrara birçok yönden zarar verebilmektedir. Kredi büyümesindeki hızlanma, toplam talebi potansiyel çıktı düzeyinin ötesinde yükselterek ekonominin aşırı ısınmasına neden olabilmektedir. Kredilerin, tüketimi ve/veya ithalat talebini körüklemesi cari denge, enflasyon ve döviz kuru gibi makroekonomik göstergelerde bozulmalara yol açarak finansal istikrarsızlıkları daha da güçlendirebilmektedir (Hilbers, Ötker-Röbe ve Pazarbaşıoğlu, 2007: 85).

Kredi büyümesinde dış finansman kaynaklarının yüksek kullanımı, banka bilançoları ve aktif kalitesi üzerinde bozucu etkilere neden olabilmektedir. Kredi büyümesinin hızlandığı dönemlerde artan kredi-mevduat oranı ve kısa vadeli kaynak kullanımı, bir yandan likidite riskini yükseltirken diğer yandan ani duruş riski

karşısındaki savunmasızlıkları ve küresel likidite koşullarına duyarlılığı arttırmaktadır. Bununla birlikte söz konusu dönemlerde borçluların ödeme güçlerine ilişkin aşırı iyimser beklentilere bağlı olarak yüksek riskli borçluların daha çok tercih edilmesi, geri ödenmeme olasılığı yüksek kredilerin de artmasına neden olmaktadır (Seidler ve Gersl, 2012: 3-4).

Hızlı kredi büyümesine ekonominin arz yönünden gelecek tepkiler daha olumsuz sonuçlara yol açabilmektedir. Örneğin, bankaların vermiş oldukları konut kredileri ile konut piyasasındaki sürdürülemez fiyat yükselişini ve inşaat sektöründeki kapasite üstü yatırım seviyesini desteklemeleri, ekonominin daha verimli sektörlerindeki yatırım fırsatlarının dışlanmasına (crowd out) neden olmaktadır. Dışlama etkisine bağlı olarak emeğin ve diğer kaynakların düşük verimliliğin olduğu sektörlerle tahsisi, verimlilik büyümesini düşürerek reel ekonomi üzerinde kalıcı hasarlar bırakabilmektedir (Borio vd., 2015).

Küresel finansal kriz sonrası dönemde politika otoriteleri, hızlı kredi büyümesinden kaynaklanan sistemik riskler karşısında daha temkinli ve proaktif bir tutum sergilemişlerdir. Bu doğrultuda makro ihtiyati politikalar, kredi büyümesini finansal istikrarla tutarlı bir düzeye getirebilmek amacıyla oluşturulan politika çerçevelerinin merkezinde yer almıştır. Finansal kurumlara ve borçlulara yönelik makro ihtiyati araçlar, kredi hacmindeki genişlemenin yol açtığı zaman ve kesit boyutundaki sistemik riskleri kontrol altına alabilmek amacıyla yoğun bir şekilde kullanılmıştır.

Makro ihtiyati araçların artan kullanımı, söz konusu araçların kredi büyümesi üzerindeki etkinliğinin incelendiği ampirik çalışmalara olan ilgiyi de arttırmıştır. Politikaların uygulama geçmişinin kısılalığına bağlı olarak ortaya çıkan veri sınırlamaları ve finansal sistem ile makroekonomi arasındaki karşılıklı etkileşimi ortaya koyan model ve çerçeve eksikliğine rağmen farklı ekonometrik yöntemler vasıtasıyla çok sayıda ampirik çalışmanın yapıldığı görülmektedir (Galati ve Moessner, 2017:13). Makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi üzerindeki etkilerini araştıran ampirik çalışmalar Tablo 27’de sunulmaktadır.



**Tablo 27. Makro İhtiyati Politikaların Kredi Büyümesi Üzerindeki Etkilerini Araştıran Ampirik Çalışmalar**

<i>Çalışma</i>	<i>Yöntem</i>	<i>Zaman Aralığı</i>	<i>Örneklem</i>	<i>Bulgular</i>
Ahuja ve Nahbar (2011)	Panel GMM	2000Q1-2010Q4	49 ülke	Hem LTV hem de DTI tavanı konut sektörüne verilen kredileri yavaşlatmaktadır.
Aiyar, Calomiris ve Wieladek (2012)	Panel GMM ve Panel VAR	1998Q1-2007Q4	Birleşik Krallık'da bulunan 104 banka	Makro ihtiyati düzenlemelere tabi olmayan bankaların kredi büyüme oranları, düzenlenen bankaların aksine artış göstermiştir.
Dell'Ariccia vd. (2012)	Panel OLS	2003Q1-2008Q3	Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri	Makro ihtiyati araçlar, kredi büyümesindeki aşırılıkları kontrol altına almada ve kredi balonlarının patlama olasılığını azaltmada etkindir.
Tovar, Garcia-Escribano ve Martin (2012)	Panel VAR	2003:01-2011:04	Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru	Zorunlu karşılıkların ve diğer makro ihtiyati araçların kredi büyümesini ılımlılaştırıcı etkisi bulunmakla birlikte bu etki geçicidir.
Binici vd. (2013)	İki değişkenli VAR ve Panel GMM	2005:01-2010:05/ 2010:11-2012:12	Türkiye / 13 mevduat bankası	Asimetrik faiz koridoru, kredi ve mevduat faizlerini etkileyebilmektedir. Dolayısıyla faiz koridoru kredi marjlarını ayarlamak suretiyle kredi büyümesini kontrol altına almada kullanılabilecek makro ihtiyati bir araçtır.
Kuttner ve Shim (2013)	Panel MG	1980Q1-2011Q4	57 ülke	DTI tavanı, konut kredilerindeki büyümeyi sınırlamada etkilidir.
Cordella vd. (2014)	Panel VAR	1970-2011	15 gelişmiş ve 37 gelişmekte olan ülke	Faiz oranlarının döviz kuru üzerindeki olumsuz etkileri söz konusu olduğunda kredi büyümesini sınırlamada zorunlu karşılıkları konjontür karşıtı makro ihtiyati bir araç olarak kullanmak mümkündür.
Krznar ve Morsink (2014)	OLS Regresyon	1998:08-2013:11	Kanada	Kanada'da konut piyasasındaki genişlemeyi önlemeye yönelik 2010 yılından itibaren alınan tedbirlerin, konut kredilerindeki büyümeyi yavaşlatıcı ve konut fiyatlarını düşürücü etkileri bulunmaktadır.
Cerutti, Claessens ve Leaven (2015)	Panel GMM	2000-2013	119 ülke	Makro ihtiyati araçlar, başta konut kredileri olmak üzere kredi büyümesini sınırlamada etkilidir. Bununla birlikte araçların etkinliği konjontürün daralma dönemlerinden ziyade genişleme dönemlerinde daha fazladır.
Lee, Asuncion ve Kim (2015)	Qual VAR	2000Q1-2013Q4	10 Asya ülkesi	Kredilere yönelik makro ihtiyati araçlar kredi genişlemesini ve konut fiyat enflasyonunu etkin bir şekilde azaltmıştır.
Tillmann (2015)	Qual VAR	2000Q1-2012Q4	Güney Kore	LTV tavanının kredi büyümesini ve konut fiyatlarındaki değerlenmeyi sınırlamada anlamlı etkisi bulunmaktadır.

Buchholz (2015)	Difference-in-Differences	2002-2014	69 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Küresel finansal kriz öncesi dönemde kaldıraç oranlarına yönelik sınırlamaların uygulandığı ülkelerde reel kredi büyüme oranı kriz sonrasında makul seviyelerde yükselmiştir. Kriz öncesi sermaye oranı yüksek olan ülkelerde söz konusu etki daha fazla olmuştur.
Bulut (2015)	Koentegrasyon, DOLS	2011:10-2015:01	Türkiye	Faiz koridorunun fon miktarı ve fon maliyetleri üzerinde yarattığı belirsizlik, krediler üzerinde sınırlayıcı etkiye sahiptir.
Bumin ve Taşkın (2015)	Welch's t Testi	2010Q4-2015Q3	Türkiye	Makro ihtiyati tedbirlerin perakende krediler üzerindeki etkisi negatif ve anlamlı iken şirketler sektörüne verilen krediler üzerindeki etkisi pozitif ve anlamsızdır.
Zdzienicka vd. (2015)	DL, OLS Regresyon ve VAR	1969Q3-2008Q4	ABD	Makro ihtiyati sıkılaştırma reel banka kredilerini sınırlamaktadır. Makro ihtiyati araçların etkileri para politikası araçlarına göre daha çabuk ortaya çıkmakla birlikte kısa sürmektedir.
Zhang ve Zoli (2016)	Panel OLS Regresyon ve Panel GMM	2000Q1-2013Q1	13 Asya ülkesi/46 ülke	Döviz cinsinden kredilere yönelik araçlar ve -başta konut vergileri ve LTV tavanı olmak üzere- makro ihtiyati araçlar, kredi büyümesinin, konut fiyatlarındaki yükselişin ve bankaların kaldıraçlarının kontrol altına alınmasında etkindir.
Kuncl (2016)	VECM	2000Q1-2015Q1	Kanada	Sıkılaştırmaya yönelik makro ihtiyati tedbirler, konut kredileri ve konut yatırımları hacmi üzerinde azaltıcı etkiye sahiptir. Bununla birlikte bu etkiler her zaman düzenlemelerin hemen ardından gerçekleşmemiştir.
Alper vd. (2016)	Dinamik Panel	2010:06-2015:12	Türkiye/banka düzeyinde veri	Zorunlu karşılıklar gibi merkez bankası politikaları bankaların kredi verme davranışlarını ve dolayısıyla kredi büyümesini etkileyebilmektedir.
Afşar ve Doğan (2017)	ARDL Sınır Testi	2006Q1-2016Q3	Türkiye	Konjonktür karşıtı sermaye tamponlarının özel sektöre verilen kredilerdeki büyüme oranını sınırlamada anlamlı etkileri bulunmaktadır.
Yüceyılmaz, Altın ve Tunay (2017)	EKK (Newey-West) ve GMY	2005:01-2016:07	Türkiye	Konjonktür karşıtı makro ihtiyati tedbirlerin tüketici kredileri üzerinde sınırlayıcı ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.
Kim ve Mehrotra (2017)	Panel VAR	2000Q1-2012Q2	Avustralya, Endonezya, Kore ve Tayland	Sıkılaştırmaya yönelik makro ihtiyati politikalar kredi büyümesini kontrol almada etkilidir. Bununla birlikte reel GSYİH ve fiyatlar genel düzeyi gibi makroekonomik toplamlar üzerinde negatif etkileri bulunmaktadır.
Klingelhöfer ve Sun (2017)	SVAR	2000Q1-2015Q1	Çin	Para politikası ve makro ihtiyati politika araçları kredi genişlemesini sınırlamada etkindir. Makro ihtiyati politika reel ekonomiye bir zarar vermeden tek başına veya para politikasının

				finansal savunmasızlık yaratan etkilerini dengelemede tamamlayıcı olarak kullanılabilir.
Jung, Kim ve Jang (2017)	SVAR	2000Q1-2015Q4	Güney Kore	LTV ve DTI tavanı gibi makro ihtiyati araçlar, reel hanehalkı kredileri ve reel konut fiyatları üzerinde önemli ve kalıcı etkilere sahiptir. Bununla birlikte hem para politikasının hem de makro ihtiyati politikanın bu iki değişken üzerindeki etkileri, iki politikanın birlikte kullanımının önemine işaret etmektedir.
Erdem, Özen ve Ünalı (2017)	Panel VAR	2000-2013	30 gelişmekte olan ülke	Makro ihtiyati araçlar, özellikle kredi döngüsünün genişleme aşamasında kredi büyümesini sınırlamada etkindir. Kredi büyümesini daha etkin bir şekilde kontrol altına almak ve sızıntıları engellemek için makro ihtiyati araç setinin genişletilmesi gerekmektedir.
Fendoğlu (2017)	Dinamik Panel	2000Q1-2013Q2	18 gelişmekte olan ülke	Borçlulara yönelik makro ihtiyati araçlar ve zorunlu karşılıklar kredi döngülerini ılımlılaştırmada ekonomik ve istatistikî olarak anlamlıdır.
Epure vd. (2018)	OLS Regresyon	2004:Q1-2012Q4	Romanya	Makro ihtiyati araçlardaki sıkılaştırma ile hanehalkı kredi büyümesindeki azalma arasında anlamlı bir ilişki vardır. Makro ihtiyati politikaların borçlular üzerindeki kantitatif etkisi borç verenlere göre daha fazladır.
Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2018)	Panel GMM	2000Q1-2013Q4	57 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Makro ihtiyati araçlardaki sıkılaştırma ile banka kredilerinde ve konut kredilerindeki büyüme hızının yavaşlaması arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Not: Yukarıdaki tabloda sadece kredi büyümesini sınırlamaya yönelik makro ihtiyati araçların etkinliğinin analiz edildiği çalışmalar yer almaktadır. Konut fiyatları, hisse senedi fiyatları gibi finansal istikrar değişkenlerine yönelik makro ihtiyati politikaların etkinliğinin analiz edildiği çalışmalar tabloya dahil edilmemiştir.

Çalışmalar incelendiğinde makro ihtiyati politikanın kredi büyümesindeki aşırılıkları kontrol altına almada etkin olduğu sonucuna ulaşıldığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle söz konusu çalışmalarda sıkılaştırmaya yönelik kullanılan makro ihtiyati araçların kredi büyümesini sınırlayıcı etkiler doğurduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte bazı çalışmalarda tek bir aracın bazı çalışmalarda ise politika duruşunun etkinliğine odaklanılmıştır.

Makro ihtiyati politikanın kredi büyümesi üzerinde tespit edilen negatif ve anlamlı etkisi açısından Türkiye’yi konu alan çalışmaların da bir istisna oluşturmadığı görülmektedir. Yapılan çalışmalar yeni politika bileşimi çerçevesinde uygulanan makro ihtiyati tedbirlerin, kredi büyüme oranının makul seviyelere getirilmesine katkı sağladığını ortaya koymuştur. Bununla birlikte çalışmalarda makro ihtiyati politika duruşundan ziyade tek bir makro ihtiyati aracın etkinliğine odaklanılmıştır.<sup>77</sup>

Makro ihtiyati araçların geniş yelpazede ve yoğun bir şekilde kullanılmasına karşın makro ihtiyati politika duruşunun kredi büyümesi üzerindeki etkisini Türkiye özelinde inceleyen çalışmaların yeterli düzeyde olmadığı görülmektedir.<sup>78</sup> Literatürdeki bu boşluğun giderilmesine yönelik olarak çalışmada Türkiye’deki makro ihtiyati politika çerçevesinin kredi büyümesini kontrol altına almadaki etkinliğinin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda öncelikle -çok sayıda ülkenin yer aldığı geniş panellerde politika duruşunun elde edilmesi amacıyla literatürde sıklıkla kullanılan- makro ihtiyati politika endeksi Türkiye için 2010:11-2017:12 dönemini kapsayacak şekilde aylık frekansta oluşturulmuştur. Ardından yapısal kırılmalı koentegrasyon analizi kullanılarak makro ihtiyati politika endeksi ile reel toplam kredi büyümesi arasındaki uzun dönem denge ilişkisi araştırılmıştır.

## 2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ENDEKSİ

Makro ihtiyati politika sürecinde çok sayıda araç aynı anda kullanılabilen ve araçların uygulanma/değiştirilme sıklığı yüksek olabilmektedir. Bu durum her bir aracın hedeflenen değişken üzerindeki etkinliğinin diğer araçlardan bağımsız şekilde analiz

---

<sup>77</sup> Tablo 27’de yer almayan ve Türkiye’de kullanılan makro ihtiyati araçların farklı değişkenlerle ilişkisinin analiz edildiği çalışmalar da bulunmaktadır. Bunlar arasında; Ermişoğlu, Oduncu ve Akçelik (2013), Değerli ve Fendoğlu (2015), Arslan, Kabaş ve Taşkın (2015), Doğan, Şahin ve Berument (2016), Gök (2017) tarafından gerçekleştirilen çalışmaları saymak mümkündür.

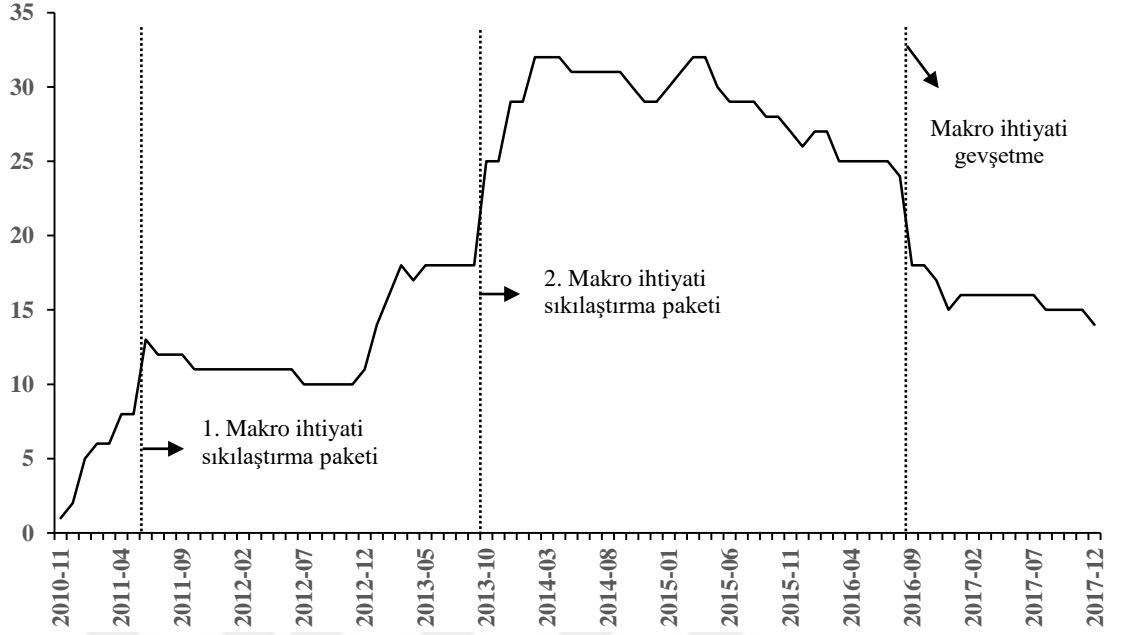
<sup>78</sup> Aysan, Fendoğlu ve Kılınç’ın (2014) çalışmasında makro ihtiyati politika duruşu ele alınmakla birlikte politika duruşunun sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları azaltmadaki etkisi incelenmiştir.

edilmesini güçleştirmektedir. Bununla birlikte makro ihtiyati araçların hedeflenen değişken üzerindeki etkinliğini ayrı ayrı analiz ederek politika duruşuna ulaşmak mümkün değildir. Bu doğrultuda çalışmada, Türkiye’deki makro ihtiyati politika duruşunun elde edilmesi amacıyla Cerutti vd. (2017), Fendoğlu (2017) ve Epure vd.’nin (2018) çalışmalarında kullanılan yöntemden hareketle bir toplulaştırılmış endeks (aggregated index) oluşturulması yoluna gidilmiştir.

Makro ihtiyati politika duruşunu yansıtan toplulaştırılmış bir endekste, araçları sürekli değişkenler (continuous variables) ile göstermek mümkün değildir. Dolayısıyla endekste makro ihtiyati araçlar “0, -1, +1” şeklinde temsil edilmiştir. Bununla birlikte endeks, aylık frekansta ve makro ihtiyati araçların yönü esas alınarak oluşturulmuştur. Buna göre kredi büyümesini sınırlamaya yönelik bir aracın yürürlüğe girdiği/değiştirildiği aylar “+1” olarak kodlanırken kredi büyümesini desteklemeye yönelik bir aracın yürürlüğe girdiği/değiştirildiği aylar “-1” olarak kodlanmıştır. Herhangi bir makro ihtiyati aracın yürürlüğe girmediği/değiştirilmediği aylar için ise “0” değeri verilmiştir.

Aynı ay içerisinde birden fazla aracın yürürlüğe girdiği/değiştirildiği durumlarda ise ilgili ayın aldığı değer daha yüksek veya daha düşük olabilmektedir. Örneğin, sıkılaştırmaya yönelik üç yeni düzenlemenin yürürlüğe girdiği ve hali hazırda yürürlükte bulunan iki düzenlemenin sıkılaştırma derecesinin arttırıldığı bir ay “+5” olarak kodlanmıştır. Öte yandan, sıkılaştırma amacıyla beş düzenlemenin yürürlüğe girdiği/değiştirildiği bir ayda gevşetme amacıyla iki düzenlemenin yürürlüğe girmesi/değiştirilmesi halinde ise ilgili ay “+3” olarak kodlanmıştır. Diğer bir ifadeyle kodlamalar, söz konusu ay içerisindeki “net sıkılaştırma/gevşetme” durumları dikkate alınarak yapılmıştır. Bu bağlamda tercih edilen kodlama şekli, politika değişikliğinin şiddetini (intensity) ve yönünü (direction) ölçmeye olanak sağlamaktadır. Yukarıda açıklanan kodlama şekli çerçevesinde elde edilen makro ihtiyati politika endeksi Grafik 32’de gösterilmektedir.

**Grafik 32. Makro İhtiyati Politika Endeksi**



Makro ihtiyati politika endeksini oluştururken araçlara ilişkin kodlanan değerlerin kümülatif toplamı alınmıştır. 2010:11-2017:12 dönemi itibariyle oluşturulan ve 1 ile 32 arasında değerler alan endeks, en yüksek değerine 2014'ün ikinci ayında ulaşırken 2017'nin son ayında 14'e kadar düşmüştür. Bu yönüyle endeks, belirli bir zaman dilimindeki makro ihtiyati politika duruşunun hem yönünün hem de bu yönün düzeyinin ölçülmesine imkan vermektedir (Cerutti, vd. 2017: 483-484).

Belirtilmesi gereken önemli bir husus, finansal istikrarı sağlamaya yönelik tüm makro ihtiyati araçlara oluşturulan endekste yer verilmemesidir. Faiz koridoru ve ROM, -kredi büyümesi üzerindeki dolaylı etkilerine karşın- temelde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin yumuşatılması ara hedefine yönelik olarak kullanılmıştır. Endeksin makro ihtiyati araçların kredi büyümesi üzerindeki etkilerinin analizine yönelik oluşturulması dolayısıyla her iki araç da endeks dışında bırakılmıştır.<sup>79</sup>

<sup>79</sup> Endekste yer alan makro ihtiyati araçlar ve bu araçlara ilişkin kodlanan değerler EK-1'de gösterilmektedir.

