



**T. C.**

**ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI**

**BÜYÜK RESESYON SONRASI MAKRO İHTİYATİ  
POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**(DOKTORA TEZİ)**

**Mehmet Ali POLAT**

**BURSA – 2018**



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

**BÜYÜK RESESYON SONRASI MAKRO İHTİYATI**  
**POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**(DOKTORA TEZİ)**

**Mehmet Ali POLAT**

**BURSA – 2018**

## TEZ ONAY SAYFASI

T. C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

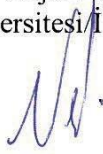
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

**İktisat** Anabilim/Anasanat Dalı, **İktisat** Bilim Dalı'nda 711411001 numaralı **Mehmet Ali POLAT**'ın hazırladığı "**Büyük Resesyon Sonrası Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği**" konulu **Doktora Tezi** (Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta Yeterlik Tezi/Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı, 16/10/2018 günü ..10<sup>20</sup>... - ..12<sup>21</sup>...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)  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi  
Prof. Dr. Ferudun YILMAZ  
Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F./İktisat Bölümü



Üye  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi  
Prof. Dr. Nejla ADANUR AKLAN  
Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F./İktisat Bölümü



Üye  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi  
Dr. Öğr. Üyesi Salih KALAYCI  
Bursa Teknik Üniversitesi/İnsan ve Toplum  
Bilimleri Fakültesi/Uluslararası Ticaret ve  
Lojistik Bölümü



Üye  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi  
Prof. Dr. Hülya KANALICI AKAY  
Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F./İktisat Bölümü



Üye  
Akademik Unvanı, Adı Soyadı  
Üniversitesi  
Doç. Dr. Hilal YILDIRIR KESER  
Bursa Teknik Üniversitesi/İnsan ve Toplum  
Bilimleri Fakültesi/Uluslararası Ticaret ve  
Lojistik Bölümü



...../...../ 20.....



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 14/09/2018

Tez Başlığı / Konusu: **Büyük Resesyon Sonrası Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği**

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam **284** sayfalık kısmına ilişkin, **14/09/2018** tarihinde şahsım tarafından “**Turnitin**” adlı intihal tespit programından (Turnitin)\* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % **11** 'tir.

Uygulanan filtrelemeler:

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

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.

Adı Soyadı: Mehmet Ali POLAT  
Öğrenci No: 711411001  
Anabilim Dalı: İktisat  
Programı: İktisat  
Statüsü:  Y.Lisans  Doktora

14/09/2018

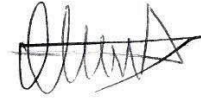
Danışman  
Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

## YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “BÜYÜK RESESYON SONRASI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

Tarih ve İmza

17.09.2018



Adı Soyadı: Mehmet Ali POLAT

Öğrenci No: 711411001

Anabilim Dalı: İKTİSAT

Programı: İKTİSAT POLİTİKASI

Statüsü:  Yüksek Lisans  Doktora

## ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı	: Mehmet Ali POLAT
Üniversite	: Uludağ Üniversitesi
Enstitü	: Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	: İktisat
Bilim Dalı	: İktisat Politikası
Tezin Niteliği	: Doktora Tezi
Sayfa Sayısı	: XXV + 334
Mezuniyet Tarihi	: .... / .... / 2018
Tez Danışman(lar)ı	: Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

### BÜYÜK RESESYON SONRASI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Bu tez çalışmasında, Büyük Resesyon (2008 Küresel Finans Krizi) sonrası dönemde Türkiye’de uygulanmış olan makro ihtiyati önlemler; teorik alt yapısı, dünyadan örnekler ve Türkiye’de kurumlar bazında yapılan çalışmalar yönünden, grafik ve tablolar aracılığıyla analiz edilmiştir. Yapılan incelemelerde; 2010-2015 döneminde TCMB, BDDK ve diğer kurumlar tarafından alınan makro ihtiyati önlemlerin başarılı bir şekilde uygulandığı ve ülkenin finansal risklerini azaltmada etkili olduğu görülmüştür. Ancak, 2015 yılı sonrasında ülke içi ve küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak cari işlemler açığının tekrar artmaya başladığı, kredi hacminin özellikle Hazine garantili kredi fonu yardımıyla artmaya başladığı ve ülkenin yakaladığı mali ve finansal disiplinden tekrar uzaklaştığı söylenebilir. Bu noktada; yetkililerin gerekli tedbirleri bir an önce alıp, mali ve finansal istikrarı tekrar sağlamalarının, ülkenin yeni finansal risklerle karşı karşıya gelme ihtimalini önleyeceği söylenebilir.