### 3. EKONOMETRİK YÖNTEM

Makro ihtiyati politika ile kredi büyümesi arasındaki ilişkinin analizinde Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) koentegrasyon yaklaşımı kullanılmıştır. Zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkilerin tahminine olanak sağlayan bu yaklaşım yapısal kırılmaları da dikkate almaktadır. Bu doğrultuda birim kök testi olarak Lee ve Strazizich'in (2003) geliştirmiş olduğu çoklu yapısal kırılmalı birim kök test yöntemi tercih edilmiştir.

#### 3.1. Lee ve Strazizich (2003) Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi

Lee ve Strazizich (2003) birim kök testi, Schmidt ve Phillips (1992) tarafından geliştirilen “*lagrange çarpanları*” (lagrange multipliers -LM-) birim kök testine dayanmaktadır. Lee ve Strazizich (2003) birim kök boş hipotezi ve alternatifi altında kırılma tarihinin içsel şekilde belirlendiği, bir ve iki kırılma olasılığına olanak sağlayan bir yaklaşımı benimsemişlerdir. Perron'da (1989) tanımlanan Model A, B ve C'yi esas alan Lee ve Strazizich (2003) birim kök testindeki veri yaratma süreci aşağıdaki şekilde gerçekleşmektedir:

$$X_t = \delta' Z_t + e_t, \quad e_t = \beta e_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.1.)$$

4.1. numaralı eşitlikte,  $Z_t$ , dışsal değişkenlerin yer aldığı vektörü,  $\varepsilon_t$  ise *iid*  $N(0, \sigma^2)$  özelliğini ifade eden kalıntıları göstermektedir. Lee ve Strazizich'de (2003) iki yapısal kırılma Model A ve Model C için aşağıdaki biçimde dikkate alınmaktadır:

Model A,  $j=1,2$  ve  $t \geq T_{Bj} + 1$  olduğunda  $D_{jt} = 1$  ve diğer durumlar için sıfır olmak üzere  $Z_t = [1, t, D_{1t}, D_{2t}]'$  ile tanımlanan düzeydeki iki kırılmaya olanak tanımaktadır.  $T_{Bj}$  ise kırılmanın meydana geldiği zamanı göstermektedir. Model C ise  $Z_t = [1, t, D_{1t}, D_{2t}, DT_{1t}, DT_{2t}]'$  şeklinde tanımlanan düzey ve trenddeki iki kırılmayı içermektedir. Burada  $j = 1,2$  ve  $t \geq T_{Bj} + 1$  olduğunda  $DT_{jt} = t$  ve diğer durumlar için sıfırdır.

Veri yaratma süreci, boş ( $\beta = 1$ ) ve alternatif ( $\beta < 1$ ) hipotezlerde kırılmaları tutarlı bir biçimde içermektedir. Örneğin Model A ve benzer şekilde Model C için  $\beta$  'nın değerine göre boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki şekildedir:

$$H_0 : X_t = \mu_0 + d_1 B_{1t} + d_2 B_{2t} + v_{1t} \quad (4.2.)$$

$$H_1 : X_t = \mu_1 + \gamma t + d_1 D_{1t} + d_2 D_{2t} + v_{2t} \quad (4.3.)$$

Yukarıdaki eşitliklerde  $v_{1t}$  ve  $v_{2t}$  durağan hata terimlerini göstermektedir.  $j = 1, 2$  ve  $t = T_{B_j} + 1$  olduğunda  $B_{jt} = 1$  ve diğer durumlar için sıfırdır. Bununla birlikte  $d = (d_1, d_2)$ ' . Model C için (4.2.) numaralı eşitliğe  $D_{jt}$  terimleri, (4.3.) numaralı eşitliğe de  $DT_{jt}$  terimleri ilave edilmektedir.

İki kırılımlı LM birim kök test istatistiğini, LM ilkesini esas alarak aşağıdaki regresyon yardımıyla hesaplamak mümkündür:

$$\Delta X_t = \delta' \Delta Z_t + \phi \tilde{S}_{t-1} + u_t \quad (4.4.)$$

Bu eşitlikte,  $t = 2, \dots, T$  olmak üzere  $\tilde{S}_t = X_t - \tilde{\psi}_x - Z_t \tilde{\delta}$  şeklindedir.  $\tilde{\delta}$ ,  $\Delta X_t$  'nin  $\Delta Z_t$  'ye göre regresyonundan elde edilen katsayıları göstermektedir.  $\tilde{\psi}_x$ ,  $X_1 - Z_1 \tilde{\delta}$  'den elde edilirken,  $X_1$  ve  $Z_1$  sırasıyla  $X_t$  ve  $Z_t$  'deki ilk gözlemleri ifade etmektedir.  $\phi = 0$  biçiminde ifade edilen birim kök testi ve LM test istatistiği:

$$\tilde{\rho} = T \tilde{\phi} \quad (4.5.)$$

$\tilde{\tau} = \phi = 0$ , sıfır hipotezini test etmek için hesaplanan t istatistiği biçiminde olmaktadır.

İki kırılımlı LM birim kök testinde Model A ve Model C için kritik değerleri, Lee ve Strazizich'den (2003) elde etmek mümkündür. Hesaplanan test istatistiğinin kritik değerden küçük olması durumunda (mutlak değer içerisinde) sıfır hipotezi kabul



edilmekte ve -yapısal kırılmaların varlığında- serinin birim kök içerdiğine karar verilmektedir.

### 3.2. Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) Yapısal Kırılmalı Koentegrasyon Yaklaşımı

Koentegrasyon analizi, durağan olmayan zaman serilerinin aralarındaki uzun dönem denge ilişkisi araştırıldığında kullanılan bir yöntemdir. Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) yapısal kırılmalı koentegrasyon testi ise uzun dönem ilişkisinin arandığı zaman serilerinin, ele alınan analiz dönemi için bir veya iki yapısal kırılma içerdiği durumlarda kullanılabilir bir yöntemdir. Bu yaklaşım, Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius'un (1990) geliştirmiş olduğu vektör hata düzeltme modeli (vector error correction model -VECM-) tabanlı koentegrasyon testinin küçük değişikliklerle yeniden düzenlenmiş halidir.

$X_t$ , birinci dereceden entegre,  $I(1)$ ,  $p$  boyutlu ve  $r$  sayıda koentegre vektörün yer aldığı bir vektör şeklinde tanımlanırsa, Johansen, Mosconi ve Nielsen'in (2000) önermiş oldukları modeli VECM formunda aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$\Delta X_t = \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \gamma \end{pmatrix}' \begin{pmatrix} Y_{t-1} \\ tE_{t-1} \end{pmatrix} + \mu E_t + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \sum_{j=2}^q \psi_{j,i} D_{j,t-1} + \sum_{m=1}^d \phi_m W_{m,t} + \varepsilon_t \quad (4.6)$$

Yukarıda,  $\Delta$ , birinci fark işlemcisini  $k$  ise gecikme uzunluğunu göstermektedir.  $T_{j-1} + k \leq t \leq T_j$  ( $j=1, \dots, q$ ) için  $E_{j,t} = 1$  ve diğer durumlarda sıfır olmak üzere  $q$  adet kukla değişken vektörü  $E_t = [E_{1t} \ E_{2t} \ \dots \ E_{qt}]'$  şeklinde ifade edilmektedir.  $E_{j,t}$  ile gösterilen etkinin alt örneğindeki ilk  $k$  gözlemi sıfıra eşitlenmektedir.  $D_{j,t-1}$ ,  $j$ -inci dönemde bulunan  $i$ -inci gözlem için eğer  $t = T_{j-1+i}$  ( $j=1, \dots, q$ ) ise  $D_{j,t-1} = 1$  ve diğerleri sıfır olan "etki" kukla değişkenleridir. Hendry ve Mizon'un (1993) önerisi ile kalıntıları normalleştirme amacıyla modele  $W_{m,t}$  ( $m=1, \dots, d$ ) ile gösterilen "müdahale" kukla değişkeni eklenmiştir.  $\beta$ , ( $p \times r$ ) boyutlu uzun dönem dengesine ayarlanma hızını ifade eden katsayı matrisi,  $\gamma = [\gamma_1 \ \gamma_2 \ \dots \ \gamma_q]'$  ise ( $q \times r$ ) boyutlu uzun dönem trend

katsayılarının matrisidir.  $i = 1, \dots, k-1$  olmak üzere  $\Gamma_i$ ,  $(p \times p)$  boyutlu,  $j = 2, \dots, q$ ,  $i = 1, \dots, k$  ve  $m = 1, \dots, d$  olmak üzere  $\mu = [\mu_1 \ \mu_2 \ \dots \ \mu_q]$ ,  $(p \times q)$  boyutlu,  $\psi_{j,i}$ ,  $(q \times 1)$  boyutlu ve  $\phi_m$ ,  $(q \times 1)$  boyutlu kısa dönem parametre matris ve vektörleridir.  $\beta' X_t + \gamma' t E_t$  her bir alt örnek dönemi için düzey ve trend kırılması etrafındaki durağanlığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki (4.6) numaralı eşitlik, koentegrasyon ilişkisinin eğim ve kesmesinin dönemler arasında farklılaştığı doğrusal trend modeli,  $H_l(r)$ , şeklinde adlandırılmaktadır. Burada dikkat edilecek olursa  $\alpha\beta' = \Pi_{pxp}$  ve  $\alpha\gamma' = \alpha[\gamma_1, \dots, \gamma_q] = [\Pi_1, \dots, \Pi_q]_{pxq}$  olmak üzere eğer  $\text{rank}(\Pi, \Pi_1, \Pi_2, \dots, \Pi_q) \leq r$  ise her bir alt örnekte deterministik bileşen hem koentegrasyon ilişkisi hem de durağan dışılık için doğrusaldır. Doğrusal trend modelindeki  $r$  sayıda koentegre vektörün varlığında test edilen hipotez,  $H_l(r): \text{rank}(\Pi, \Pi_1, \Pi_2, \dots, \Pi_q) \leq r$  şeklinde olmaktadır. Kanonik korelasyon,

$$\text{CanCor} \left\{ \Delta X_t, \begin{pmatrix} X_{t-1} \\ t E_t \end{pmatrix} \parallel E_t, \Delta X_{t-1}, \Delta X_{t-2}, \dots, \Delta X_{t-(k-1)}, D_{j,t-1}, W_{m,t}, \begin{matrix} i = 1, \dots, k \\ j = 2, \dots, q \\ m = 1, \dots, d \end{matrix} \right\}$$

(4.7.)

kullanılarak ve  $1 \geq \tilde{\lambda}_1 \geq \dots \geq \tilde{\lambda}_p \geq 0$  kareli örnek kanonik korelasyon değerleri tahmin edilerek  $H_l(p)$  alternatifine karşı  $r$  koentegrasyon ilişkisi  $H_l(r)$  hipotezi için iz testi aşağıdaki şekildedir:

$$LR\{H_l(r) \parallel H_l(p)\} = -T \sum_{i=r+1}^p \ln(1 - \tilde{\lambda}_i) \quad (4.8.)$$

Koentegrasyon ilişkisinde doğrusal trend yerine sadece kayma var ise (4.6.) numaralı eşitlikte gösterilen model aşağıdaki hale gelmektedir:

$$\Delta X_t = \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu \end{pmatrix}' \begin{pmatrix} X_{t-1} \\ E_t \end{pmatrix} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^k \sum_{j=2}^q \psi_{j,i} D_{j,t-1} + \sum_{m=1}^d \phi_m W_{m,t} + \varepsilon_t \quad (4.9)$$

Yukarıda, düzey kırılmaları etrafındaki durağanlık  $\beta'X_t + \mu'E_t$  ile ifade edilmekte ve her bir dönem için düzey farklılaşmaktadır. (4.9.) numaralı eşitlik  $H_c(r)$  modeli şeklinde adlandırılmaktadır.  $1 \geq \tilde{\lambda}_1 \geq \dots \geq \tilde{\lambda}_p \geq 0$  kareli örnek kanonik korelasyonları

$$CanCor \left\{ \Delta X_t, \begin{pmatrix} X_{t-1} \\ E_t \end{pmatrix} \parallel \Delta X_{t-1}, \Delta X_{t-2}, \dots, \Delta X_{t-(k-1)}, D_{j,t-1}, W_{m,t}, \begin{matrix} i = 1, \dots, k \\ j = 2, \dots, q \\ m = 1, \dots, d \end{matrix} \right\}$$

(4.10.)

tahmini yardımıyla hesaplanmaktadır. Dolayısıyla  $H_c(p)$  alternatifi karşısında  $r$  sayıda koentegre ilişki  $H_c(r)$  hipotezi için iz testi yine (4.10.) numaralı eşitlikteki gibi olmaktadır. Hem  $H_l(r)$  hem de  $H_c(r)$  modellerinin kritik değerleri Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) tarafından önerildiği üzere Gamma dağılımından türetilmektedir.

VECM üzerindeki kısıtlamaları iz testi ile sınamak mümkündür. Harris ve Solis'in (2003) standart bir çerçevede ele aldığı bu testler çalışmada Johansen, Mosconi ve Nielsen'in (2000) önermiş olduğu modeller için genişletilmektedir.

$Y_t' = [Y_{1t} \ Y_{2t} \ Y_{3t}]$  vektörünün birinci dereceden entegre üç adet içsel değişkenin vektörü olduğu kabul edilsin. Bununla birlikte sistem içerisinde bir adet koentegrasyon ilişkisinin ( $r=1$ ) ve iki adet eğim ve düzey kırılmasının bulunduğu varsayalım. Buna göre,

$$\begin{bmatrix} Y_{t-1} \\ tE_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} Y_{1,t-1} & Y_{2,t-1} & Y_{3,t-1} & tE_{1t} & tE_{2t} & tE_{3t} \end{bmatrix}' \quad (4.11.)$$

$$\begin{bmatrix} \beta \\ \gamma \end{bmatrix}' = \begin{bmatrix} \beta_{z_1} & \beta_{z_2} & \beta_{z_3} & \gamma_1 & \gamma_2 & \gamma_3 \end{bmatrix} \quad (4.12.)$$

$$\alpha = \begin{bmatrix} \alpha_{Y_1} \\ \alpha_{Y_2} \\ \alpha_{Y_3} \end{bmatrix} \quad (4.13.)$$

şeklinde olmaktadır. VECM üzerindeki kısıtlama testlerinden biri zayıf dışsallık testidir. Örneğin,  $Y_{1t}$  değişkeninin zayıf dışsallık testindeki sıfır hipotezi,

$$H_0 : \alpha_{Y_1} = 0 \quad (4.14.)$$

ve iz testi istatistiği ise  $\chi^2$  dağılımına ( $LR \sim \chi^2$ ) sahip olmaktadır. Burada,  $\alpha_{Y_1} = 0$  şeklindeki sıfır hipotezinin reddedilmesine karşın  $\alpha_{Y_2} = 0$  ve  $\alpha_{Y_3} = 0$  hipotezlerinin reddedilememesi  $Y_{1t}$  değişkeninin içsel,  $Y_{2t}$  ve  $Y_{3t}$  değişkenlerinin zayıf dışsal olduğu anlamına gelmektedir (Dawson ve Sanjuan, 2006).

#### 4. VERİ SETİ

Çalışmada kullanılan veriler aylık olup 2010:11-2017:12 dönemini kapsamakta ve 112 gözlemden oluşmaktadır. Veri setinin başlangıç tarihinin seçilmesinde TCMB'nin yeni politika bileşiminin uygulamaya konulduğu tarih esas alınmıştır.<sup>80</sup> Makro ihtiyati politikanın toplam kredi büyümesi üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmada kredi büyümesi, bankacılık sektöründeki reel toplam kredi büyümesi ( $crdt_t$ ) ile makro ihtiyati politika ise oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi ( $mpr_t$ ) ile temsil edilmiştir. Para politikası duruşunu yansıtan reel getiri oranı ( $r_t$ ) ve dış koşulları yansıtan CDS primi ( $cds_t$ ) kontrol değişkenleri olarak analizde yer almıştır. İçsel değişkenler vektörünü aşağıdaki şekilde göstermek mümkündür:

$$Y'_t = [crdt_t \quad mpr_t \quad r_t \quad cds_t] \quad (4.16.)$$

<sup>80</sup> TCMB yetkililerinin yapmış olduğu açıklamalar, yeni politika bileşiminin tam anlamıyla Kasım 2010'da yürürlüğe girdiğini göstermektedir (Özatay, 2011: 31).

Değişkenlerin analizde kullanılabilir hale getirilmesi amacıyla çeşitli işlemler gerçekleştirilmiştir. Reel toplam kredi büyümesinin türetilmesinde öncelikle, bankacılık sektöründeki toplam kredi hacmi serisi Census X-13 yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. Ardından ilgili seri Tüketici Fiyat Endeksine (TÜFE, 2010=100) bölünerek reelleştirilmiş ve yıllık yüzde değişimi hesaplanmıştır. Tarafımızdan oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi logaritmik formda analize dahil edilmiştir. Reel getiri oranının hesaplanmasında faiz oranı olarak Mayıs 2010'dan itibaren TCMB'nin politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizi kullanılmıştır. Politika faizi,  $[(1+i)/(1+p)]-1$  formülüyle reel getiriye dönüştürülmüştür. Daha sonra mevsimsellikten arındırılarak logaritması alınmıştır. Benzer şekilde CDS primi de mevsimsellikten arındırılmış ve logaritmik forma dönüştürülmüştür.

Çalışmada kullanılan veriler farklı kaynaklardan elde edilmiştir. Toplam kredi hacmi, BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten veri tabanından, 1 hafta vadeli repo faizi TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden çekilmiştir. TÜFE ve CDS primi serileri ise Thomson Reuters Eikon-Datastream veri tabanından alınmıştır. Veri setinde yer alan değişkenlere ilişkin açıklayıcı istatistikler Tablo 28'de gösterilmektedir.

**Tablo 28. Veri Setine İlişkin Açıklayıcı İstatistikler**

<i>Değişken</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>	<i>Min.</i>	<i>Maks.</i>	<i>Jarque-Bera</i>
$crdt_t$	0.141	0.077	0.010	0.310	8.436 (0.015)
$mpr_t$	19.244	8.596	1.000	32.000	5.397 (0.067)
$r_t$	-0.012	0.018	-0.048	0.022	2.575 (0.276)
$cds_t$	209.765	46.998	118.728	303.781	3.294 (0.193)

Ele alınan dönemde reel toplam kredi büyüme oranı geniş bir bantta dalgalanmıştır. %1 ile %31 arası itibariyle reel kredi büyüme oranı en düşük değerini

kredi büyümesini sınırlamaya yönelik politikaların sonlandırıldığı Ağustos 2016'da alırken en yüksek değerine ise Haziran 2011'de devreye sokulan ilk makro ihtiyati sıkılaştırma paketinden sonra Eylül 2011'de ulaşmıştır. Bununla birlikte reel toplam kredi büyüme oranının dönem ortalamasının, TCMB yetkilileri tarafından ifade edilen makul kredi büyüme oranı<sup>81</sup> ile uyumlu olduğunu ifade etmek mümkündür.

En düşük değerini dönem başlangıcında alan makro ihtiyati politika endeksi, Ekim 2013'de uygulamaya konulan ikinci sıkılaştırma paketi ile birlikte Şubat 2014'te en yüksek değerine ulaşmıştır. Yüksek değerlerin makro ihtiyati politika duruşundaki sıkılaşmayı yansıttığı endeksin ortalamasının 19.24 olması, söz konusu dönemde ağırlıklı olarak kredi büyümesini sınırlamaya yönelik politikaların uygulandığına işaret etmektedir.

TCMB'nin yeni politika bileşiminde yer alan kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlatılması ara hedefine bağlı olarak reel getiri oranının ele alınan dönemde negatif ortalamaya sahip olduğu görülmektedir. Bu haliyle, kredi arzı üzerinden kredi büyümesini kontrol altına almaya çalışan TCMB'nin söz konusu dönemde reel faizlerin negatif olması yönünde bir politika davranışı sergilediği anlaşılmaktadır. Diğer taraftan Kasım 2008-Ekim 2010'da ortalama 251.91 düzeyinde olan CDS priminin, ele alınan dönemde ortalama 209.76 olduğu görülmektedir. Bununla birlikte Euro borç krizi ile birlikte yükselişe geçen CDS primi, Ocak 2012'de en yüksek değerine ulaşırken en düşük değerini Mayıs 2013'de kaydetmiştir.<sup>82</sup>

Serilerin hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığının test edilmesi amacıyla Jarque-Bera değerleri hesaplanmıştır. Buna göre marjinal anlamlılık düzeyi (olasılık değeri) %5'den küçük olan reel toplam kredi büyüme oranı dışındaki tüm serilerin normal dağılım sergilediği görülmektedir.

## 5. AMPİRİK BULGULAR

Çalışmanın bu kısmında öncelikle tüm değişkenlerin zaman serisi özellikleri incelenmiş ardından makro ihtiyati endeks ile reel toplam kredi büyümesi arasındaki uzun dönem denge ilişkisi analiz edilmiştir.

<sup>81</sup> Kara vd. (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada kredi büyüme oranı için %15 referans değerinin makul ve sağlıklı olduğu ifade edilmektedir.

<sup>82</sup> 22 Mayıs 2013'de gerçekleşen FED guvernörü B. Bernanke'nin "taper talk" açıklamasından sonra CDS primi Haziran ayındaki 118.72 değerinden 177.49'a yükselmiştir

### 5.1. Yapısal Kırılmalı Birim Kök Test Sonuçları

Zaman serilerinin istatistiksel analizleri gerçekleştirilmeden önce ilgili seriyi yaratan sürecin zaman içerisindeki sabitliği, diğer bir ifadeyle serinin durağan olup olmadığı araştırılması gerekmektedir. Bu doğrultuda çalışmada, serilerin tek değişkenli zaman serisi özelliklerini yapısal kırılmaların varlığında incelemeye olanak sağlayan Lee ve Strazizich (2003) LM birim kök testi kullanılmıştır. Birim kök test sonuçları Tablo 29’da gösterilmektedir:

**Tablo 29. Lee ve Strazizich Yapısal Kırılmalı Birim Kök Test Sonuçları**

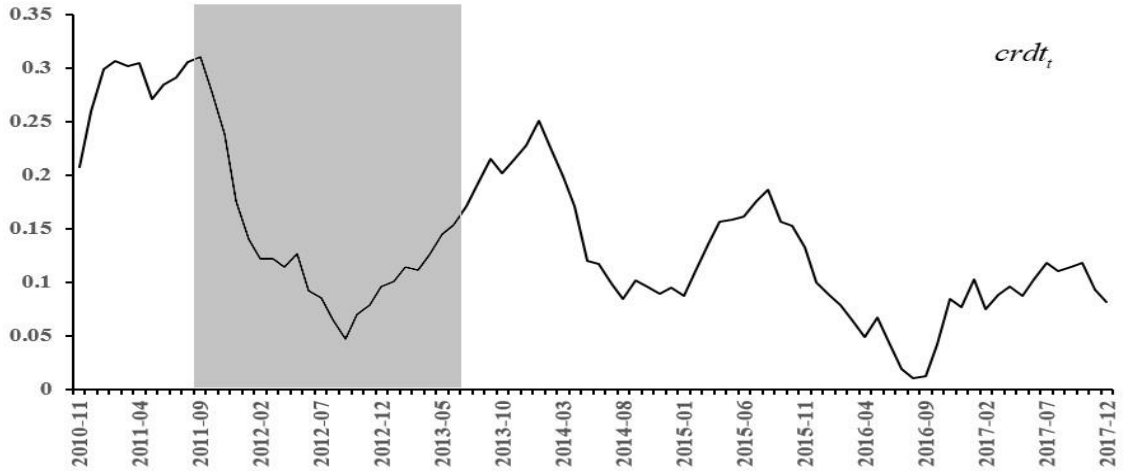
Seriler	Model	Gecikme	Kırılma Tarihleri	$\lambda$	$t$ -istatistiği	Kritik Değer (%5)
$crdt_t$	C	2	2011:09 2013:07	0.2 0.4	-3.95	-5.59
$mpr_t$	C	5	2013:02 2016:08	0.4 0.8	-3.90	-5.65
$r_t$	C	6	2013:11 2017:02	0.4 0.8	-4.72	-5.65
$cds_t$	C	5	2012:07 2015:10	0.2 0.8	-5.22	-5.71

Not: Kritik değerler Lee ve Strazizich’den (2003) alınmıştır.

Birim kök test sonuçlarından serilerin düzey değerinde durağan olmadıkları  $I(1)$  anlaşılmaktadır. Tüm serilerin hesaplanan  $t$ -istatistiklerinin mutlak değerleri, kırılma dönemlerine göre elde edilen kritik değerlerin altında kalmıştır. Serilerin tamamının düzey değerinde birim kök içermesi koentegrasyon analizi sürecinde entegrasyon derecesi açısından karşılaştırılması muhtemel herhangi bir denge probleminin olmayacağı anlamına gelmektedir.

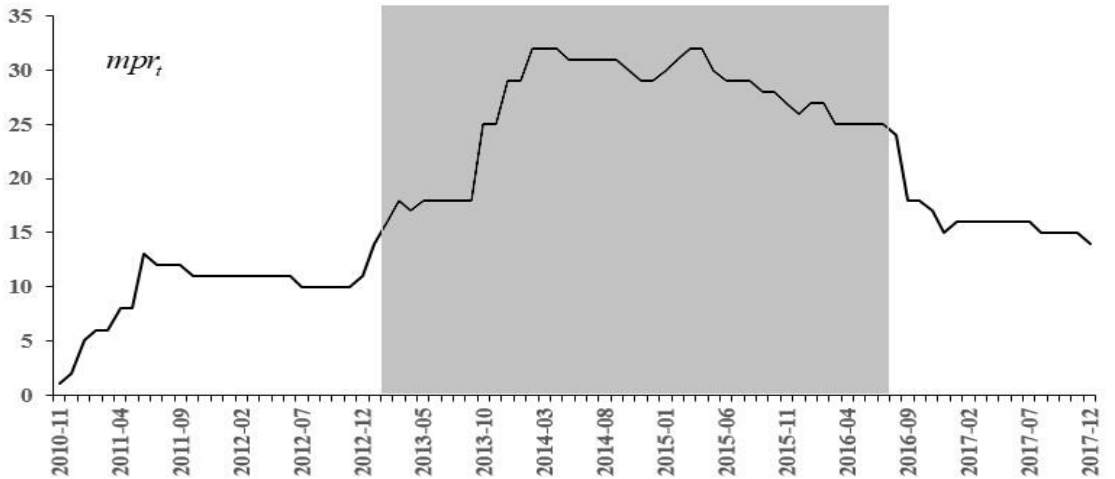
Birim kök test sonuçlarından elde edilebilecek bir diğer bulgu serilerin anlamlı yapısal kırılmalar içerip içermediğidir. Buna göre çalışmada yer alan tüm seriler anlamlı yapısal kırılmalara sahiptir. Reel kredi büyümesinin yapısal kırılmaları Grafik 33’de gösterilmektedir.

**Grafik 33. Reel Kredi Büyümesinin Yapısal Kırılmaları**



Reel kredi büyümesinin yapısal kırılmalarının, makro ihtiyati sıkılaştırma paketlerinin açıklandığı tarihlere çok yakın zamanlarda meydana geldiği görülmektedir. İlk kırılma BDDK'nın kredi büyümesini sınırlamaya yönelik birçok tedbiri yürürlüğe soktuğu Haziran 2011'i, ikinci kırılma ise mevcut tedbirlerin daha da sıkılaştırıldığı veya yeni sıkılaştırıcı düzenlemelerin gerçekleştirildiği Ekim 2013'ü işaret etmektedir. İki kırılma dönemi arasında, reel kredi büyümesi ilk makro ihtiyati sıkılaştırma paketinin ardından düşme eğilimine girmiştir. Söz konusu dönemin ikinci yarısından itibaren reel kredi büyümesinin tekrar yükselişe geçmesinde küresel likidite koşullarındaki iyileşme ile birlikte makro ihtiyati tedbirlerin etkisinin giderek azalmasının etkili olduğunu ifade etmek mümkündür.

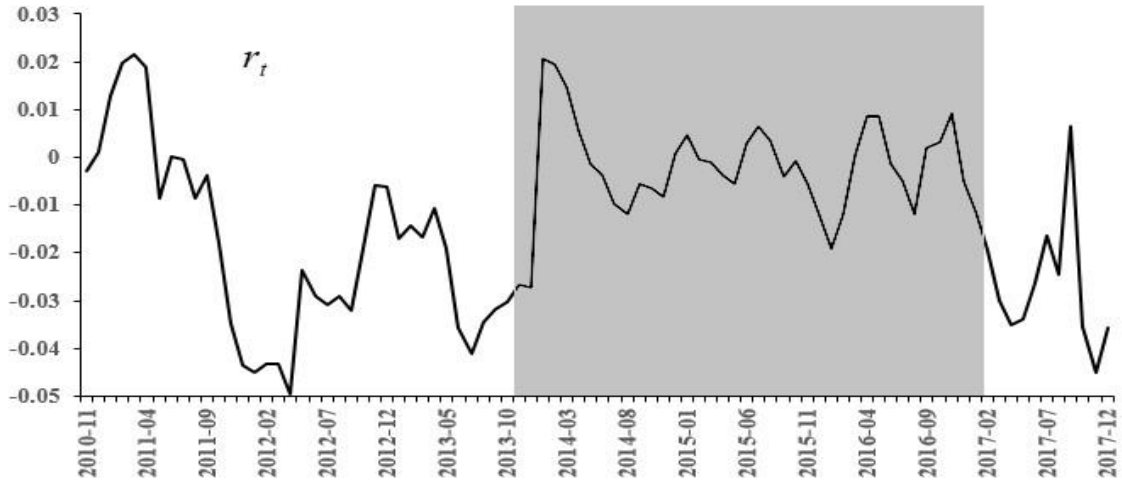
**Grafik 34. Makro İhtiyati Politika Endeksinin Yapısal Kırılmaları**





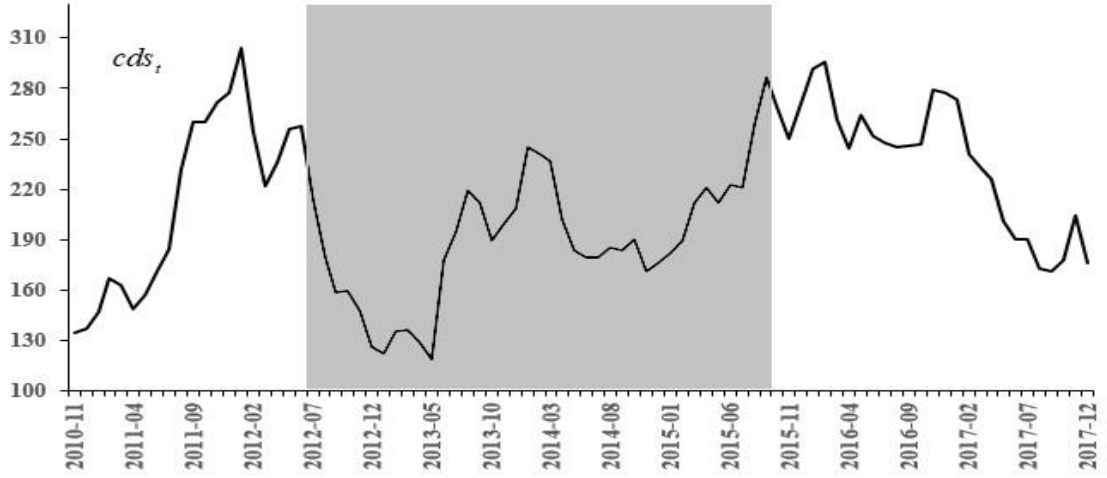
Makro ihtiyati politika endeksinin yapısal kırılmaları ise beklenildiği gibi makro ihtiyati politika duruşunun değiştiği dönemlere denk gelmektedir. Buna göre ilk kırılma, ikinci sıkılaştırma paketinden önce meydana gelmiştir. İkinci kırılma ise, kredi büyümesini sınırlamaya yönelik düzenlemelerin yavaşlayan kredi büyümesini desteklemek amacıyla gevşetilmeye başlandığı Eylül 2016'yı işaret etmektedir. İki kırılma dönemi arasında makro ihtiyati tedbirlerin etkisi sıkılaştırıcı yönde olmuştur. Söz konusu dönemin başlarında belirli bir süre daha sıkılaştırma şiddeti artırılmıştır. Dönemin sonlarına doğru gerçekleştirilen kısmi gevşetmeler ise makro ihtiyati politika duruşundaki değişikliğin sinyallerini vermiştir.

**Grafik 35. Reel Getiri Oranının Yapısal Kırılmaları**



Grafik 35'den de görüleceği üzere, reel getiri oranının yapısal kırılmalarında para politikası duruşunun yanı sıra enflasyonun seyrinin yansımaları ön plana çıkmaktadır. İlk kırılma, Ocak 2014'te politika faizinin sert artırımı ile güçlü bir ilişki içerisindedir. TCMB, bu dönemde FED'in faiz artırımına yönelik sinyallerinin küresel finansal koşullarda doğurduğu sıkılaşmaya yönelik tepkisini gecikmeli de olsa politika faizini %4.5'den %10'a yükselterek vermiştir. İkinci kırılma da ise faiz oranlarından ziyade enflasyonun etkili olduğunu ifade etmek mümkündür. Bu dönemde, enflasyondaki yükseliş karşısında uzun süredir sabit tutulan politika faizi reel getiri oranının düşme eğilimine girmesine yol açmıştır.

**Grafik 36. CDS Priminin Yapısal Kırılmaları**



Dış koşulları yansıtan CDS priminin yapısal kırılmalarında Türkiye ekonomisinin makroekonomik performansının ve küresel likidite koşullarında yaşanan değişimlerin etkili olduğu görülmektedir. İlk kırılma, para politikası ve makro ihtiyati politika duruşunun sıkılaştırmasına bağlı olarak enflasyon ve kredi büyümesinin kontrol altına alınmasının yanı sıra iç talep ve dış talep arasında dengelenme eğiliminin başlamış olduğu 2012 yılının ikinci yarısında meydana gelmiştir. İkinci kırılma ise gelişmiş ülkelerin geleneksel olmayan para politikalarının sonlandırılacağına ilişkin güçlenen sinyaller ve bu sinyaller karşısında para politikası tepkisinin verilmemesine bağlı olarak CDS priminin yükseldiği ve dalgalandığı 2015'in son çeyreğine denk gelmektedir.

## **5.2. Yapısal Kırılmalı Koentegrasyon Test Sonuçları**

Serilerin durağanlık özelliklerinin yapısal kırılmaların varlığında incelenmesinin ardından reel kredi büyümesi ile makro ihtiyati politika endeksi arasındaki uzun dönemli ilişki için kırılma tarihlerini dikkate alan koentegrasyon sürecine geçilmiştir. Bu doğrultuda öncelikle iz testi istatistikleri ardından VECM kısıtlama testlerine ilişkin istatistikler hesaplanmıştır.

### **5.2.1. İz testi istatistikleri**

İz testi istatistiklerinin hesaplanmasında yapısal kırılmalı birim kök testinden elde ettiğimiz içsel kırılma çifti olarak reel kredi büyümesi değişkeninin anlamlı kırılmaları olan 2011:09-2013:07 tarihleri kullanılmıştır. Uygun gecikme uzunluğunun seçilmesinde

Akaike Bilgi Kriterinden (Akaike Information Criteria -AIC-) faydalanılmıştır. AIC birinci gecikmede minimum olduğundan gecikme uzunluğu  $k = 1$  olarak alınmıştır. Tablo 30’da 2011:09-2013:07 kırılma çiftleri için iz testi istatistikleri gösterilmektedir.

**Tablo 30. İz Testi İstatistikleri**

<i>Kırılma Tarihleri</i>	$H_0(H_1)$	<i>Model <math>H_1(r)</math></i>
2011:09 – 2013:07	$r = 0 (r \geq 1)$	150.38 (97.79)
	$r = 1 (r \geq 2)$	67.82 (68.84)
	$r = 2 (r \geq 3)$	37.35 (43.87)
	$r = 3 (r \geq 4)$	11.37 (22.69)

Not: Parantez içerisinde gösterilen kritik değerler %5 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Söz konusu değerler Johansen, Mosconi ve Nielsen (2003) tarafından önerildiği üzere Gamma dağılımı vasıtasıyla türetilmiştir.

İz testi sonuçlarına göre, uzun dönemde düzey ve eğim kırılmalarının yer aldığı  $H_1(r)$  modeli için bir adet koentegre edici vektör ( $r = 1$ ) bulunmuştur. Kırılma çifti için bir koentegre edici vektörün varlığı reel kredi büyümesi ile makro ihtiyati politika endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin olabileceğini göstermektedir.

### 5.2.2. VECM kısıtlama test istatistikleri

Bir adet koentegre vektör veri iken, serilerin yapısal kırılmalarının anlamlılığı ve zayıf dışsallık özellikleri, VECM üzerindeki kısıtlamalara dayanan olabilirlik oranı (likelihood ratio -LR-) istatistikleri ile test edilmiştir. Ardından değişkenler normalize edilerek uzun dönem elastikiyet katsayıları hesaplanmıştır.

Uzun dönem denge ilişkisi içerisinde yapısal kırılmaların anlamlılığının test edilmesinde sıfır hipotezi, yapısal kırılmalarla ayrılan alt dönemler arasında düzey ve yönelim davranışları açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını ifade etmektedir. Tablo 31.’deki test istatistiklerine göre 2011:09’da meydana gelen yapısal kırılmada sıfır hipotezi reddedilemezken 2013:07’deki kırılmada sıfır hipotezi

reddedilmektedir. Diğer bir ifadeyle sadece 2013:07 kırılmasının değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiler üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

**Tablo 31. Uzun Dönem Kırılma Test İstatistikleri**

<i>Yapısal Kırılmalar</i>	$H_0$	<i>LR -İstatistiği</i>
2011:09	$\gamma_1 = \gamma_2$	0.082 (0.773)
2013:07	$\gamma_2 = \gamma_3$	13.747 (0.000)

Not: Parantez içerisindeki değerler anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Zayıf dışsallık sıfır hipotezleri, reel kredi büyümesi ve makro ihtiyati politika endeksi için reddedilirken reel getiri oranı ve CDS primi için reddedilememektedir. Bu da reel kredi büyümesi ve makro ihtiyati politika endeksinin içsel değişkenler olduğunu göstermektedir. Reel kredi büyümesi ve makro ihtiyati politika endeksinin içsel, diğer değişkenlerin dışsal olarak bulunması normalizasyon işleminin bu iki değişken üzerinde yapılabileceğini ifade etmektedir.

**Tablo 32. Zayıf Dışsallık Test İstatistikleri**

<i>Zayıf Dışsallık</i>	$H_0$	<i>LR -İstatistiği</i>
$crdt_t$	$\alpha_{crdt}$	14.753 (0.000)
$mpr_t$	$\alpha_{mpr}$	40.612 (0.000)
$r_t$	$\alpha_r$	1.658 (0.197)
$cds_t$	$\alpha_{cds}$	2.378 (0.122)

Not: Parantez içerisindeki değerler anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 33’de gösterilen uzun dönem denge ilişkileri açısından herhangi bir tanımlama sorunu bulunmamaktadır. Bununla birlikte analizde kullanılan tüm seriler logaritmik formda olduğundan tahmin edilen katsayıları uzun dönem elastikiyet katsayıları olarak yorumlamak mümkündür (Johansen, 2005). Normalizasyon işlemi ilk olarak reel kredi büyümesine ardından makro ihtiyati politika endeksine yapılmıştır.

**Tablo 33. Uzun Dönem Tahmin Sonuçları**

$\beta_{cndt}$	$\beta_{mpr}$	$\beta_r$	$\beta_{cns}$	$\gamma_1$	$\gamma_2$	$\gamma_3$
1	-0.249	0.545	-0.071	0.044	0.018	-0.003
0.550	1	1.886	-0.172	-0.025	0.026	-0.017

Reel kredi büyümesinin içsel olduğu durumda yapılan normalizasyon işlemi, diğer değişkenlerin reel kredi büyümesi üzerindeki uzun dönemli etkisini görmeye olanak sağlamaktadır. Buna göre diğer değişkenler sabitken makro ihtiyati politika endeksindeki %1 artış reel kredi büyümesini %0.249 azaltmaktadır. Öte yandan diğer değişkenler sabitken reel getiri oranındaki %1 artış kredi büyümesini %0.545 arttırırken CDS primindeki %1 artış ise kredi büyümesi üzerinde %0.071 azalışa neden olmaktadır. Bu bağlamda makro ihtiyati politika endeksinin uzun dönem elastikiyet katsayısının literatürdeki ampirik çalışmalarda elde edilen sonuçlara ve iktisadi beklentilere uygun olduğu görülmektedir. Diğer değişkenlerin elastikiyet katsayıları için de benzer durumun söz konusu olduğunu söylemek mümkündür.

Makro ihtiyati politika endeksinin içsel olduğu durumda yapılan normalizasyon işlemi ise diğer değişkenlerin makro ihtiyati politika kullanımını üzerindeki uzun dönemli etkisini ortaya koymaktadır. Buna göre diğer değişkenler sabitken reel kredi büyümesindeki %1 artış makro ihtiyati politika endeksini %0.550 arttırmaktadır. Diğer bir ifadeyle kredi büyümesinin hızlandığı dönemlerde beklendiği gibi makro ihtiyati politika kullanımını da arttırmaktadır.

## SONUÇ

Great Moderation dönemine ait politika çerçevesinin, küresel finansal krizin ardından makro-finansal dengesizliklerle mücadelede yetersiz kaldığının açık bir şekilde ortaya çıkması, kriz öncesi uygulanan iktisat politikalarının yeniden tartışmaya açılmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda para politikasının finansal istikrarın sağlanmasındaki rolünün yeniden değerlendirilmesi, yeni parasal aktarım mekanizmalarının tanımlanmasına ve finansal döngülere ilişkin anlayışın değişmesine yol açmıştır. Para politikasının finansal istikrar ile ilgili konuları dikkate alma gerekliliğinin ortaya çıkması yeni değiş-tokuş durumlarını çözümlenmede alternatif politika ihtiyacını beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte finansal istikrarı sağlamaya yönelik mevcut düzenleme ve denetim çerçevesinin sistemik riskleri ihmal etmesi, ihtiyati politikaların mikro temelli yaklaşımın ötesinde alternatif yaklaşımlar üzerinden ele alınmasına neden olmuştur.

Kriz sonrası dönemde tanımlanan parasal aktarım mekanizmalarından olan risk alma kanalına göre düşük faiz dönemleri, getiri arayışları ve değerlendirme etkileri vasıtasıyla ekonomik birimleri aşırı risk alma yönünde teşvik edebilmektedir. Üretim-enflasyon değişkenliğinin minimizasyonunu hedefleyen parasal otoritenin, optimal politika tepkisinde sadece arz ve talep şoklarını dikkate alması -özellikle finansal istikrar dönemlerinde- aşırı iyimserliğe ve finansal risklerin artmasına neden olabilmektedir. Bu bağlamda risk alma kanalı, para politikası tepkilerinin belirlenmesinde finansal istikrarsızlık kökenli şokların da hesaba katılması gerekliliğini göstermiştir.

Kriz ile birlikte varlığı idrak edilen bir diğer olgu, finansal döngülerin konjonktürel döngülerden farklı bir kavram olduğudur. Finansal döngülerin süresi ve boyutu itibarıyla konjonktürel döngülerden farklılık göstermesi, iki döngü arasındaki senkronizasyonun bozulma ihtimalini güçlendirmektedir. Finansal döngü ve konjonktürel döngü arasındaki bağlantının koptuğu durumlarda para politikası aşılması zor bir açmazın içerisine düşmektedir. Örneğin, aktif fiyatları -kredi piyasalarındaki aşırılıklardan dolayı- anormal biçimde yükselirken reel ekonomik faaliyetlerin son derece düşük seviyelerde olması, finansal döngünün kontrol altına alınmasında para politikasının manevra alanını daraltmaktadır. Böyle bir durumda, iki farklı politika tepkisinin varlığında parasal otoritenin tercihini üretim, istihdam ve enflasyon gibi reel değişkenlerin yer aldığı konjonktürel döngüden yana kullanması kuvvetle muhtemeldir. Parasal otoritenin

proaktif bir tutum izleyerek tercihini finansal döngüden yana kullanması durumunda dahi sahip olduğu araç seti ile makroekonomik performansı olumsuz etkilemeden aşırı risk alma davranışlarına, yüksek kaldıraçlara ve aktif fiyat balonlarına karşı koyabilmesinin güçlüğü alternatif politika ihtiyacını ortaya çıkarmıştır.

Kriz öncesi döneme ait hakim paradigmanın model çerçevesini oluşturan ve IS-PC-MR denklemleri ile ifade edilen DSGE modeli, para politikasının enflasyon ve üretim açığına bağlı olan kayıp fonksiyonunu minimize etmesi gerektiğini savunan geleneksel görüşü rasyonelleştirmenin yanı sıra sosyal kayıp fonksiyonunun sadece üretim ve enflasyon değişkenlerinden oluşması gerektiğini ifade etmiştir. Finansal sektörün yer almadığı ve sadece reel ekonominin spesifikasyonuna odaklanan model, merkez bankasına döviz kuru istikrarı veya finansal istikrar gibi ilave hedeflerin yüklenmemesi gerektiğine işaret etmiştir. Kriz ile birlikte bu modellere kredi friksiyonlarının ve finansal aracılığın dahil edilmesi, genişletilmiş parasal kuralların analizine olanak sağlamıştır. Finansal şoklar karşısında genişletilmiş kuralların standart kurallardan daha etkin olduğunun ampirik çalışmalarla kanıtlanmasına karşın para politikasının finansal istikrarı sağlamadaki sınırlarının ve olumsuz yan etkilerinin de görülmesi alternatif politika gereksinimini desteklemiştir.

Kriz öncesi dönemin finansal düzenleme ve denetim çerçevesinde benimsenen mikro ihtiyati yaklaşımda, bireysel kurumların özel durumlarına ilişkin risklerin azaltılarak yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin korunması finansal istikrar için yeterli görülmüştür. Finansal sistemdeki risklerin bireysel kurumların davranışlarından bağımsız değerlendirilmesi ve uygulanan politikaların ekonominin genelinde yaratacağı etkilerin dikkate alınmaması, sistemik dışsallık risklerinin küresel finansal krizde gerçekleşmesine yol açmıştır. Stratejik bütünleşmelerle daha da biriken sistemik riskler, finansal döngünün tersine dönmesiyle finansal kurumları zararına satışlara mecbur bırakmıştır. Aktif daraltmanın finansal sistemdeki karşılıklı bağlantılar ile sistemin geneline hızla yayılması, sürecin kredi krizine dönüşmesine neden olmuştur. Mikro ihtiyati yaklaşımın söz konusu dışsallıkları sınırlamada ve kontrol altına almada başarısız olması, kriz sonrası dönemde ihtiyati politikalara yönelik alternatif yaklaşım gerekliliğini doğurmuştur.

Geleneksel politika çerçevesinin makro-f finansal dengesizliklerle mücadeledeki yetersizliği ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik yeni bir politika alanına zemin

hazırlayan tüm bu gerekçeler doğrultusunda tanımlanan makro ihtiyati politika çerçevesi kriz sonrası dönemde uygulanan politikaların merkezinde yer almıştır.

Gelişmiş ülkelerin krizden çıkmak amacıyla uyguladıkları genişlemeci para politikaları ile oluşan küresel finansal döngünün beraberinde getirdiği politika açmazları, gelişmekte olan ülkelerde makro ihtiyati politikaya daha fazla ihtiyaç duyulmasına yol açmıştır. Yoğun sermaye girişlerinin fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayan faiz oranlarını belirgin biçimde farklılaştırması, para politikasının ilave araçlarla desteklenmesi gerekliliğini doğurmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü politika çerçevelerine yönelmelerine neden olmuştur.

Sermaye girişlerinin yol açtığı risklere maruz kalma açısından Türkiye de bir istisna oluşturmamıştır. Küresel likiditenin bolluğuna bağlı olarak kredi büyümesinin hızlanması, TL'nin aşırı değerlenmesi ve cari işlemler dengesinin bozulması neticesinde iç ve dış dengedeki farklılaşmadan kaynaklanan politika açmazları yaşayan Türkiye ekonomisi için makro-finansal istikrarı gözeten yeni bir politika çerçevesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatmak ve kredi büyüme hızını kontrol altına almak amacıyla finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefi ile aynı düzeye getirildiği ve para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü yeni politika bileşimi Kasım 2010'dan itibaren TCMB tarafından uygulanmaya başlanmıştır.

TCMB'nin, yeni politika bileşiminin tasarlanmasına ve uygulanmasına öncülük etmesinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Bunlardan biri, makro ihtiyati politika uygulamalarının gereklilik halini aldığı bu dönemde hiçbir kurumun bu politikaları uygulamak için açık bir şekilde görevlendirilmemesidir. Bankacılık sektörünün Türk finansal sistemindeki hakim rolü düşünüldüğünde BDDK'yı bu politikaları uygulamaya aday kurumlardan biri olarak görmek mümkündür. Kuşkusuz BDDK, ekonomik birimlerin aşırı borçlanma yönündeki eğilimlerinin sınırlanmasında ve kredi büyümesinin kontrol altına alınmasında gerekli olan araç setine sahiptir. Buna karşın finansal istikrara mikro perspektiften yaklaşan BDDK'nın sorumluluk alanında makro riskler bulunmamaktadır. Banka bilançolarının sağlıklı görüldüğü, karlılığın yüksek, sermaye pozisyonlarının güçlü ve takipteki kredilerin düşük olduğu bir ortamda BDDK'nın önünde hızlı kredi genişlemesine karşı reaksiyon göstermesini gerektirecek bir teşvik



oluşmamıştır. Kredi büyümesindeki aşırılıkların ve buna bağlı olarak cari işlemler dengesindeki bozulmanın finansal istikrarsızlık kökenli bir kriz doğurma riski, TCMB'nin makro ihtiyati politikaların uygulanması açısından sorumluluk almasına zemin hazırlamıştır. Ayrıca, TCMB'nin finansal istikrar ile ilgili sorumluluk alması, bankanın kuruluş kanununda kendisine yüklenen finansal istikrarı sağlama görevinden de kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birlikte ele alındığı bir politika çerçevesinin oluşturulmasında TCMB'nin rolünün olması doğaldır.

Türkiye'de makro ihtiyati politikaların nihai hedefi finansal istikrarı sağlamak iken kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlatılması ve kredi büyümesindeki aşırılıkların önlenmesi ara hedefler olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda, küresel finansal döngünün beraberinde getirdiği makro-finansal risklere bağlı olarak konjonktür yanlılığına odaklanılmış ve zaman boyutundaki sistemik risklere yönelik makro ihtiyati araçlar daha çok tercih edilmiştir. Bununla birlikte, gelişimini henüz tamamlayamamış ve derinliği az olan Türk finansal sisteminin karşılıklı bağlantılardan kaynaklanabilecek sistemik dışsallıklar açısından fazla risk teşkil etmemesi, kesit boyutundaki sistemik risklere yönelik makro ihtiyati araçların ikinci planda kalmasının bir diğer sebebini oluşturmuştur.

Makro ihtiyati politika sürecinde, araç seçiminin ve kalibrasyonun göstergeler ve eşik değerlerden gelen sinyaller doğrultusunda yapılmaya çalışıldığı görülmektedir. Örneğin, kredi büyümesindeki aşırılıklara yönelik müdahalelerde kredi büyüme hızı için belirlenen eşik değer gözetilmiştir. Bununla birlikte sistemik risklerin küresel döngüdeki belirsizliklerden kaynaklanması, araçların kalibrasyonunun sıklıkla değiştirilmesini ve yeni araçların tanımlanmasını gerekli kılmıştır. Bu bağlamda, makro ihtiyati politika müdahalelerine ilişkin karar sürecinde sınırlandırılmış ihtiyarlık yaklaşımının benimsendiğini ifade etmek mümkündür.

Türkiye'de, makro ihtiyati politikaların tasarlanmasında ve uygulanmasında ortaya çıkan kurumsal çerçeve ihtiyacı FİK ile giderilmeye çalışılmıştır. Ekonomiden sorumlu Başbakan Yardımcısının başkanlığında finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu beş kurumun başkanlarından oluşan FİK'in, kurumsal model alternatiflerinden ayrık model ile bazı noktalarda örtüştüğünü ifade etmek mümkündür. FİK'in TCMB çatısının dışında oluşturulması, Hükümetin/Hazinenin komitede aktif rol alması ve araçlar üzerindeki kontrol ile politika kararlarında kurumsal ayırımın olması yönünden ayrık model ile benzerlikler taşımaktadır.

Bununla birlikte Türkiye'deki yapının, ayrık model uygulayıcısı diğer ülkelerdeki yapılardan bazı farklılıklar gösterdiğini ifade etmek gerekmektedir. Örneğin ABD'deki yapıda var olan düzenleme ve denetim gücünün yanı sıra düzenleyici kurumlara verilen tavsiyelerde uy veya açıkla mekanizması etkin bir şekilde çalışırken Türkiye'deki yapıda, kararların ve tavsiyelerin herhangi bir bağlayıcılığı bulunmamaktadır. Bu bağlamda FİK, makro ihtiyati politikaları tasarlayıcı ve yürütücü bir kurum olmaktan ziyade kurumlar arasındaki koordinasyonu sağlayıcı bir kurum portresi çizmektedir.

Türkiye'deki yapıda gözlemlenen farklılıkları bir eksiklikten ziyade ülkeye özgü karakteristiklerin doğal bir sonucu olarak değerlendirmek mümkündür. Öte yandan FİK'in kuruluşu itibarıyla birtakım sorunları bünyesinde barındırması, söz konusu yapının etkinliğine yönelik soru işaretlerine neden olmuştur. Komitede çok sayıda kurumun yer almasının müdahale kabiliyeti açısından getirdiği avantajlara karşın alınan kararların veya verilen tavsiyelerin bağlayıcılığının bulunmaması güçlü bir kurumsal çerçeve ihtiyacını tam olarak karşılamamaktadır. Komitenin yetki, sorumluluk ve statüsünün tam olarak tanımlanmaması otoritelere sistemik riskler karşısında harekete geçme yönünde bir teşvik sunmamaktadır. Komitenin belirli bir takvime bağlı kalmadan ancak ihtiyaç duyulduğu zamanlarda toplanması, toplantı tutanaklarının ve alınan kararların kamuoyu ile paylaşılmaması şeffaflığı ve hesap verebilirliği azaltmaktadır. Kamuoyu ile zayıf iletişim, politika müdahalelerinin kamuoyu nezdindeki meşruiyetine zarar vermenin yanı sıra siyasi baskılara maruz kalma riskini arttırmaktadır. Komitede yer alan kurumlara verilen tavsiyelerde resmi bir uy veya açıkla mekanizmasının olmaması, muhtemel politika çatışmalarında ortaya çıkabilecek değiş-tokuşların çözümlenmesini ve etkin koordinasyonun sağlanmasını güçleştirmektedir. Bu bağlamda, mevcut kurumsal çerçevenin makro ihtiyati politika sürecinin etkinliğinin artırılmasına yeterli katkıyı yaptığını ifade etmek güçtür.

Yeni politika bileşiminde TCMB, politika stratejisine göre vermeyi planladığı politika tepkilerinin neredeyse tamamını test etme olanağı bulmuş ve enflasyon ile kredi hacmindeki değişmelere bağlı olarak politika duruşunu sürekli güncellemiştir. TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri gereği politika duruşunda gerçekleştirdiği sık değişikliklere karşın sadece finansal istikrar kaygısı ile hareket eden FİK ise söz konusu dönemde iki farklı politika duruşu sergilemiştir. Buna göre, Kasım 2010'dan Eylül 2016'ya kadar geçen dönemde kredi büyümesindeki artışı sınırlamak amacıyla BDDK

öncülüğünde alınan tedbirlerle sıkı makro ihtiyati politika duruşu benimsenirken Eylül 2016'dan itibaren yavaşlayan kredi büyümesi karşısında politika duruşu gevşetilmiş ve makro ihtiyati araçlar kredi büyümesini destekleyici şekilde düzenlenmiştir.

Yeni politika bileşimi altında belirlenen ara hedeflerden biri olan kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlatılmasına yönelik politika tepkilerinin ağırlıklı olarak TCMB tarafından verildiği görülmektedir. Asimetrik faiz koridoru ile yaratılan yapıcı belirsizlik ve ROM'un otomatik dengeleyici fonksiyonu, yoğun sermaye girişlerini yavaşlatmada etkili olmuştur. Zorunlu karşılık oranlarının vadeye, yükümlülükler ve para birimine göre farklılaştırılarak konjonktür karşıtı bir şekilde ayarlanması, kısa vadeli kaynak kullanımını frenlemiş ve vade uyumsuzluğunu azaltmıştır. Bununla birlikte BDDK'nın dış finansman ihtiyacını azaltan makro ihtiyati tedbirleri ve küresel finansal piyasalardaki gelişmeler de iç ve dış talep arasındaki dengelenme sürecine yardımcı olmuştur. Bu bağlamda, cari açığa yaşanan sızmanın kontrol altına alınmasında ve cari açığın finansman kalitesinin artırılmasında yakalanan kısmi başarıyı, sergilenen para politikası duruşu ve alınan makro ihtiyati tedbirler ile ilişkilendirmek mümkündür.

Küresel finansal kriz sonrası dönemde, Türkiye'de sermaye girişleri ile kredi büyümesi arasındaki bağlantı giderek güçlenmiştir. Kısa vadeli finansman kaynaklarının ucuzluğunun yanı sıra düşük tasarruf oranları, mevduat dışı kaynak kullanımını artırarak -başta özel sektör olmak üzere- toplam dış borç miktarını ciddi biçimde yükseltmiştir. Artan dış borç yükünün beraberinde getirdiği finansal riskler karşısında ise gerekli tedbirlerin alındığını ifade etmek güçtür. Bu dönemde, doğrudan özel sektör borçluluğunu ve ticari kredi büyümesini sınırlamaya yönelik bir tedbir alınmadığı gibi yeni politika bileşiminden önce yürürlükte bulunan düzenlemelerde bir değişikliğe gidilmemiştir. Söz konusu tercih bir bakıma politika otoritelerinin büyüme önceliklerinin getirmiş olduğu eylemsizlik yönündeki sapmayı yansıtmaktadır.

Bununla birlikte son dönemlerde sermaye girişleri ile kredi büyümesi arasındaki bağlantının zayıflamasında ve ters yönde hareketlerin gerçekleşmesinde, TCMB'nin kısa vadeli kaynak kullanımını caydırıcı zorunlu karşılık politikasının ve BDDK tarafından alınan kredi büyümesini sınırlamaya yönelik tedbirlerin yapmış olduğu katkıları göz ardı etmemek gerekmektedir.

Kredi büyümesini sınırlamaya yönelik -zorunlu karşılıklar üzerinden gerçekleştirilen- ilk politika tepkilerinin bekleneni verememesi, para politikası araçlarının

söz konusu risklerle mücadelede tek başına yeterli olmadığını açık bir şekilde ortaya koymuş ve makro ihtiyati politika stratejisinde değişikliğe gidilmiştir. Bu doğrultuda, Haziran 2011'den itibaren -FİK'in koordinatörlüğü altında- BDDK tarafından alınan tedbirler ile birlikte sıkı bir makro ihtiyati politika duruşu takip edilmeye başlanmıştır.

Makro ihtiyati sıkılaştırma paketleri uygulamaya konulduktan sonra -tüketici kredileri ve bireysel kredi kartları başta olmak üzere- kredi büyüme oranlarında aşağı yönlü ciddi kırımlar gerçekleşmiştir. Sıkılaştırıcı makro ihtiyati tedbirlerle kredi büyümesinde girilen azalış trendi, TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını farklılaştırması ve konjonktür karşıtı bir şekilde ayarlaması ile desteklenmiştir. Bu bağlamda, yeni politika bileşiminde uygulanan makro ihtiyati politikaların, -her ne kadar küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerden de destek bulsa da- kredi büyümesindeki aşırılıkları sınırlamaya önemli katkılar sağladığını ifade etmek mümkündür.

Makro ihtiyati politikaların finansal istikrara katkısı belirlenen ara hedefler ile sınırlı kalmamıştır. Sermaye hareketlerinin yol açabileceği makro-finansal riskleri sınırlamada otomatik dengeleyici olarak kullanılan ROM, brüt döviz ve altın rezervlerinin "iyi" zamanlarda güçlendirilmesine de katkı sağlamıştır. Bununla birlikte, mevcut mikro ihtiyati araçların Basel III çerçevesinde tanımlanan yeni makro ihtiyati araçlarla desteklenmesi, muhtemel şoklar karşısında bankacılık sektörünün dayanıklılığını arttırmıştır.

Yeni politika bileşiminde, kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlatılmasında BDDK tarafından alınan makro ihtiyati tedbirlerden ziyade finansal istikrar vurgusunun güçlendiği para politikasının kullanıldığı görülmektedir. Bu doğrultuda para politikası, -özellikle yeni politika bileşimine geçildiği ilk dönemlerde- fiyat istikrarından çok döviz kuru istikrarını sağlayarak finansal istikrarı tesis etmeye çalışmıştır. Diğer bir ifadeyle, para politikası tepkilerinde -açık bir şekilde olmasa da- finansal değişken olarak döviz kurunun istikrarı gözetilmiştir. Bu bağlamda, söz konusu dönem için Türkiye'deki para politikası duruşunun belirlenmesinde finansal istikrarı dikkate almanın ötesine geçildiği ve finansal istikrar amacına yönelik proaktif bir tutum sergilendiğini ifade etmek mümkündür.

Yeni politika bileşimi, fiyat istikrarı konusunda finansal istikrar kadar başarılı olamamıştır. Söz konusu dönemde, enflasyon oranları hedeflerin üzerinde gerçekleşmiş ve çift haneli rakamlara yükselmiştir. Enflasyon hedeflerine ulaşamamasını,

bekleyişlerin sağlıklı bir şekilde çapalanamaması ve parasal aktarım mekanizmalarının işleyişinin bozulması ile açıklamak mümkündür. Bu durumun gerçekleşmesinin en önemli sebebi ise finansal istikrar amacının öncelik kazandığı geleneksel olmayan para politikası çerçevesidir. Bu dönemde, finansal istikrar kaygılarının etkisi altında belirlenen para politikası duruşunun yeterince sıkı olmaması, reel faizlerin çoğu zaman negatif ve enflasyondaki yükselişi kontrol altına almaktan uzak bir seyir izlemesine neden olmuştur. Bununla birlikte, fonlamanın farklı kanallardan gerçekleştirilmesi fiyatlama kararlarında politika faizinin referans olma özelliğini kaybetmesine ve parasal aktarım mekanizmalarının işleyişinin sekteye uğramasına yol açmıştır. Çok araçtan ve çok faizden oluşan karmaşık politika çerçevesinin, iletişim ve öngörülebilirlik açısından yarattığı sorunlara enflasyon hedeflerinin mütemadiyen tutturulamaması da eklenince kredibilite daha da zayıflamış ve bekleyişlerin çapalanması daha da zorlaşmıştır.

TCMB'nin yeni politika bileşiminde, -her ne kadar finansal istikrara verilen önem artsa ve enflasyon hedefleri tutturulmasa da- fiyat istikrarı para politikasının nihai hedefi olmaya devam etmiştir. Kasım 2010-Eylül 2016 döneminde, -zaman zaman düşme eğilimi gösterse de- enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesi kredi büyümesini sınırlamaya yönelik makro ihtiyati politika uygulamaları ile para politikası arasında ciddi uyumsuzlukların ortaya çıkmamasına katkı sağlamıştır. Kredi büyümesini sınırlama amacıyla makro ihtiyati tedbirler sıkılaştırılırken para politikası duruşunun -hedefin üzerinde gerçekleşen enflasyona yönelik olarak- görece sıkı olması finansal istikrar açısından bir risk unsuru oluşturmamıştır. Diğer taraftan sıkı makro ihtiyati politika duruşu da iç talebi baskılayarak fiyat istikrarına katkı sağlamıştır. Bu bağlamda, söz konusu dönemde para politikası ve makro ihtiyati politikanın aynı yönde hareket ederek birbirlerini tamamladığını ifade etmek mümkündür.

Eylül 2016 sonrası dönemde ise politikalar ters yönde hareket etmiş ve zaman zaman çatışma durumları yaşanmıştır. Kredi büyüme hızındaki yavaşlamanın büyüme açısından aşağı yönlü bir risk oluşturması neticesinde makro ihtiyati tedbirlerde gevşemeye gidilmiştir. Diğer taraftan aynı dönemde yükselen enflasyon, TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik kaygılarının da artmasına neden olmuştur. Finansal istikrarı desteklemek amacıyla gevşetilen makro ihtiyati tedbirler iç talebi körükleyerek enflasyonu daha da yükseltirken fiyat istikrarı hedefiyle arttırılan faiz oranları kredi büyümesini daha da yavaşlatmıştır. Diğer bir ifadeyle bu dönemde döngüler arasındaki

bağlantının kopması politikaların nihai amaçları arasında çatışmanın yaşanmasına neden olmuştur.

Çalışmamızda, Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikanın, teorik literatür ışığında değerlendirilmesinin ardından makro ihtiyati politika duruşunun yeni politika bileşiminin ara hedeflerinden biri olan kredi büyümesini sınırlamadaki rolü ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu amaçla, Türkiye için oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi ile reel toplam kredi büyümesi arasındaki ilişki, 2010:11-2017:12 dönemini kapsayacak şekilde Johansen, Mosconi ve Nielsen (2000) yapısal kırılmalı koenteegrasyon yaklaşımı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Makro ihtiyati politika sürecinde çok sayıda araç aynı anda kullanılabilen ve araçların uygulanma/değiştirilme sıklığı yüksek olabilmektedir. Bu durum her bir aracın hedeflenen değişken üzerindeki etkinliğinin diğer araçlardan bağımsız bir şekilde analizini güçleştirmektedir. Bununla birlikte makro ihtiyati araçların hedeflenen değişken üzerindeki etkinliğini ayrı ayrı analiz ederek politika duruşuna ulaşmak mümkün değildir. Bu doğrultuda çalışmada, Türkiye’deki makro ihtiyati politika duruşunun elde edilmesi amacıyla Cerutti vd. (2017), Fendoğlu (2017) ve Epure vd.’nin (2018) çalışmalarında kullanılan yöntemden hareketle özgün bir toplulaştırılmış endeks oluşturulmuştur. Söz konusu endeks ile birlikte, ele alınan dönem için Türkiye’deki makro ihtiyati politika duruşunun hem yönünün hem de düzeyinin ölçülmesi mümkün hale gelmiştir.

Ampirik analizin zayıf dışsallık test istatistiklerine göre reel kredi büyümesi ve makro ihtiyati politikanın içsel, diğer değişkenlerin ise dışsal olarak bulunması, hem makro ihtiyati politika endeksinin reel toplam kredi büyümesini sınırlamadaki etkinliğinin hem de kredi büyümesindeki değişimler karşısında makro ihtiyati politika kullanımının ne yönde ve ne ölçüde değişebileceğinin görülmesine olanak sağlamıştır.

Analizde içsel kırılma çifti olarak reel toplam kredi büyümesi değişkeninin anlamlı kırılmaları olan 2011:09-2013:07 tarihleri kullanılmıştır. Bu doğrultuda, makro ihtiyati politika endeksi ile reel toplam kredi büyümesinin uzun dönem denge ilişkisi içerisinde yapısal kırılmalarının anlamlılığına ilişkin test sonuçları, sadece 2013:07 kırılmasının değişkenler arasındaki uzun dönem denge ilişkisi üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisinin bulunduğunu göstermektedir. 2011:09 kırılmasının ise söz konusu uzun dönem denge ilişkisine anlamlı bir katkısı bulunmamaktadır.

Makro ihtiyati tedbirlerin kredi büyümesini sınırlandırmasında 2013:07 sonrasında uygulanan makro ihtiyati tedbirlerin rol oynamasını çeşitli faktörlerle açıklamak mümkündür. Ekim 2013'den sonra kredi büyümesini sınırlayıcı makro ihtiyati tedbirler arttırılmış ve söz konusu tedbirlerin kapsamı genişletilmiştir. Tüketici kredileri ve kredi kartlarına yönelik gerçekleştirilen sıkılaştırıcı düzenlemelerin yanı sıra çekirdek dışı yükümlülükleri sınırlamak amacıyla zorunlu karşılıklar vadeye, yükümlülükler ve para birimine göre farklılaştırılarak arttırılmıştır. Banka bilançolarının sağlamlığını ve likidite pozisyonlarını güçlendirmek amacıyla Basel III çerçevesinde yeni makro ihtiyati tedbirler tanımlanmıştır. Bu dönemde makro ihtiyati politika tedbirlerinin kredi büyümesine yapmış olduğu sınırlayıcı etkinin makro ihtiyati politika duruşunun sıkılaştırılması ile açıklandığı görülmektedir. Bu sonuç aynı zamanda hedeflenen değişkeni etkilemede sıkı ve kapsayıcı bir politika duruşunun gerekliliğine de işaret etmektedir.

Analizin uzun dönem tahmin sonuçları incelendiğinde, makro ihtiyati politika endeksindeki artışın uzun dönemde reel toplam kredi büyümesini azalttığı görülmektedir. Literatürdeki diğer ampirik çalışmalar ve a priori bekleyişler ile uyumlu olan ampirik bulgulara göre Türkiye'deki makro ihtiyati politika uygulamalarının, uzun dönemde kredi büyümesini sınırlayıcı etkisinin bulunduğunu ifade etmek mümkündür. Analizden elde edilen bir diğer bulguya göre, reel toplam kredi büyümesindeki artış uzun dönemde makro ihtiyati politika endeksini arttırmaktadır. Bu da, Türkiye'de reel toplam kredi büyümesinde yaşanan artışın uzun dönemde makro ihtiyati politika kullanımını arttırdığını ortaya koymaktadır.

Ampirik bulgulara ilişkin önemli bir husus, makro ihtiyati politika endeksi ile reel toplam kredi büyümesi arasındaki uzun dönem denge ilişkisine ait elastikiyet katsayısının görece yüksek olmaması ile Türkiye'deki makro ihtiyati politika duruşunun örtüşmesidir. Yapısal kırılmaların anlamlılığına ilişkin test sonuçlarından da görüleceği üzere, kredi büyümesini azaltıcı etki sıkı makro ihtiyati politika duruşu ile ilişkilidir. Buna karşın ele alınan dönemin tamamında sıkı politika duruşu takip edilmemiştir. Eylül 2016'dan itibaren yavaşlayan kredi büyümesi karşısında büyüme önceliklerinin devreye girmesi politika duruşunun gevşetilmesine neden olmuştur. Bununla birlikte, makro ihtiyati tedbirlerde tüketici kredileri ve hanehalkı borçluluğunun sınırlandırılmasına odaklanılırken ticari kredileri ve özel sektör borçluluğunu sınırlamaya yönelik doğrudan

bir tedbir alınmamıştır. Diğer bir ifadeyle, reel toplam kredi büyümesini sınırlamaya yönelik tedbirlerin kapsamı çok geniş tutulmamış ve çok sıkı bir politika duruşu takip edilmemiştir.

Türkiye’de, yeni politika bileşimi çerçevesinde uygulamaya konulan makro ihtiyati politikaların başarılı bir performans gösterdiği ve makro-finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevesindeki konumunu sağlamlaştırdığı görülmektedir. Bununla birlikte, farklı politika tercihlerinin eklenmesiyle makro ihtiyati politika çerçevesinin güçlendirilmesinin mümkün olduğunu vurgulamak gerekmektedir.

Türkiye’deki makro ihtiyati politika çerçevesinin en zayıf noktası, kurumsal yapının karakteristikleri itibariyle karşımıza çıkmaktadır. Nitekim yetki, sorumluluk ve statüsü açık bir şekilde tanımlanmış, bağlayıcılığı olan ve politika müdahalelerine meşruiyet kazandıracak iletişimi mümkün kılan bir kurumsal çerçeveye ihtiyaç olduğu açıktır. Türkiye’ye özgü karakteristikler dikkate alındığında, söz konusu niteliklerin merkez bankasının öncü rol oynadığı bir kurumsal çerçeve ile sağlanabileceğini ifade etmek mümkündür. Bu bağlamda, kısmi entegrasyon modelinin öngördüğü şekilde merkez bankası çatısı altında oluşturulacak ayrı bir komiteyle hem merkez bankasının finansal istikrarı sağlamadaki teşviklerinden ve teknik donanımından yararlanılabilecek hem de komitede sadece finansal istikrar ile ilgili konular yer alacağından para politikasının kredibilitesinin zarar görme riski azalacaktır. Bununla birlikte hükümete bağlı kurumların komitedeki sınırlı rolleri, diğer kurumların operasyonel otonomilerine müdahaleyi güçleştirerek bağımsızlığa katkı sağlayacaktır.

Türkiye’de para politikası ve makro ihtiyati politikanın birlikte yürütülmesi özellikle para politikasının etkinliği açısından ciddi sorunlar yaratmıştır. Finansal istikrar amacına yönelik alınan faiz kararları, enflasyon bekleyişlerinin çapalanmasına ve aktarım mekanizmalarının işleyişine zarar vererek fiyat istikrarı hedefinden uzaklaşılmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, zorunlu karşılıklar gibi para politikası araçlarının sistemik riskleri sınırlamada tek başına yeterli olmadığı görülmüştür. Bu bağlamda, para politikası ve makro ihtiyati politikanın birbirlerini dikkate aldığı fakat her ikisinin de sadece nihai hedefine odaklandığı bir politika çerçevesi, Türkiye için daha doğru bir seçenek olarak görünmektedir.

Para politikasının, nihai hedefine daha fazla odaklanabilmesi için sistemik risklerle mücadelede daha sıkı bir makro ihtiyati politika duruşuna ihtiyaç vardır. Buna



karşın Türkiye'deki makro ihtiyati politika duruşunun, büyüme kaygılarını yansıttığı görölmektedir. Özel sektör borçluluğuna ve ticari kredilere yönelik doğrudan bir tedbir alınmamasının yanı sıra iç talep tam anlamıyla ılımlaştırılmadan makro ihtiyati tedbirlerin gevşetilmesi söz konusu kaygıların bir sonucudur. Diğer bir ifadeyle, makro ihtiyati politikalar finansal döngünün yanı sıra konjonktürel döngünün kontrolü için de kullanılmıştır. Bu bağlamda, finansal sistemin genelindeki risklere yönelik daha kapsayıcı ve etkinlik-istikrar dengesini de gözetten bir politika duruşunun benimsenmesi gerekmektedir.



## KAYNAKLAR

ACHARYA Viral V., Thomas COOLEY, Matthew RICHARDSON, Ingo WALTER, “Market Failures and Regulatory Failures: Lessons from Past and Present Financial Crises”, *ADB Working Paper Series*, No. 264, February 2011.

ADRIAN Tobias, Hyun Song SHIN, “The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 439, April, 2010.

AFŞAR Muharrem, Emrah DOĞAN, “Türkiye’de Döngüsel Sermaye Tamponunun Kredi Büyümesi Üzerine Etkileri” *Sakarya İktisat Dergisi*, C. 6, Sayı 4, 2017, ss. 29-43.

AGENOR Pierre-Richard, Luiz A. PEREIRA da SILVA, “Macroeconomic Stability, Financial Stability, and Monetary Policy Rules”, *International Finance*, Vol. 15, No. 2, 2012, ss. 205-224.

AGRESTI Anna Maria, Patrizia BAUDINO, Paolo POLONI, “The ECB and IMF Indicators for the Macro-Prudential Analysis of the Banking Sector”, *ECB Occasional Paper Series*, No. 99, 2008.

AGUR Itai, Sunil SHARMA, “Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy”, *DSF Policy Paper*, No. 36, March 2013.

AHUJA Ashvin, Malhar NABAR, “Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons from Hong Kong SAR”, *IMF Working Paper*, No. 284, 2011.

AIYAR Shekhar, Charles W. CALOMIRIS, Tomasz WIELADEK, “Does Macro-Pru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment”, *NBER Working Paper Series*, No. 17822, February 2012.

AKERLOF George, William R. DICKENS, George PERRY, “The Macroeconomics of Low Inflation”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 27, Issue 1, 1996.

AKINCI Özge, Jane OLMSTEAD-RUMSEY, “How Effective are macroprudential policies? An empirical investigation”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 33, 2018, pp. 33-57.

AKKAYA Yıldız, Refet S. GÜRKAYNAK, “Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 27, Sayı 315, 2012, ss. 93-119.

AKTAŞ Cihan, Orcan CORTUK, “Turkey’s experience with the global crisis: restructuring policies within a financial stability framework”, *Journal of Economic Policy Reform*, Vol. 15, No. 3, 2012, pp. 195-205.

AKTAŞ Zelal, Yasemin ERDUMAN, Neslihan KAYA EKŞİ, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları: Pastadan Kim Daha Fazla Pay Alacak?” *Merkezin Güncesi*, <https://tcmbblog.org/tr/gelismekte-olan-ulkelere-yonelen-portfoy-akimlari-pastadan-kim-daha-fazla-pay-alacak/> (24.05.2018).

ALLEN William A., Geoffrey WOOD, “Defining and achieving financial stability”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 2, 2006, ss. 152-172.

ALPER Koray, S. Tolga TİRYAKİ, “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2011-08, 13 Nisan 2011.

ALPER Koray, Hakan KARA, Mehmet YÖRÜKOĞLU, “Rezerv Opsiyon Mekanizması”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2012-28, 22 Ekim 2012.

ALPER Koray, Mahir BİNİCİ, Selva DEMİRALP, Hakan KARA, Pınar ÖZLÜ, “Reserve Requirements, Liquidity Risk and Bank Lending Behaviour”, *Koç University-TÜSİAD Economic Research Forum Working Paper Series*, No. 1612, November 2016.

ANAND, Anita, Michael TREBILLOCK, Michael ROSENSTOCK, “Institutional Design and the New Systemic Risk in Banking Crises”, *Systemic Risk, Institutional Design, And The Regulation of Financial Markets*, (ed.) Anita Anand, Oxford University Press, United Kingdom, 2017, ss. 1-38.

ANGELINI Paolo, Sergio NICOLETTI-ALTIMARI, Ignazio VISCO, “Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs”, *Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers*, No. 140, 2012.

ANGELONI Ignazio, “European macroprudential policy from gestation to infancy”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 71-84.

ANTIPA Pamfili, Julien MATHERON, “Interactions between monetary and macroprudential policies”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 225-239.

ARESTIS Philip, Malcolm SAWYER, “New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique”, *Economia e Sociedade, Campinas*, Vol. 17, December 2008, ss. 631-655.

ARSLAN Yavuz, Gazi KABAŞ, Ahmet Ali TAŞKIN, “Quantifying the Effects of Loan-to-Value Restrictions: Evidence from Turkey”, *CBRT Working Paper*, No. 35, December 2015.

ARSLAN Yavuz, Christian UPPER, “Macroprudential frameworks: implementation and effectiveness” *BIS Papers*, No. 94, December 2017, ss. 25-48.

ASLANER Oğuz, Uğur ÇIPLAK, Hakan KARA, Doruk KÜÇÜKSARAC, “Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?”, *TCMB Working Paper*, No: 14/38, 2014.

AUCREMANNE Luc, Stefan IDE, “Lessons from the Crisis: Monetary Policy and Financial Stability”, *Economic Review*, Issue ii, 2010, ss. 7-20.

AYSAN Ahmet Faruk, Salih FENDOĞLU, Mustafa KILINÇ, “Macroprudential Policies as Buffer Against Volatile Cross-border Capital Flows”, *CBRT Working Paper*, No. 04, 2014.

BARRO Robert J., David B. GORDON, “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, August 1983, ss. 589-610.

BARWELL Richard, *Macroeconomic Policy After The Crash: Issues in Microprudential and Macroprudential Policy*, Palgrave Macmillian, Switzerland, 2017.

BASTO, Rita Bessone, “A Macro-Prudential Policy For Financial Stability”, *Banco de Portugal Financial Stability Report*, November 2013, ss. 73-86.

BAŞÇI Erdem, “Merkez Bankası ve Finansal İstikrar”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Paneli*, Ankara, 11 Aralık, 2010.

BAŞÇI Erdem, Hakan KARA, “Finansal istikrar ve para politikası”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 26, Sayı 302, 2011, ss. 9-25.

BAŞÇI Erdem, “Opening Speech” *İstanbul Finance Summit*, İstanbul, 24 September 2012.

BAUER Gregory, Gurnain PASRICHA, Rodrigo SEKKEL, Yaz TERAJIMA, “The Global Financial Cycle, Monetary Policies and Macroprudential Regulations in Small, Open Economies”, *Bank of Canada Staff Working Paper*, No. 38, 2016.

BCBS, “Basel III: A Global regulatory framework for more resilient banks and banking systems”, December 2010.

BCBS, “Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements”, January 2014.

BDDK, “Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi”, 3 Eylül 2010.

BDDK, “Yıllık Faaliyet Raporu 2012”, 22 Nisan 2013.

BEAN Charles, Matthias PAUSTIAN, Adrian PENALVER, Tim TAYLOR, “Monetary Policy After the Fall” *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Symposium Proceedings Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 26-28, 2010, ss. 267-328.

BEAU Denis, Laurent CLERC, Benoit MOJON, “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy”, *Banque de France Working Papers*, No. 390, 2012.

BENNANI Taryk, Morgan DESPRES, Marine DUJARDIN, Thibaut DUPREY, Anna KELBER, “Macroprudential framework: key questions applied to the French case”, *Banque de France Occasional Papers*, No. 9, February 2014.

BERNANKE Ben S., Mark GERTLER, Simon GILCHRIST, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, *Handbook of Macroeconomics*, (ed.) John B. Taylor-Michael Woodford, Elsevier Science B.V., 1999, ss. 1341-1393.

BERNANKE Ben S., Mark GERTLER, “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *The American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, May 2001, ss. 253-257.

BERNANKE Ben S., “Asset Prices “Bubbles” and Monetary Policy”, *Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics*, October 15, 2002a.

BERNANKE Ben S., “Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here”, *Before the National Economists Club*, November 21, 2002b.

BERNANKE Ben S., “A Perspective on Inflation Targeting”, *Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists*, March 25, 2003.

BERNANKE Ben S., “The Great Moderation”, *Meetings of the Eastern Economic Association*, February 20, 2004.

BERNANKE Ben S., “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis”, *Before the Financial Crisis Inquiry Commission*, September 2, 2010.

BEYER Andreas, Giulio NICOLETTI, Niki PAPADOPOULOU, Patrick PAPSDORF, Gerhard RÜNSTLER, Claudia SCHWARZ, Joao SOUSA, Olivier VERGOTE, “The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations”, *ECB Occasional Paper Series*, No. 191, May 2017.

BILLI Roberto M., George A. KAHN, “What Is the Optimal Inflation Rate?”, *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, Vol. 93, Issue 2, 2008, ss. 5-28.

BIS, “Central bank governance and financial stability”, *A report by a Study Group*, May, 2011.

BIS, “International banking and financial market developments” *BIS Quarterly Review*, September 2017.

BISIAS Dimitros, Mark FLOOD, Andrew W. LO, Stavros VALAVANIS, “A Survey of Systemic Risk Analytics”, *U.S. Department of The Treasury Office of Financial Research Working Paper*, No. 0001, January 2012.

BİNİCİ Mahir, Hasan EROL, Hakan KARA, Pınar ÖZLÜ, Deren ÜNALMIŞ, “Interest Rate Corridor: A New Macroprudential Tool?”, *CBT Research Notes in Economics*, No. 2013-20, July 2013.

BLANCHARD Olivier, “Bubbles, Liquidity traps and Monetary Policy. Comments on Jinushi et al, and on Bernanke”, <http://economics.mit.edu/files/718>. 2000a, (19.12.2016)

BLANCHARD Olivier, “What Do We Know About Macroeconomics That Fisher and Wicksell Did Not?”, *NBER Working Paper Series*, No. 7550, 2000b.

BLANCHARD Olivier, Giovanni DELL’ARICCIA, Paolo MAURO, “Rethinking Macroeconomic Policy”, *IMF Staff Position Note*, No. 03, February 12, 2010.

BLANCHARD Olivier, Jordi GALI, “Labor Markets and Monetary Policy: A New Keynesian Model With Unemployment”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, April 2010, ss. 1-30.

BLINDER Alan S., “What Central Bankers Could Learn from Academics—and Vice Versa”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 2, 1997, ss. 3-19.

BOE, “Instruments of macroprudential policy”, *A Discussion Paper*, December 2011.

BOFINGER Peter, Eric MAYER, Timo WOLLMERSHAUSER, Oliver HÜLSEWIG, “The BMW model: A New Framework for teaching monetary macroeconomics in closed and open economics” *Würzburg Economic Papers*, No. 34, 2003.

BOFINGER Peter, Sebastian DEBES, Johannes GAREIS ve Eric MAYER, “Monetary Policy Transmission in a Model with Animal Spirits and House Price Booms and Busts”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 37, 2013, ss. 2862-2881.

BORCHGREVINK Henrik, Sigmund ELLINGSRUD, Frank HANSEN, “Macroprudential Regulation – What, Why and How?”, *Norges Bank Staff Memo*, No. 13, 2014

BORDO Michael D., David C. WHEELOCK, “Price Stability and Financial Stability: The Historical Record”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October 1998, ss. 41-62.

BORDO Michael D., “Growing Up to Financial Stability”, *NBER Working Papers*, No. 12933, 2007.

BORIO Claudio, “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, *BIS Working Papers*, No. 128, February 2003.

BORIO Claudio, “What Can (Macro-)Prudential Policy do to Support Monetary Policy”, *BIS Working Papers*, No. 242, December 2007.

BORIO Claudio, Haibin ZHU, “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?”, *BIS Working Papers*, No. 268, December 2008.

BORIO Claudio, Mathias DREHMANN, “Towards An Operational Framework For Financial Stability: Fuzzy Measurement and Its Consequences”, *Central Bank of Chile Working Papers*, No. 544, December 2009.

BORIO Claudio, “Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism”, *Capitalism and Society*, Vol. 6, Issue 1, 2011, ss. 1-25.

BORIO Claudio, Haibin ZHU, “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 8, Issue 4, 2012, ss. 236-251.

BORIO Claudio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, *BIS Working Papers*, No. 395, December 2012.

BORIO Claudio, “Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?”, *BIS Working Papers*, No. 440, January 2014.

BORIO Claudio, Enisse KHARROUBI, Christian UPPER, Fabrizio ZAMPOLLI, “Labour reallocation and productivity Dynamics: financial causes, real consequences”, *BIS Working Papers*, No. 534, December 2015.

BORIO Claudio, “Towards a Financial Stability-Oriented Monetary Policy Framework?”, *Central Banking in Times of Change*, Conference on the occasion of the 200th anniversary of the Central Bank of the Republic of Austria, Vienna, 13-14 September 2016.

BROCKMEIJER Jan, “The institutional setting of macroprudential policy”, *Putting Macroprudential Policy to Work*, (ed.) Aerd Houben-Rob Nijskens-Mark Teunissen, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, Vol. 12-7, 2014, ss. 165-177.

BRUNNERMEIER Markus, Andrew CROCKETT, Charles GOODHART, Avinash D. PERSAUD, Hyun SHIN, “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy 11*, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, Switzerland, June 2009.

BRUNNERMEIER Markus K., Gary GORTON, Arvind KRISHNAMURTY, “Risk Topography”, *NBER Macroeconomics Annual 2011*, Vol. 26, 2012, ss. 149-167.

BRUNNERMEIER Markus K., Thomas M. EISENBACH, Yuliy SANNIKOV, “Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey”, *NBER Working Paper Series*, No. 18102, May 2012.

BRUNNERMEIER Markus K., Yuliy SANNIKOV, “A Macroeconomic Model with a Financial Sector”, *American Economic Review*, Vol. 104, No. 2, February 2014, ss. 379-421.

BUCH Claudia, “Macroprudential measures and capital controls: towards a framework for policy evaluation”, *Banque de France Financial Stability Review: The impact of financial reforms* No. 21, April 2017, ss. 157-166.

BUCHHOLZ Manuel, “How effective is macroprudential policy during financial downturns? Evidence from caps on banks’ leverage” *EESTI PANK Working Paper Series*, No. 7, 2015.

BULUT Ümit, “The Interest Rate Corridor as a Macroprudential Tool to Mitigate Rapid Growth in Credits: Evidence from Turkey”, *Theoretical and Applied Economics*, Vol. XXII, No. 4(605), Winter 2015, pp. 133-144.

BUMİN Mete, F. Dilvin TAŞKIN, “The Impact of Macro-Prudential Measures on Retail Loans: Evidence from Turkey”, *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences*, Vol. 5, Issue 1-2, 2015, pp. 48-66.

CARLIN Wendy, David SOSKICE, “The 3-Equation New Keynesian Model – A Graphical Exposition”, *Contributions to Macroeconomics*, Vol. 5, Issue 1, 2005, ss. 1-36.

CARNEY, Mark, “Monetary Policy After Fall”, *Eric J. Hanson Memorial Lecture*, 1 May, 2013.

CARUANA Jaime, Benjamin COHEN, “Five questions and six answers about macroprudential policy”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 15-24.

CECCHETTI Stephen G., Hans GENBERG, John LIPSKY, Sushil WADHWANI, “Asset Prices and Central Bank Policy”, *Geneva Reports on the World Economy 2*, Information Press, Oxford, 2000.

CERUTTI Eugenio, Stijn CLAESSENS, Luc LAEVEN, “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *IMF Working Paper*, No. 61, 2015.

CERUTTI Eugenio, Ricardo CORREA, Elisabetta FIORENTINO, Esther SEGALLA, “Changes in Prudential Policy Instruments-A New Cross-Country Database”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 13, No. S1, 2017, pp. 477-503.

CGFS, “Operationalising the selection and application of macroprudential instruments”, *CGFS Papers*, No. 48, December 2012.

CGFS, “Regulatory change and monetary policy”, *CGFS Papers*, No. 54, May 2015.

CGFS, “Objective-setting and communication of macroprudential policies”, *CGFS Papers*, No. 57, November 2016.

CHANG Roberto, “Rethinking Monetary Policy After the Crash”, *Setting up the Monetary Policy Framework: What Role for Financial Sector Considerations? Proceedings of the First Annual Conference of the Bilateral Assistance and Capacity Building for Central Banks Programme: Geneva Graduate Institute of International Development Studies*, 2014, ss. 11-29.

CHANT John, Alexandra LAI, Mark ILLING, Fred DANIEL, “Essays on Financial Stability”, *Bank of Canada Technical Report*, No. 95, September 2003.

CICCARELLI Matteo, Angela MADDALONI, Jose-Luis PEYDRO, “Trusting the Bankers, A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy”, *ECB Working Paper Series*, No. 1228, July 2010.

CLAESSENS Stijn, M. Ayhan KOSE, Marco E. TERRONES, “Financial Cycles: What? How? When?”, *IMF Working Paper*, No. 76, April 2011a.

CLAESSENS Stijn, M. Ayhan KOSE, Marco E. TERRONES, “How Do Business and Financial Cycles Interact?”, *IMF Working Paper*, No. 88, April 2011b.

CLAESSENS Stijn, Swati R. GHOSH, Roxana MIHET, “Macro Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities in Emerging Markets”, *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, (ed.) Otaviano Canuto-Swati R. Ghosh, World Bank, Washington, D.C., 2013, ss. 155-178.

CLAESSENS Stijn, “An Overview of Macroprudential Policy Tools”, *IMF Working Paper*, No. 214, December 2014.

CLARIDA Richard H., Jordi GALI, Mark GERTLER, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, December 1999, ss. 1661-1707.

CLARIDA Richard H., “What Has-and Has not-Been Learned about Monetary Policy in a Low-Inflation Environment? A Review of the 2000s”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 44, No. 1, February, 2012, ss. 123-140.

CLEMENT Piet, “The term “macroprudential”: origins and evolution”, *BIS Quarterly Review*, March, 2010, ss. 59-67.

COENEN Günter, Athanasios ORPHANIDES, Volker WIELAND, “Price Stability and Monetary Policy Effectiveness When Nominal Interest Rates Are Bounded At Zero”, *ECB Working Paper Series*, No. 231, May 2003.

CONSTANCIO Vitor, “Financial Stability Risks, Monetary Policy and the Need for Macro-Prudential Policy”, *Warwick Economics Summit*, Warwick, 13 February 2015.

CORDELLA Tito, Pablo FEDERICO, Carlos VEGH, Guillermo VULETIN, “Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6793, 2014.

CROCKETT Andrew, “The Theory and Practice of Financial Stability”, *Essays in International Finance*, No. 203, April 1997.



CROCKETT Andrew, “Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability”, *the Eleventh International Conference of Banking Supervisors*”, Basel, September 20-21, 2000.

CUMMING Christine, “How does macroprudential policy interact with other policy areas?”, *Putting Macroprudential Policy to Work*, (ed.) Aerd Houben-Rob Nijskens-Mark Teunissen, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, Vol. 12-7, 2014, ss. 130-137

CURDIA Vasco, Michael WOODFORD, “Credit Spreads and Monetary Policy”, *NBER Working Paper Series*, No. 15289, August 2009.

ÇINAR Barış, Ömer ERDOĞAN, Tuğrul GÜRGÜR, Tandoğan POLAT, “Küresel Kriz ve Politika Uygulamaları”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2010-12, 2 Ağustos 2010.

DANIELSSON Jon, Jean-Pierre ZIGRAND, “A Proposed research and policy agenda for systemic risk”, *Voxeu*, <http://voxeu.org/article/systemic-risk-research-and-policy-agenda>. (21.05.2017).

DANIELSSON Jon, *Global Financial Systems: Stability and Risk*, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2013.

DANTHINE Jean-Pierre, “Implementing Macroprudential Policies: The Swiss Approach”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 97-104

DAWSON, Philip J., Ana Isabel SANJUAN, “Structural Breaks, the Export Enhancement Program and the Relationship between Canadian and US Hard Wheat Prices”, *Journal of Agricultural Economics*, Vol. 57, No. 1, 2006, pp. 101-116.

DE BANDT Olivier, Phillipp Hartmann, “Systemic Risk: A Survey”, *ECB Working Paper Series*, No. 35, November 2000.

DE LA DEHESA, Guillermo, “Twelve Market and Government Failures Leading to the 2008-09 Financial Crisis”, *G30 Occasional Paper*, No. 80, 2010.

DE NICOLO Gianni, Giovanni FAVARA, Lev RATNOVSKI, “Externalities and Macroprudential Policy”, *IMF Staff Discussion Note*, No. 05, June 7, 2012.

DE PAOLI Bianca, Matthias PAUSTIAN, “Coordinating Monetary and Macroprudential Policies”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 653, November 2013.

DE PAULA Luiz Fernando, Paulo J. SARAIVA, “A Review of the Research Program of the New Consensus Macroeconomics: An Assessment of the Mainstream Debate after the US Financial Crisis”, [http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/pesquisa/textos\\_sem\\_peq/texto1005.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/pesquisa/textos_sem_peq/texto1005.pdf). (22.11.2016).

DEĞERLİ Ahmet, Salih FENDOĞLU, “Reserve option mechanism as a stabilizing policy tool: Evidence from exchange rate expectations”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 35, 2015, pp. 166-179.

DELL'ARICCIA Giovanni, Deniz IGAN, Luc LAEVEN, Hui TONG, Bas BAKKER, Jerome VANDENBUSSCHE, “Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms”, *IMF Staff Discussion Note*, No. 06, June 2012.

DETKEN Carsten, Dieter GERDESMEIER ve Barbara ROFFIA, “Interlinkages between Money, Credit and Asset Prices and their Implications for Consumer Price Inflation: Recent Empirical Work”, *Enhancing Monetary Analysis*, (ed.) Lucas D. Papademos-Jürgen Stark, ECB, Frankfurt, 2010, ss. 307-327.

DIJKMAN Miquel, “A Framework for Assessing Systemic Risk”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 5282, April 2010.

DOĞAN Burak, Afşin ŞAHİN, M. Hakan BERUMENT, “Rethinking interest rate volatility as a macroprudential policy tool”, *Middle East Development Journal*, Vol. 8, No. 1, 2016, pp. 109-126.

DREHMANN Mathias, Claudio BORIO, Kostas TSATSARONIS “Characterising the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term!”, *BIS Working Papers*, No. 380, June 2012.

DUFF Arthur W. S., “Central Bank Independence and Macroprudential Policy: A Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 11, Issue 1, Article 4, 2014, ss. 182-220.

DUNSTAN Ashley, “The interaction between monetary and macro-prudential policy”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 77, No. 2, 2014, ss. 15-25.

DUMICIC Mirna, “A Brief Introduction to the World of Macroprudential Policy”, *Croatian National Bank Surveys*, No. S-18, August 2015.

ECB, “Price Stability: Why Is It Important For You?”, Frankfurt, 2009.

ECB, “Financial Stability Review”, Frankfurt, June 2010.

EGAWA Eri, Akira OTANI, Toshiyuki SAKIYAMA, “What Determines Institutional Arrangements for Macroprudential Policy?”, *IMES Discussion Paper Series*, No. E-3, 2015.

ELEKDAG Selim, Yiqun WU, “Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust?”, *IMF Working Paper*, No. 241, 2011.

EPURE Mircea, Irina MIHAI, Camelia MINOIU, Jose-Luis PEYDRO, “Household Credit, Global Financial Cycle, and Macroprudential Policies: Credit Register Evidence from an Emerging Country”, *IMF Working Paper*, No. 13, 2018.

ERDEM F. Pınar, Etkin ÖZEN, İbrahim ÜNALMIŞ, “Are Macroprudential Policies Effective Tools to Reduce Credit Growth in Emerging Markets”, *CBRT Working Paper*, No. 12, 2017.

ERSEL Hasan, Fatih ÖZATAY, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 44, No. 6, 2008, pp. 38-51.

ERSEL Hasan, “Finansal istikrarın sağlanması için nasıl bir mekanizma tasarlanabilir?”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 27, Sayı 315, 2012, ss. 37-49.

ERMİŞOĞLU Ergun, Arif ODUNCU, Yasin AKÇELİK, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2013-04, 31 Ocak 2013.

ESRB, “Recommendation of The European Systemic Risk Board on the macro-prudential mandate of national authorities”, Frankfurt, December 2011.

ESRB, “Recommendation of The European Systemic Risk Board on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy”, Frankfurt, June 2013.

ESRB, “Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector”, Frankfurt, March 2014a.

ESRB, “The ESRB Handbook on Operationalising Macro-Prudential Policy in the Banking Sector”, Frankfurt, March, 2014b.

FAGIOLO Giorgio, Andrea ROVENTINI, “Macroeconomic Policy in DSGE and Agent-Based Models Redux: New Developments and Challenges Ahead”, *LEM Working Paper Series*, November 2016.

FAHR Stephan, John FELL, “Macroprudential Policy – closing the financial stability gap”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 25, Issue 4, 2017, ss. 334-359

FARHI Emmanuel, Jean TIROLE, “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts”, *American Economic Review*, Vol. 102, No. 1, 2012, ss. 60-93.

FELDSTEIN Martin, “The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability”, *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, (ed.) C. Romer - D. Romer, University of Chicago Press, 1997, ss. 123-166.

FELL John, Garry SCHINASI, “Assessing Financial Stability: Exploring the Boundaries of Analysis”, *National Institute Economic Review*, No. 192, April 2005, ss. 102-117.

FENDOĞLU Salih, “Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 79, 2017, pp. 110-128.

FERGUSON Roger W., “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?”, *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems Conference*, Washington D.C., September 16-17, 2002.

FERNANDEZ de LIS Santiago, Alicia GARCIA-HERRERO, “Dynamic provisioning: a buffer rather than a countercyclical tool?”, *BBVA Bank Working Paper Series*, No. 1222, 2012.

FISHER Irving, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, 1933.

FISCHER Stanley, “Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?”, *Achieving Price Stability*, A Symposium Sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996, ss. 7-34.

FLIGSTEIN Neil, Jonah Stuart BRUNDAGE, Michael SCHULTZ, “Why the Federal Reserve Failed to See the Financial Crisis of 2008: The Role of “Macroeconomics” as a Sense making and Cultural Frame”, *IRLE Working Paper*, No. 111, September 2014.

FRAGA Arminio, Ilan GOLDFAJN, Andre MINELLA, “Inflation Targeting in Emerging Market Economics”, *NBER Macroeconomics Annual Volume 18*, ed. Mark Gertler, Kenneth Rogoff, The MIT Press, 2004, pp. 365-413.

FRAIT Jan, Zlatuse KOMARKOVA, “Financial Stability, Systemic Risk and Macroprudential Policy”, *Czech National Bank / Financial Stability Report 2010 / 2011*, 2011, ss. 96-111.

FRAIT Jan, Simona MALOVANA, Vladimir TOMSIK, “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies in the Pursuit of the Central Bank’s Primary Objectives”, *Czech National Bank/Financial Stability Report*, 2015, ss. 110-120.

FREIXAS Xavier, Luc LAEVEN, Jose-Luis PEYDRO, *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts London, England, 2015.

FRIEDMAN Milton, “The Role of Monetary Policy”, *The American Economic Review*, Vol. LVIII, No. 1, March 1968, ss. 1-17.

FSB-IMF-BIS, “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”, October 2009.

FSB-IMF-BIS, “Macroprudential Policy Tools and Frameworks: Progress Report to G20”, October 2011.

FSB, “Peer Review of Turkey”, 19 November 2015.

G30, “Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future”, Washington, D. C., October 2010.

GADANECZ Blaise, Kaushik JAYARAM, “Measures of Financial Stability – a review”, *IFC Bulletin*, No. 31, 2010, ss. 365-380.

GALATI Gabriele, Richhild MOESSNER, “Macroprudential Policy – A Literature Review”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 27, No. 5, 2013, ss. 846-878.

GALATI Gabriele, Irma HINDRAYANTO, Siem Jan KOOPMAN, Marente VIEKKE, “Measuring Financial Cycles with a Model-based Filter: Empirical Evidence for the United States and the Euro Area”, *DNB Working Paper*, No. 495, January 2016.

GALATI, Gabriele, Richhild MOESSNER, “What Do We Know About the Effects of Macroprudential Policy?”, *Economica*, 2017, ss. 1-36.

GALI Jordi, “The Return of the Phillips curve and other recent developments in business cycle theory”, *Spanish Economic Review*, No. 2, 2000, ss. 1-10.

GALI Jordi, “The New-Keynesian Approach to Monetary Policy Analysis: Lessons and New Directions”, *Universitat Pompeu Fabra Economics Working Papers*, No. 1075, 2008.

GALI Jordi, Luca GAMBETTI, “On the Sources of the Great Moderation”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 1, No. 1, 2009, ss. 26-57

GAMBACORTA Leonardo, Federico M. SIGNORETTI, “Should Monetary Policy Lean Against the Wind? An Analysis Based on a DSGE Model with Banking”, *Banca D’Italia Working Papers*, No. 921, July 2013.

GARFIAS Maria Alejandra Amado, “Macroprudential Rules in Small Open Economies”, *Banco Central De Reserva Del Peru Working Paper Series*, No. 009, July 2014.

GEORGSSON, Magnus, Anders VREDIN, Per Asberg SOMMAR, “The modern central bank’s mandate and the discussion following the financial crisis”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, No. 1, 2015, ss. 7-42.

GILCHRIST Simon, John LEAHY, “Monetary Policy and Asset Prices”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, Issue, 1, 2002, ss. 75-97.

GILCHRIST Simon, Vladimir YANKOV, Egon ZAKRAJSEK, “Credit Market Shocks and Economic Fluctuations: Evidence From Corporate Bond and Stock Markets”, *NBER Working Paper Series*, No. 14863, April 2009.

GOODFRIEND Marvin, “The Monetary Policy Debate Since October 1979: Lessons for Theory and Practice”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 87, No. 2, March/April 2005, ss. 243-262.

GOODFRIEND Marvin, “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy”, *NBER Working Paper Series*, No. 13580, November 2007.

GOODFRIEND Marvin, Robert KING, “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, *NBER Macroeconomics Annual 1997*, (ed.) Ben S. Bernanke-Julio Rotemberg, MIT Press, January, 1997, ss. 231-296.

GOODFRIEND Marvin, Knut Anton MORK, Ulf SÖDERSTRÖM, “An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway”, *Norges Bank Watch Report Series*, No. 8, 2007.

GOURINCHAS Pierre-Olivier, Maurice OBSTFELD, “Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No. 1, 2012, pp. 226-265.

GÖK İbrahim Yaşar, “Reserve Options Mechanism: The New Monetary Policy Tool of CBRT and Its Effect on Exchange Rate Volatility”, *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*, Vol. 9, No. 3, 2017, pp. 50-54.

GRACE Therese, Niamh HALLISSEY, Maria WOODS, “The Instruments of Macro-Prudential Policy”, *Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin*, No. 01, January 2015, ss. 90-105.

GREENSPAN Alan, “Opening Remarks”, *Achieving Price Stability*, A Symposium Sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 1996, ss. 1-6.

GREENSPAN Alan, “Opening Remarks”, *Rethinking Stabilization Policy*, A Symposium Sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31, 2002, ss. 1-10.

GÜRKAYNAK Refet S., Zeynep KANTUR, M. Anıl TAŞ, Seçil YILDIRIM-KARAMAN, “Monetary Policy in Turkey after Central Bank Independence”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Vol. 30, No. 356, 2015, pp. 9-38

HAHM Joon-Ho, Frederic S. MISHKIN, Hyun Song SHIN, Kwanho SHIN, “Macroprudential Policies in Open Emerging Economies”, *NBER Working Paper Series*, No. 17780, 2012.

HANNOUN Herve, “Towards a Global Financial Stability Framework”, *45th SEACEN Governors Conference*, Siem Reap province, Cambodia, 26-27 February 2010.

HANSEN Alvin H., *A Guide to Keynes*, McGraw-Hill, New York, 1953.

HANSON Samuel G., Anil K. KASHYAP, Jeremy C. STEIN, “A Macroprudential Approach to Financial Regulation”, *Chicago Booth Working Papers*, No. 58, 2010.

HARRIS Richard, Richard SOLLIS, *Applied Time Series Modelling and Forecasting*, Wiley, 1st edition, Chichester, W. Sussex, 2003.

HAZINE “Finansal İstikrar Komitesi Basın Açıklaması”, Sayı 2018/01, 11 Ocak 2018.

HENDRY David F., Grayham E. MIZON, “Evaluating dynamic econometric models by encompassing the VAR”, *Models, methods, and applications of econometrics: Essays in honor of A. R. Bergstrom*, (ed.) Peter C. B. Phillips, Basil Blackwell, Cambridge, MA, January 1993, pp. 272-300.

HICKS J. R., “Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation”, *Econometrics*, Vol. 5, No. 2, April 1937, ss. 147-159.

HELLENIER Eric, “Understanding the 2007-2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy”, *Annual Review Political Science*, Vol. 14, 2011, ss. 67-87.

HILBERS Paul, İnci ÖTKER-RÖBE, Ceyla PAZARBAŞIOĞLU, “Analysis of and Policy Responses to Rapid Credit Growth”, *Procyclicality of Financial Systems in Asia*, ed. Charles Enoch, İnci Ötker-Röbe, Palgrave Macmillian, 2007, pp. 84-136

HOEROVA Marie, Cyril MONNET, Ted TEMZELIDES, “Money Talks”, *ECB Working Paper Series*, No. 1091, September 2009.

HOFFMANN Andreas, Axel LÖFFLER, “Low interest rate policy and the use of reserve requirements in emerging markets”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 54, 2014, ss. 307-314.

HOFMANN Boris, Bilyana BOGDANOVA, “Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”?”, *BIS Quarterly Review*, September 2012.

HOUBEN Aerd, Jan KAKES, Garry SCHINASI, “Towards a framework for financial stability”, *De Nederlandsche Bank Occasional Studies*, Vol. 2, No. 1, 2004.

HOUBEN Aerd, Remco VAN DER MOLEN, Peter WIERTS, “Making Macroprudential Policy Operational”, *Banque Centrale Du Luxembourg Revue De Stabilite Financiere*, 2012, ss. 13-25.

JEANNE Olivier, Anton KORINEK, “Macroprudential policy beyond banking regulation”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 163-172.

JOHANSEN Soren, “Statistical analysis of cointegration vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, Issues 2-3, June-September 1988, pp. 231-254.

JOHANSEN Soren, Katarina JUSELIOUS, “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration – With Applications to the Demand for Money”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52, No. 1, 1990, pp. 169-210.

JOHANSEN Soren, Rocco MOSCONI, Bent NIELSEN, “Cointegration analysis in the presence of structural breaks in the deterministic trend”, *The Econometrics Journal*, Vol. 3, No. 2, 2000, pp. 216-249.

JOHANSEN Soren, “The Interpretation of Cointegrating Coefficients in the Cointegrated Vector Autoregressive Model”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 67, 2005, pp. 93-104.

JONES Brad, “Asset Bubbles: Re-thinking Policy for the Age of Asset Management”, *IMF Working Paper*, No. 27, February 2015.

JORDA Oscar, Moritz SCHULARICK, Alan M. TAYLOR, “Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons”, *IMF Economic Review*, Vol. 59, Issue 2, June 2011, ss. 340-378.

JORDA Oscar, Moritz SCHULARICK, Alan M. TAYLOR, “When Credit Bites Back”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 45, Issue 2, December 2013, ss. 3-28.

JUNG Yongseung, Soyoung KIM, Doo Yong YANG, “Optimal Macroprudential Policies and House Prices in Korea”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 53, No. 11, 2017, pp. 2419-2439.

IGAN Deniz, Heedon KANG, “Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea”, *IMF Working Paper*, No. 297, 2011.

IMF, “Financial Soundness Indicators”, *Compilation Guide*, 2006.

IMF, “Macroprudential Policy: An Organizing Framework”, March 14, 2011.

IMF, “Macrofinancial Stress Testing – Principles and Practices”, *IMF Policy Paper*, 2012.

IMF, “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies”, January 29, 2013a.

IMF, “Key Aspects of Macroprudential Policy”, June 10, 2013b.

IMF, “How Big Is The Implicit Subsidy for Banks Considered Too Important To Fail?”, *IMF Global Financial Stability Report: Moving From Liquidity-To Growth-Driven Markets*, April, 2014a.

IMF, “Staff Guidance Note on Macroprudential Policy”, November 6, 2014b.

IMF-FSB-BIS, “Elements of Effective Macroprudential Policies”, August 31, 2016.

IMF, “2016 Article IV Consultation with Turkey”, *IMF Country Report*, No. 16/104, 2016.

IMF, “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows – The Role of Macroprudential Policies”, *IMF Policy Paper*, June 28, 2017.

IMF, “2018 Article IV Consultation with Turkey”, *IMF Country Report*, No. 18/110, 2018.

INDRARATNA Yuthika, “Strengthening Financial Stability Indicators in the Midst of Rapid Financial Innovation: Updates and Assessments Integrative Report”, *Strengthening Financial Stability Indicators in the Midst of Rapid Financial Innovation: Updates and Assessments*, (ed.) Yuthika Indraratna, The SEACEN Centre, Malaysia, 2013, ss. 1-76.

ISSING Otmar, “Why Price Stability?”, *Why Price Stability?*, (ed.) Alicia Garcia Herrero-Vitor Gaspar-Lex Hoogduin-Julian Morgan-Bernhard Winkler, Frankfurt, 2001, ss. 179-202.

ISSING Otmar, “Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?”, *IMF Working Paper*, No. 97, April 2011.

ITO Takatoshi, “Classic FIT and Lean FIT: Is Inflation-Targeting Guilty of Causing the Financial Stability?”, *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?*, (ed) Douglas D. Evanoff-Cornelia Holthausen-George G. Kaufman-Manfred Kremer, Singapore, 2014, ss. 187-206.

KÄFER Benjamin, “The Taylor Rule and Financial Stability – A Literature Review with Application for the Eurozone”, *Review of Economics*, Vol. 65, 2014, ss. 159-192.

KANNAN Prakash, Paul RABANAL, Alasdair M. SCOTT, “Monetary and Macroprudential Policy Rules in a Model with House Price Booms”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 12, Issue 1, 2012, ss. 1-42.

KARA A. Hakan, Hande KÜÇÜK-TUĞER, Ümit ÖZLALE, Burç TUĞER, Eray M. YÜCEL, “Exchange Rate Regimes and Pass-Through: Evidence From the Turkish Economy”, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 25, No. 2, April 2007, pp. 206-225.

KARA A. Hakan, Musa ORAK, “Enflasyon Hedeflemesi”, *Ekonomik Tartışmalar Konferansı (Emin Öztürk’ün Anısına)*, İstanbul, 10 Ekim 2008.

KARA Hakan, Fethi ÖĞÜNÇ, “Inflation targeting and exchange rate pass-through: the Turkish experience”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 44, No. 6, 2008, pp. 52-66.

KARA A. Hakan, “Küresel kriz sonrası para politikası”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 27, Sayı 315, 2012, ss. 9-36.

KARA Hakan, “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2015-13, 19 Ağustos 2015a.

KARA Hakan, “Turkey’s Experience with Macroprudential Policy”, *Macroprudential Policy: Effectiveness and Implementation Challenges CBRT-IMF-BIS Joint Conference*, İstanbul, 26-27 October, 2015b.

KARA Hakan, “Turkey’s experience with macroprudential policy”, *BIS Papers*, No. 86, 2016, pp. 123-140.

KARA Hakan, “Monetary Policy and Macro-financial Stability: An Emerging Economy Perspective”, *Governor’s Club Meeting*, Antalya, 3 April, 2017.

KARA A. Hakan, Fethi ÖĞÜNÇ, Çağrı SARIKAYA, “Inflation Dynamics in Turkey: A Historical Accounting”, *CBRT Research Notes in Economics*, No. 2017-03, May 2017.



KAUFMAN George G., Kenneth E. SCOTT, “What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?”, *The Independent Review*, Vol. VIII, No. 3, Winter 2003, ss. 371-391.

KENÇ Turalay, M. İbrahim TURHAN, Onur YILDIRIM, “The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis”, *IMF Policy Research Working Paper*, No. 5834, 2011.

KENÇ Turalay, “Macroprudential regulation: history, theory and policy”, *BIS Papers*, No. 86, September 2016, ss. 1-16.

KIM Soyoung, Aaron MEHROTRA, “Effects of monetary and macro-prudential policies – evidence from inflation targeting economies in the Asia-Pacific region and potential implications for China”, *BOFIT Discussion Papers*, No. 4, 2017.

KINDLEBERGER Charles P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1978.

KING Mervyn, “Twenty Years of Inflation Targeting”, *The Stamp Memorial Lecture Speech*, 9 October 2012.

KLINGELHÖFER Jan, Rongrong SUN, “Macroprudential Policy, Central Banks and Financial Stability: Evidence from China”, *MPRA Papers*, February 2017.

KNOT Klaas, “Governance of macroprudential policy”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 25-32.

KOHN Donald, “Institutions for Macroprudential Regulation: The UK and the U.S.”, April 17, 2014, <https://www.brookings.edu/on-the-record/institutions-for-macroprudential-regulation-the-uk-and-the-u-s/>. (25.06.2017).

KOKORES Ioanna, “Lean-Against-the-Wind Monetary Policy: The Post-Crisis Shift in the Literature”, *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, Vol. 65, Issue 3-4, 2015, ss. 66-99.

KOOPMAN Siem Jan, Rutger LIT, Andre LUCAS, “Model-based Business Cycle and Financial Cycle Decomposition for Europe and the U.S.”, *Tinbergen Institute Discussion Paper*, No. 051/IV, 2016.

KRISHNAMURTI Damodaran, Yejin Carol LEE, “Macroprudential Policy Framework: A Practise Guide”, *A World Bank Study*, No. 87810, 2014.

KRZNAR Ivo, James MORSINK, “With Great Power Comes Great Responsibility: Macroprudential Tools at Work in Canada”, *IMF Working Paper*, No. 83, 2014.

KUNCL Martin, “Assessment of the Effects of Macroprudential Tightening in Canada”, *Bank of Canada Staff Analytical Note*, No. 12, 2016.

KUTTNER Kenneth N., Ilhyock SHIM, “Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies”, *BIS Working Papers*, No. 433, November 2013.

KYDLAND Finn E., Edward C. PRESCOTT, “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, Issue, 3, June 1977, ss. 473-492.

KYDLAND Finn E., Edward C. PRESCOTT, “Time to Build an Aggregate Fluctuations”, *Econometrics*, Vol. 50, No. 6, November 1982, ss. 1345-1370.

LAMBERTINI Luisa, Caterina MENDICINO, Maria Teresa PUNZI, “Leaning Against Boom-Bust Cycles in Credit and Housing Prices”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 37, 2013, ss. 1500-1522

LANDMANN Olivier, “Short-Run Macro After the Crisis: The End of the “New” Neoclassical Synthesis?”, *University of Freiburg Department of International Economic Policy Discussion Paper Series*, No. 27, January 2014.

LEE Junsoo, Mark C. STRAZIZICH, “Minimum Lagrange Multiple Unit Root Test With Two Structural Breaks”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, November 2003, pp. 1082-1089.

LEE Minsoo, Ruben Carlo ASUNCION, Jungsuk KIM, “Effectiveness of Macroprudential Policies in Developing Asia: An Empirical Analysis”, *ADB Economics Working Paper Series*, No. 439, July 2015.

LEIJONHUFVUD Axel, “Keynes and the Crisis”, *CEPR Policy Insight*, No. 23, May 2008.

LEVINE Paul, Diana LIMA, “Policy Mandates for Macro-Prudential and Monetary Policies in a New Keynesian Framework”, *ECB Working Paper Series*, No. 1784, April 2015.

LE LORIER Anne, “How to deploy the macroprudential toolkit?”, *Putting Macroprudential Policy to Work*, (ed.) Aerd Houben-Rob Nijskens-Mark Teunissen, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, Vol. 12-7, 2014, ss. 110-120.

LI Haiming, Xiao WU, “IS-LM Paradigm in Macroeconomics: A Survey and Evaluation”, *Theoretical Economic Letters*, Vol. 5, 2015, ss. 296-303.

LIM Cheng Hoon, Alejo COSTA, Francesco COLUMBA, Piyabha KONGSAMUT, Akira OTANI, Mustafa SAIYID, Torsten WEZEL, Xiaoyong WU, “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?”, *IMF Working Paper*, No. 238, 2011.

LOISEL Olivier, Aude POMMERET, Franck PORTIER, “Monetary Policy and Her Behaviour: Leaning Against Bubbles”, *Banque De France Document De Travail*, No. 412, December 2012.

LOMBARDI Domenico, Manuela MOSCHELLA, “The symbolic politics of delegation: macroprudential policy and independent regulatory authorities”, *New Political Economy*, Vol. 22, No. 1, 2017, pp. 92-108.

LONG John B., Charles I. PLOSSER, “Real Business Cycles”, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 1, 1983, 39-69.

LOPEZ Claude, Donald MARKWARDT, Keith SAVARD, “Macroprudential Policy: A Silver Bullet or Refighting the Last War?”, *MPRA Papers*, No. 64499, May 2015.

LOUIS Rosmy Jean, Faruk BALLI, “Low-inflation-targeting monetary policy and differential unemployment rate: Is monetary policy to be blamed for the financial crisis? – Evidence from major OECD countries”, *Economic Modelling*, Vol. 30, Issue C, 2013, ss. 546-564.

LUCAS Robert E. Jr., “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 4, 1972, ss. 103-124.

LUCAS Robert E. Jr., “Econometric Policy Evaluation: A Critique”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, Issue 1, 1976, ss. 19-46.

LUCAS Robert E. Jr., Thomas J. SARGENT, “After Keynesian Macroeconomics”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 3, No. 2, 1979, ss. 1-16.

MA Yong, Jinglan ZHANG, “Financial Cycle, Business Cycle and Monetary Policy: Evidence From Four Major Economies”, *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 21, 2016, ss. 502-527.

MALOVANA Simona, Jan FRAIT, “Monetary Policy and Macroprudential Policy: Rivals or Teammates?”, *IES Working Paper*, No. 19, 2016.

MANKIW N. Gregory, “A Quick Refresher Course in Macroeconomics”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVIII, December 1990, ss. 1645-1660.

MEDINA Leandro, Jordi PRAT, Alun THOMAS, “Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies”, *IMF Working Paper*, No. 43, 2010.

MENDOZA Enrique G., Marco E. TERRONES, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”, *NBER Working Paper Series*, No. 14049, May 2008.

MILESI-FERRETTI Gian Maria, Assaf RAZIN, “Sustainability of Persistent Current Account Deficits”, *NBER Working Paper Series*, No. 5467, 1996.

MINSKY Hyman P., “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Challenge*, Vol. 20, Issue, 1, 1977, pp. 20-27.

MISHKIN Frederick S., “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, Fall 1999, pp. 3-20

MISHKIN Frederick S., “Issues in Inflation Targeting”, *Price Stability and The Long-Run Target for Monetary Policy*, Bank of Canada, Ottawa, 2001, pp. 203-222.

MISHKIN Frederick S., “Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis”, *NBER Working Paper Series*, No. 16755, February 2011a.

MISHKIN Frederick S., “How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles? The “Lean” versus “Clean” Debate After the GFC”, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, June Quarter 2011b, ss. 59-70.

MISHKIN Frederick S., “Central Banking After the Crisis”, *16th Annual Conference of the Central Bank of Chile*, Santiago, 15-16 November, 2012.

MODIGLIANI Franco, “Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money”, *Econometrics*, Vol. 12, No. 1, January 1944, ss. 45-88.

MONTES Gabriel Caldas, “Reputation, Credibility and Monetary Policy Effectiveness”, *Estudios Economicos*, Vol. 39, No. 3, 2009, ss. 673-698.

MUTH John F., “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, *Econometrica*, Vol. 29, No. 3, July 1961, ss. 315-335.

NIER Erlend W., Jacek OSINSKI, Luis I. JACOME, Pamela MADRID, “Institutional Models for Macroprudential Policy”, *IMF Staff Discussion Note*, No. 18, 2011.

NIER Erlend, Heedon KANG, “Monetary and macroprudential policies – exploring interactions”, *BIS Papers*, No. 86, September 2016, ss. 27-38.

NOYER Christian, “Macroprudential policy, from theory to implementation”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 7-14.

ORPHANIDES Athanasios, David W. Wilcox, “The opportunistic approach to disinflation”, *FED Finance and Economics Discussion Series*, No. 96-24, 1996.

ORSMOND David, Fiona PRICE, “Macroprudential Policy Frameworks and Tools”, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, December 2016, ss. 75-86.

OSINSKI Jacek, Katharine SEAL, Lex HOOGDUIN, “Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation”, *IMF Staff Discussion Note*, No. 05, June 2013.

ÖZATAY Fatih, Güven SAK, “Banking Sector Fragility and Turkey’s 2000-01 Financial Crisis”, *CBRT Research Department Discussion Paper*, Ankara, December 2003.

ÖZATAY Fatih, “Türkiye’de 2000-2008 döneminde para politikası”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 24, Sayı 275, 2009, ss. 37-65.

ÖZATAY Fatih, “Merkez Bankası’nın yeni para politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 26, Sayı 302, 2011, ss. 27-43.

ÖZATAY Fatih, “A Note on the New Monetary Policy of the Central Bank of Turkey”, *The European Debt Crisis: Causes, Consequences, Measures and Remedies*, ed. Ali Arı, Cambridge Scholars Publishing, Newcastle, 2014, pp. 185-194.

ÖZDEMİR Metin, *Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye*, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi No: 5, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 2007.

ÖZDEMİR Metin, “Enflasyon Hedeflemesinden Finansal İstikrara: Kriz Sonrası TCMB’nin Para Politikası Arayışları”, *2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi: Yapısal Dönüşümler, Ana Sorunlar ve Çözüme Dönük Politika Önerileri (Prof. Dr. Cihan Dura’ya Armağan)*, ed. Hayriye Atik, 1. b., Nobel Yayıncılık, Ankara, 2013, ss. 127-180.

ÖZDEMİR Metin, “Büyüme ve Enflasyon: Post-Truth (?)”, *BUSİAD’dan Bakış*, No. 140, Mart-Haziran 2017, ss. 12-20.

PADOA-SCHIOPPA Tomasso, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, *ECB Policy Panel Introductory Paper*, 2002.

PADOA-SCHIOPPA Tomasso, “Central Banks and Financial Stability”, *ECB Speeches*, 7 July 2003.

PALIGOROVA Teodora, Jesus A. Sierra JIMENEZ, “Monetary Policy and the Risk-Taking Channel: Insights from the Lending Behaviour of Banks”, *Bank of Canada Review*, Autumn 2012, ss. 23-30.

PAPADEMOS Lucas, “Strengthening macro-prudential supervision in Europe”, *Speech at the conference on “After The Storm: The Future Face of Europe’s Financial System”*, March 24, 2009.

PAPADEMOS Lucas, “Central bank mandates and governance arrangements”, *BIS Papers*, No. 55, 2011, ss. 25-29.

PEREIRA da SILVA Luiz Awazu, “Towards an Integrated Inflation Targeting Framework in Middle-Income Countries: A Research Agenda”, *2nd ECBN Policy Research Conference on Macroeprudential Instruments and Financial Cycles*, Ljubljana, 29 September, 2016.

PHELPS Edmund S., “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time”, *Economica*, Vol. 34, No. 135, August 1967, ss. 254-281.

POPOYAN Lilit, “Macroprudential Policy: a Blessing or a Curse?”, *LEM Working Paper Series*, No. 21, June 2016.

PRAET Peter, “Financial Cycles and Monetary Policy”, *International Monetary Policy Panel*, Beijing 31 August 2016.

RAJAN Raghuram G., “Has Financial Development Made the World Riskier?”, *NBER Working Paper Series*, No. 11728, November 2005.

RATNOVSKI, Lev, “Competition Policy for Modern Banks”, *IMF Working Paper*, No. 126, 2013.

ROMER David, “Keynesian Macroeconomics Without LM Curve”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 2, Spring 2000, ss. 149-169.

ROUBINI Nouriel, “Why Central Banks Should Burst Bubbles”, *International Finance*, Vol. 9, No. 1, 2006, ss. 87-107.

ROUBINI Nouriel, “Financial Crises, Financial Stability and Reform: Supervision and Regulation of Financial Systems in a World of Financial Globalization”, *Financial Development Report*, 2008.

ROUBINI Nouriel, Stephen MIHM, *Kriz Ekonomisi*, Çev. Işıl Tezcan, Pegasus Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Şubat 2012.

RYAN Ellen, “The Role of Macroprudential Indicators in Monitoring Systemic Risk and Setting Policy”, *Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin*, No. 02, 2017, ss. 62-80.

PERRON Pierre, “The Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis”, *Econometrica*, Vol. 57, No. 6, November 1989, pp. 1361-1401.

POSEN Adam S., “Why Central Banks Should Not Burst Bubbles”, *International Finance*, Vol. 9, No. 1, 2006, ss. 109-124.

SAMUELSON Paul A., *Economics*, 3rd Edition, McGraw-Hill, New York, 1955.

SAMUELSON Paul A., Robert M. SOLOW, “Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy”, *The American Economic Review*, Vol. 50, No. 2, May 1960, ss. 177-194.

SANCHEZ Manuel, “Evaluating Macroprudential Policy Rules in a Model with Financial Frictions”, *Proceedings of the Symposium on Business and Economics in Times of Crisis*, Vol. 3, 2015.

SARGENT Thomas J., Neil WALLACE, “Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 2, 1975, ss. 241-254.

SARGENT Thomas J., Neil WALLACE, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981, pp. 1-17.

SAURINA Jesus, “Dynamic Provisioning: The Experience of Spain”, *Crisis Response: Public Policy for the Private Sector*, Note No. 7, 2009.

SCHMIDT Peter, Peter C. B. PHILLIPS, “LM Tests for a Unit Root in the Presence of Deterministic Trends”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 54, No. 3, 1992, pp. 257-287.

SCHINASI Garry, J., “Defining Financial Stability”, *IMF Working Paper*, No. 187, 2004.

SCHULARICK Moritz, Alan M. TAYLOR, “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, Vol. 102, No. 2, April 2012, ss. 1029-1061.

SCHWARTZ Anna J., “Why Financial Stability Depends on Price Stability”, *Economic Affairs*, Vol. 15, Issue 4, September 1995, ss. 21-25.

SEIDLER Jakub, Adam GERSL, “Excessive credit growth and countercyclical capital buffers in Basel III: an empirical evidence from central and east European countries”, *MPRA Papers*, No. 42541, 2012.

SHELDON George, Martin MAURER, “Interbank Lending and Systemic Risk: A Empirical Analysis for Switzerland”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 134, No. 4.2., 1998, ss. 685-704.

SHIN Hyun Song, Kwanho Shin, “Procyclicality and Monetary Aggregates”, *NBER Working Paper Series*, No. 16836, February 2011.

SHIN Hyun Song, “Adapting Macro Prudential Approaches to Emerging and Developing Economies”, *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, (ed.) Otaviano Canuto-Swati R. Ghosh, World Bank, Washington, D. C., 2013, ss. 17-56.

SMAGA Pawel, “The Concept of Systemic Risk”, *SRC Special Paper*, No. 5, August 2014.

SNOWDON Brian, Howard R. VANE, *Modern Makroekonomi Temelleri, Gelişimi ve Bugünü*, Çev. (ed.) Barış Kablamacı, Efil Yayınevi, 1. Basım, Ankara, Eylül 2012.

SPICKA Peter, “Financial Stability Issues At Central Banks”, *Bank and Bank Systems*, Vol. 2, Issue 3, 2007, pp. 4-16.

STREMMEL Hanno, “Capturing Financial Cycle in Europe”, *ECB Working Paper Series*, No. 1811, June 2015.

STROHSAL Till, Christian R. PROANO, Jürgen WOLTERS, “Characterizing the Financial Cycle: Evidence from a Frequency Domain Analysis”, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 22, 2015.

SUNDARAJAN Vasudevan, Charles ENOCH, Armida SAN JOSE, Paul HILBERS, Russell KRUEGER, Marina MORETTI, Graham SLACK, “Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices”, *IMF Occasional Paper*, No. 212, 2002.

SVENSSON Lars E. O., “How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?”, *NBER Working Paper Series*, No. 7516, February 2000.

SVENSSON Lars E. O., “What is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules”, *NBER Working Paper Series*, No. 9421, December 2002.

SVENSSON Lars E. O., “Flexible Inflation Targeting – Lessons From the Financial Crisis”, *Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis*, Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September 2009.

SVENSSON Lars E. O., “Inflation Targeting” *NBER Working Paper Series*, No. 16654, December 2010.

SVENSSON Lars E. O., “Monetary Policy After the Crisis”, *Asia’s Role in the Post-Crisis Global Economy*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 29 November 2011.

SVENSSON Lars E. O., “Comment on Michael Woodford, “Inflation Targeting and Financial Stability”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, No. 1, 2012, ss. 33-39.

TAYLER William, Roy ZILBERMAN, “Macroprudential Regulation and the Role of Monetary Policy”, *Dynare Working Papers Series*, No. 37, April 2014.

TAYLOR John B., “Discretion versus policy rules in practice”, *Carneige-Rochester Conference Series on Public Policy*, No. 39, 1993, ss. 195-214.

TAYLOR John B., “Housing and Monetary Policy”, *NBER Working Paper Series*, No. 13682, December 2007.

TAYLOR John B., “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, *NBER Working Paper Series*, No. 14631, January 2009.

TAYLOR John B., “Macroeconomic Lessons from the Great Deviation”, *NBER Macroeconomics Annual 2010*, (ed.) Daron Acemoğlu-Michael Woodford, University of Chicago Press, May 2011, ss. 387-395

TBB, “Türkiye’de Bankacılık Sistemi “Seçilmiş Rasyolar” 2001-2011”, Haziran 2012.

TBB, “Türkiye’de Bankacılık Sistemi “Seçilmiş Rasyolar” 2007-2017”, Ağustos 2018.

TCMB, “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, Sayı 2002-1, Ocak 2002.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 1, Ağustos 2005a.

TCMB, “2006 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, Sayı 2005-56, Aralık 2005b.

TCMB, “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2006.

TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2008.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 8, Mayıs 2009a.

TCMB, “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2009b.

TCMB, “Para Politikası Çıkış Stratejisi”, Nisan 2010a.

TCMB, “Enflasyon Raporu”, Sayı 2010-III, 2010b.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 11, Aralık 2010c.

TCMB, “2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2010d.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 12, Mayıs 2011a.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 13, Kasım 2011b.

TCMB, “2012 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2011c.

TCMB, “Enflasyon Raporu”, Sayı 2012-I, 2012a.

TCMB, “Merkez Bankacılığında Yeni Bir Araç: Öngörülebilirlik”, *TCMB Bülten*, Sayı 27, Eylül 2012b.

TCMB, “2013 Yılı Para ve Kur Politikası”, Aralık 2012c.

TCMB, “TCMB’nin Yeni Para Politikası Bileşimi ve 2013 Yılında Para ve Kur Politikası”, *TCMB Bülten*, Sayı 29, Mart 2013a.

TCMB, “Yıllık Rapor 2012”, Nisan 2013b

TCMB, “Parasal Aktarım Mekanizması”, *TCMB Yayınları*, Ankara, 2013c.

TCMB, “Yıllık Rapor 2013”, Nisan 2014a.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 19, Kasım 2014b.

TCMB, “2015 Yılı Para ve Kur Politikası”, Aralık 2014c.

TCMB, “Yıllık Rapor 2014”, Nisan 2015a.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 21, Kasım 2015b.

TCMB, “2016 Yılı Para ve Kur Politikası”, Aralık 2015c.



TCMB, “Küresel Para Politikalarının Normalleşme Süreci, Faiz Koridoru ve Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları”, *TCMB Bülten*, Sayı 40, Aralık 2015d.

TCMB, “Yıllık Rapor 2015”, Nisan 2016a.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 23, Kasım 2016b.

TCMB, “Yıllık Rapor 2016”, Nisan 2017a.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 25, Kasım 2017b

TCMB, “2018 Yılı Para ve Kur Politikası”, Aralık 2017c.

TCMB, “Yıllık Rapor 2017”, Nisan 2018a.

TCMB, “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı 26, Mayıs 2018b

TILLMANN Peter, “Estimating the effects of macroprudential policy shocks: A Qual VAR approach”, *Economics Letters*, No. 135, 2015, pp. 1-4.

TINBERGEN Jan, *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1952.

TOBON Alexander, Nicolas BARBARAOUX, “Credit and Prices in Woodford’s New Neoclassical Synthesis”, *Economic Thought*, Vol. 4, No. 1, 2015, ss. 21-46.

TOVAR Camilo E., Mercedes GARCIA-ESCRIBANO, Mercedes Vera MARTIN, “Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America”, *IMF Working Paper*, No. 142, 2012.

TUCKER Paul, “Macroprudential policy: building financial stability institutions”, *At the 20th Annual Hyman P. Minsky Conference*, New York, April 14, 2011.

TURNER Adair, “What do banks do, what should they do, and what public are needed to ensure best results for the real economy?”, *Speech at Cass Business School*, March 17, 2010.

UYSAL, Murat, “Financial stability and macroprudential policy in Turkey”, *BIS Papers*, No. 94, 2017, pp. 349-364.

VAYID Ianthi, “Central Bank Communications Before, During and After the Crisis: From Open-Market Operations to Open-Mouth Policy”, *Bank of Canada Working Paper*, No. 41, 2013.

VINALS, Jose, Erlend NIER, “Collective action problems in macroprudential policy and the need for international coordination”, *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, No. 18, April 2014, ss. 39-46.

VIZINIUC Madalin, “Survey on Financial Market Frictions and DSGE Models”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 5, No. 2, 2015, ss. 454-460.

VOLCKER Paul A., “We Can Survive Prosperity: Remarks”, *Joint Meeting of American Economic Association-American Finance Association*, December 28, 1983.

WALSH Carl E., “Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro”, *Journal of Economic Education*, Fall 2002, ss. 333-346.

WALSH Carl E., “Inflation Targeting: What Have We Learned?”, *International Finance*, Vol. 12, No. 2, 2009a, ss. 195-233.

WALSH Carl E., “Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity”, *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, 2009b, ss. 245-296.

WEISTROFFER Christian, “Macroprudential Supervision: In search of an appropriate response to systemic risk”, *DB Research Current Issues: Global financial markets*, May 24, 2012.

WHITE William R., “Should Monetary Policy “Lean or Clean”?”, *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, No. 34, August 2009.

WILLIAMS John C., “Financial Stability and Monetary Policy: Happy Marriage or Untenable Union?” *FRBSF Economic Letter*, June 9, 2014.

WOODFORD Michael, “Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics”, *Frontiers of the Mind in the Twenty-First Century*, Library of Congress, Washington, June 14-18, 1999.

WOODFORD Michael, “The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, May 2001, ss. 232-237.

WOODFORD Michael, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003.

WOODFORD Michael, “Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 4, Fall 2010, ss. 21-44.

WOODFORD Michael, “Inflation Targeting and Financial Stability”, *NBER Working Paper Series*, No. 17967, April 2012.

YAY Gülsün Gürkan, Turan YAY, “The Structure and Regulation of Turkish Banking System: 2000-2010”, *Regulation and Competition in the Turkish Banking and Financial Markets*, ed. Tamer Çetin, Fuat Oğuz, Nova Science Publishers, New York, 2012, pp. 49-92.

YELDAN A. Erinç, Burcu ÜNÜVAR, “An Assessment of the Turkish Economy in the AKP Era”, *Research and Policy on Turkey*, Vol. 1, Issue 1, 2016, pp. 11-28.

YELLEN Janet L., “A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers”, *Meeting the Challenges of the Financial Crisis*, 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, 16-17 April, New York City, 2009.

YELLEN Janet L., “Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World”, *Business Economics*, Vol. 46, No. 1, 2011.

YELLEN Janet L., “Monetary Policy and Financial Stability”, *2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture*, IMF, 2 July, Washington D.C., 2014.

YILMAZ Durmuş, “Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”, İstanbul, 4 Mart 2009.

YÜCEYILMAZ Hasan Ferit, Onur ALTIN, K. Batu TUNAY, “Makro İhtiyati Tedbirler Çerçevesinde Tüketici Kredilerine İlişkin Düzenlemelerin Etkinliği: Türkiye Örneği”, *Ege Akademik Bakış*, C. 17, Sayı 4, Ekim 2017, ss. 449-459.

ZDZENICKA Aleksandra, Sally CHEN, Federico Diaz KALAN, Stefan LASEEN, Katsiaryna SVIRYDZENKA, “Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Financial Conditions: Evidence from the United States”, *IMF Working Paper*, No. 288, 2015.

ZHANG Longmei, Edda ZOLI, “Leaning against the wind: Macroprudential policy in Asia”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 42, Issue C, 2016, pp. 33-52.



## EKLER

### EK-1: Makro İhtiyati Politika Endeksi

<i>Uygulanma Tarihi</i>	<i>Araç</i>	<i>Açıklama</i>	<i>Değer</i>	<i>Endeks</i>
<b>Kasım 2010</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları 50 baz puan arttırıldı.	+1	+1
<b>Aralık 2010</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Kredi kartlarında asgari ödeme tutarları; 15.000 TL'ye kadar limitli kredi kartlarında dönem borcunun %25'i, 15.000-20.000 TL arasındaki limitlerde %30'u, 20.000 TL üzerindeki limitlerde %40'ı olarak belirlenmiştir.	+1	+1
<b>Ocak 2011</b>	<i>LTV</i>	LTV tavanı; -Konut kredileri için %75, -Ticari gayrimenkul kredileri için %50 olarak belirlendi.	+2	+3
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları farklı vade dilimlerine göre arttırıldı.	+1	
<b>Şubat 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları farklı vade dilimlerine göre arttırıldı.	+1	+1
<b>Nisan 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	+2
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	
	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	- Vadesi iki yılın altındaki ihtiyaç kredilerinin risk ağırlıkları %100'den %150'ye çıkarıldı. - Vadesi iki yılın üzerindeki ihtiyaç kredileri için risk ağırlıkları %100'den %200'e çıkarıldı.	+2	
<b>Haziran 2011</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	- Tüketici kredileri için genel karşılıklar %1'den %4'e çıkarıldı. - Takipteki tüketici kredileri için %2'den %8'e yükseltildi. (Karşılıkların arttırılması; tüketici kredisi portföyü toplam kredilerinin %20'sini aşan veya takipteki tüketici kredileri %8'den daha fazla olan bankalar için zorunlu tutuldu).	+2	+5
	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	- Bir takvim yılı içerisinde en fazla 3 defa dönem borcunun %50'sine kadar ödeme yapılan kredi kartlarının nakit kullanıma kapatıldı.	+1	
<b>Temmuz 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları farklı vade dilimlerine göre düşürüldü.	-1	-1
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları düşürüldü.	-1	
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları düşürüldü.	-1	
<b>Eylül 2011</b>	<i>Asgari Sermaye Yeterlilik Oranları</i>	Yabancı stratejik hissedarlara sahip bankaların sermaye yeterlilik oranları çeşitli göstergeler doğrultusunda sıkılaştırıldı.	+1	0
	<i>Mevduat Sigorta Primleri</i>	Mevduatlara ilişkin sigorta primi hesaplamalarında mevduatların vade ortalamalarının da dikkate alınması ve mevduatların vade ortalaması kısa olan bankaların daha yüksek sigorta primi ödemesi yapması kararlaştırıldı.	+1	

<b>Ekim 2011</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları düşürüldü.	-1	-1
	<i>Tüketici</i>			
<b>Temmuz 2012</b>	<i>Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	Kredi kartları ve tüketici kredileri için risk ağırlıkları düşürüldü.	-2	-1
	<i>Faiz Oranı Riskine İlişkin Düzenleme</i>	Bankaların faiz riskine ilişkin standart oranı %20 ile sınırlandırıldı.	+1	
<b>Aralık 2012</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılıklar arttırıldı.	+1	+1
	<i>Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu</i>	Finansman şirketleri ve bankalar haricinde yerleşik kişilerin yurt dışından temin ettikleri kredilerdeki KKDF oranları: - Ortalama vadesi 1 yıla kadar: %3 - 1 ile 2 yıl arasında: %1 - 2 ile 3 yıl arasında: %0.5 - 3 yıl ve daha üzeri: %0 şeklinde belirlenmiştir.	+1	
<b>Ocak 2013</b>	<i>Mevduat Faizlerine Stopaj Vergisi</i>	TL ve Döviz cinsinden mevduatlara ödenen faiz oranları -vade gözetilmeksizin- %15 stopaja tabi tutulmuştur. Vade süreleri 1 yılın üzerine çıktıkça stopaj, belirli oranlarda düşmektedir.	+1	+3
	<i>Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar</i>	Bankalar, kaldıraç oranları (Ana sermaye / (toplam yükümlülükler + bilanço dışı kaynaklar) TCMB tarafından belirlenen seviyenin üzerinde olduğu takdirde ilave zorunlu karşılıklara tabi tutulmuştur. 2013 yılının son çeyreğindeki kaldıraç oranı ≤ %3.5 olan bankaların 2014'ten itibaren ilave 1-2 puan zorunlu karşılık yükümlülüğüne tabi olması kararlaştırılmıştır. İlerleyen yıllarda ilave karşılık oranına tabi olacak kaldıraç düzeyinin üst bandının kademeli şekilde %5'e yükseltilmesine karar verilmiştir.	+1	
<b>Şubat 2013</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	+2
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	
<b>Mart 2013</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	+2
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	
<b>Nisan 2013</b>	<i>LTV</i>	Ticari gayrimenkul kredilerinde LTV tavanı kaldırıldı	-1	-1
<b>Mayıs 2013</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları arttırıldı.	+1	+1
	<i>Genel Karşılıklar</i>	-Tüketici kredilerine ilişkin karşılıkların belirlenmesindeki kriter olan tüketici kredisi portföyünün toplam kredi portföyüne oranı %25'e çıkarılmıştır. -Bununla birlikte taşıt kredileri de genel karşılık kapsamına dahil edilmiştir.	+2	
<b>Ekim 2013</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	İhracat kredileri için %1'den %0'a, KOBİ kredileri için %1'den %0.5'e düşürüldü.	-1	+7
	<i>DTI</i>	-Gerçek kişilerin sahip oldukları kredi kartlarının toplam limiti; ilk yıl için aylık ortalama gelirin iki katı, ikinci ve sonraki yıllar için dört katını aşmaması olarak belirlendi. - Bir takvim yılı içerisinde asgari ödeme tutarı toplam üç kez ödenmeyen kredi kartlarının nakit kullanıma kapatıldı.	+2	

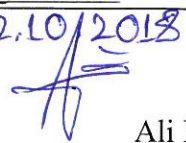
	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	- 1-6 ay arası kredi kartı taksitlerinde risk ağırlıkları %75'ten %100'e, 6-12 ay arasında %150'den %200'e, 12 ayın üzerinde %200'den %250'ye yükseltildi. -Kredi kartlarında asgari ödeme tutarları; 15.000 TL'ye kadar limitli kredi kartlarında dönem borcunun %30'una, 15.000-20.000 TL arasındaki limitlerde dönem borcunun %35'ine yükseltildi.	+2	
	<i>Taşıt Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	Vadesi 1 ile 2 yıl arasındaki taşıt kredileri için risk ağırlıkları %75'den %150'ye, 2 yıldan daha uzun vadeli taşıt kredileri için %200'e yükseltildi.	+2	
<b>Aralık 2013</b>	<i>Kredilere Vade Sınırlaması</i>	- Konut ve gayrimenkul kredileri haricindeki tüketici kredilerinin vadeleri 36 ay ile sınırlandırıldı. - Taşıt kredilerinin vadeleri 48 ay ile sınırlandırıldı	+2	
	<i>Genel Karşılıklar</i>	Finansman şirketleri konut kredisi dışındaki krediler için genel karşılık uygulamasına tabi tutulmuştur.	+1	+4
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Finansman şirketleri zorunlu karşılık uygulamasına tabi tutulmuştur.	+1	
<b>Şubat 2014</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	-Nakit çekimlerde ve kredi kartı harcamalarında taksit sayısı 9 ay ile sınırlandırılmıştır. -Gıda, yemek, akaryakıt, telekomünikasyon ve kuyumculuk alımlarında taksit uygulaması yasaklanmıştır.	+2	
	<i>LTV</i>	Nihai fatura değeri 50.000TL veya daha az olan taşıtlarda verilecek krediler için LTV %70, 50.000 TL'den daha fazla olan taşıtlarda verilecek krediler için 50.000 TL'ye kadar %70, 50.000 TL üzeri için %50 olarak belirlenmiştir.	+1	+3
<b>Mayıs 2014</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Kurumsal kredi kartlarında sektörlere yönelik taksit yasağı kaldırıldı.	-1	-1
<b>Ekim 2014</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Bazı lüks tüketim kalemlerinde 4 aya kadar taksit olanağı sağlandı.	-1	-1
<b>Kasım 2014</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	Bankalara ve finansman şirketlerine TL cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmaya başlandı. Faiz ödemeleri; 2014 için TCMB'nin ortalama fonlama maliyetinin 700 baz puan altında, 2015 yılından itibaren ise 500 baz puan altında olacaktır.	-1	-1
<b>Ocak 2015</b>	<i>LCR</i>	2015 yılı için toplam likidite karşılama oranının asgari %60, döviz cinsinden likidite karşılama oranının asgari %40 olarak belirlenmesine, sonraki yıllarda her iki oranın da her yıl için %10 artırılmasına karar verilmiştir.	+1	+1
<b>Şubat 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için artırıldı.	+1	+1
<b>Mart 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılıklar 1 yıla kadar ve 1-2 yıl arası vadeler için artırıldı.	+1	+1
<b>Mayıs 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL cinsinden zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan artırıldı.	-1	-2

	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	Dolar cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmaya başlandı.	-1	
<b>Haziran 2015</b>	<i>Genel Karşılıklar</i>	Finansman şirketlerinin tabi olduğu genel karşılık oranları belirli kredi türleri için düşürülmüştür.	-1	-1
<b>Eylül 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL cinsinden zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan arttırıldı.	-1	-1
<b>Ekim 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılıklar 3 yıla kadar olan vade dilimleri için arttırıldı.	+1	
	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL cinsinden zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan arttırıldı.	-1	0
<b>Kasım 2015</b>	<i>Kredi Kartı Düzenlemeleri</i>	Mobilya, beyaz eşya ve eğitim-öğrenim hizmetleri ile alakalı harcamalarda 12 aya kadar taksit olanağı sağlandı	-1	-1
<b>Aralık 2015</b>	<i>Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödemesi</i>	TL cinsinden zorunlu karşılıklara yapılacak faiz ödemelerindeki faiz oranı 50 baz puan arttırıldı.	-1	-1
	<i>Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu</i>	Hesaplanan Kredi/GSYİH açığına bağlı olarak bankalara; risk ağırlıklı aktiflerinin %2.5'ine kadar konjonktür karşıtı sermaye tamponu bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Bu doğrultuda 2016 yılı için sermaye koruma tamponu oranı %0.625 olarak belirlendi.	+1	
<b>Ocak 2016</b>	<i>LCR</i>	2016 yılı için toplam likidite karşılama oranı asgari %70'ye, döviz cinsinden likidite karşılama oranı asgari %50'ye yükseltildi.	+1	
	<i>Kar Dağıtım Düzenlemesi</i>	İlave çekirdek sermaye gereksinimlerini karşılayamayan bankaların kar dağıtım oranı %0 ile %60 arasında kısıtlandı.	+1	+1
	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	-Konut kredilerinin risk ağırlıkları %50'den %35'e indirildi. -Kredi kartları ve teminatsız tüketici kredilerinde vadeye göre değişen risk ağırlıklarının %250 olan üst sınırı %75'e çekildi.	-2	
<b>Mart 2016</b>	<i>Tüketici Kredilerine İlişkin Risk Ağırlıkları</i>	Kredi kartları ve tüketici kredileri için risk ağırlıkları düşürüldü.	-2	-2
<b>Ağustos 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürüldü.	-1	-1
<b>Eylül 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	TL cinsinden zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürüldü.	-1	
	<i>LTV</i>	Konut kredileri için LTV tavanı %80'e yükseltildi.	-1	-6
	<i>Genel Karşılıklar</i>	İhtiyaç ve taşıt kredilerinde var olan artan orandaki genel karşılık düzenlemesi kaldırıldı.	-2	

	<i>Kredi Kartlarına İlişkin Düzenlemeler</i>	Kredi kartı işlemlerinde vade süreleri uzatıldı.	-1	
	<i>Kredilere Vade Sınırlaması</i>	Taşıt ve konut haricindeki tüketici kredilerinin vadeleri 48 aya uzatıldı.	-1	
<b>Kasım 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürüldü.	-1	-1
<b>Aralık 2016</b>	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden zorunlu karşılıklar tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürüldü.	-1	-2
	<i>Genel Karşılıklar</i>	1. ve 2. grupta izlenen kredilerde, kredi türlerine göre genel karşılık oranları düşürüldü.	-1	
<b>Ocak 2017</b>	<i>LCR</i>	2016 yılı için toplam likidite karşılama oranı asgari %80'e, döviz cinsinden likidite karşılama oranı asgari %60'a yükseltildi.	+1	
	<i>Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu</i>	Sermaye koruma tamponu oranı %1.25'e yükseltildi.	+1	+1
	<i>Zorunlu Karşılıklar</i>	Döviz cinsinden yükümlülükler için zorunlu karşılıklar tüm vade dilimlerinde 50 baz puan düşürüldü.	-1	
<b>Ağustos 2017</b>	<i>LCR</i>	Likidite karşılama oranının hesaplanmasında bankaların zorunlu karşılıklarının dikkate alınmasındaki oran %50'den %100'e çıkarıldı.	-1	-1
<b>Aralık 2017</b>	<i>LTV</i>	LTV'de baz alınacak taşıt fatura değeri yükseltildi. Buna göre nihai fatura değeri 100.000 TL veya daha az olan taşıtlarda verilecek krediler için LTV %70, 100.000 TL'den daha fazla olan taşıtlarda verilecek krediler için 100.000 TL'ye kadar %70, 100.000 TL üzeri için %50 olarak belirlendi.	-1	-1



## ÖZGEÇMİŞ

<b>Adı, Soyadı</b>	Ali İLHAN		
<b>Doğum Yeri ve Yılı</b>	Tekirdağ - 1988		
<b>Bildiği Yabancı Diller</b>	İngilizce		
<b>ve Düzeyi</b>	İleri		
<b>Eğitim Durumu</b>	<b>Başlama - Bitirme Yılı</b>		<b>Kurum Adı</b>
<b>Lise</b>	2001	2005	Tekirdağ Tuğlacılar Lisesi (Y.D.A)
<b>Lisans</b>	2006	2010	Bursa Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F.
<b>Yüksek Lisans</b>	2010	2013	Bursa Uludağ Üniversitesi S.B.E.
<b>Doktora</b>	2013	-	Bursa Uludağ Üniversitesi S.B.E.
<b>Çalıştığı Kurum (lar)</b>	<b>Başlama - Ayrılma Yılı</b>		<b>Çalışılan Kurumun Adı</b>
<b>1.</b>	2011	2011	Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi İ.İ.B.F.
<b>2.</b>	2011	2018	Bursa Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F.
<b>3.</b>	2018	-	Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi İ.İ.B.F.
<b>Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar</b>			
<b>Katıldığı Proje ve Toplantılar</b>	<p>- İLHAN Ali, Metin ÖZDEMİR, “Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Makro İhtiyati Politikalar ve Kurumsal Çerçeve Arayışları”, <i>1st International Scientific Researches Congress Humanity and Social Sciences</i>, Madrid, 19-22 May 2016.</p> <p>- İLHAN Ali, Metin ÖZDEMİR, “The Institutional Framework of Macroeconomic Policies and the Changing Role of Central Banks”, <i>4th International Annual Meeting of Sosyoekonomi Society</i>, Vienna, 27-28 October 2017.</p> <p>- ÖZDEMİR Metin, Coşkun AKDENİZ, Ali İLHAN, “Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Hedeflemesi ve Döviz Kurunun Rolü: Türkiye Örneği”, <i>Türkiye Ekonomi Kurumu 19. Ulusal İktisat Sempozyumu</i>, Girne, 3-4 Kasım 2017.</p>		
<b>Yayımlar:</b>	<p>- İLHAN Ali, “Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi”, <i>Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar</i>, Cilt: 52, Sayı: 608, Eylül 2015, ss. 65-85.</p> <p>- İLHAN Ali, “Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Alternatif Politika Çerçeveleri”, <i>Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar</i>, Cilt 55, Sayı 635, Ocak 2018, ss. 21-36.</p>		
<b>Diğer:</b>			
<b>İletişim (e-posta):</b>	ailhan@nku.edu.tr, alihan3@gmail.com		
	<b>Tarih</b>	02.10/2018	
	<b>İmza</b>		
	<b>Adı Soyadı</b>	Ali İLHAN	

## ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

## TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Ali İLHAN
Tez Adı	Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Doktora
Tez Danışman(lar)ı	Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) izni	<input type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input type="checkbox"/> Tezimin sadece içindekiler, özet, kaynakça ve içeriğinin % 10 bölümünün fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input checked="" type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin vermiyorum
Yayımlama izni	<input type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin Veriyorum

Hazırlamış olduğum tezimin belirttiğim hususlar dikkate alınarak, fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere Uludağ Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Daire Başkanlığı tarafından hizmete sunulmasına izin verdiğimi beyan ederim.

Tarih : 02.10.2018  
İmza : 