Ekonometrik analizde; Türkiye’de bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmindeki genişleme ile cari açık arasındaki etkileşim, 1992:Q1-2017:Q4 dönemi için yapısal kırılmalı zaman serisi analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Serilerin durağanlığı Vogelsang ve Perron (1998) birim kök testiyle sınanmış ve serilerin farklı düzeylerde durağan oldukları belirlenmiştir. Seriler arasındaki eşbütünlük ilişkileri Sınır Testi ile incelenmiş ve serilerin eşbütünlük oldukları bulunmuştur. Eşbütünlük denklemindeki yapısal kırılma tarihleri Bai ve Perron (2003) yöntemiyle tespit edilmiştir. Uzun ve kısa dönem analizleri ARDL yöntemiyle gerçekleştirilmiş olup, bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmindeki %1’lik artışın; cari açığın milli gelire oranını uzun dönemde %0.21, kısa dönemde %0.09 puan artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Modelin hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:** Makro İhtiyati Önlemler, Finansal Risk, Kriz, Yapısal Kırılmalı Zaman Serisi Analizi, Sınır Testi, ARDL.

## ABSTRACT

Name and Surname : Mehmet Ali POLAT  
University : Uludağ University  
Institution : Social Science Institution  
Field : Economics  
Branch : Economic Policy  
Degree Awarded : PhD.  
Page Number : XXV + 334  
Degree Date : .... / .... / 2018  
Supervisor (s) : Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

### THE MACROPRUDENTIAL POLICIES IN TURKEY AFTER THE GREAT RECESSION

In this thesis, macroprudential measures that have been applied in Turkey after the period of Great Recession (2008 Global Financial Crisis) are analyzed through graphs and tables in terms of theoretical background, world examples and institutions-based regulations in Turkey. In the analyses; it is seen that macro-prudential measures taken by the CBRT, BRSA and other institutions have been successfully implemented in 2010-2015 period and have been effective in reducing the financial risks of the country. However, it can be said that the current account deficit started to increase again due to the developments experienced in domestic and global markets after 2015. Moreover; the credit volume started to increase especially with the help of the Treasury guaranteed credit fund and the fiscal and financial discipline that the country had reached began to disappear again. At this point, it is accurate to state that the authorities should take the necessary precautions as soon as possible and that the fiscal and financial discipline should be restored to prevent the country from facing new financial risks.

In econometric analysis; interaction between the expansion of domestic credit volume in the banking sector and the current account deficit in Turkey is investigated for 1992:Q1-2017:Q4 period by the method of time series analysis with structural break. The stationarity of the series is tested by Vogelsang and Perron (1998) unit root test and the series are found to be stationary at different levels. The cointegration relations between the series are examined by the Bounds Testing method and the series are found to be cointegrated. Structural-break dates of the cointegration equation are determined by Bai and Perron (2003) method. Long and short term analyzes are carried out using ARDL method and it is estimated that 1% increase in domestic credit volume of banking sector increases the ratio of current deficit to national income by 0.21% in the long term and 0.09% in the short term. Error correction mechanism of the model operates.

**Keywords:** Macroprudential Policies, Financial Risk, Time Series Analysis with Structural Breaks, Bounds Teting, ARDL.

## ÖNSÖZ

21. yüzyıl getirdiği bilgi iletişim teknolojileri ve hızlı ulaşım olanakları sayesinde uluslararası ticareti ve finansal hareketleri önemli ölçüde kolaylaştırmasının yanında, dünyanın bir bölgesinde meydana gelen bir finansal veya ekonomik şokun, dünyanın diğer bölgelerine yayılmasını da hızlandırmış / kolaylaştırmıştır. Eylül 2008’de ABD’de patlak veren ve kısa sürede neredeyse bütün ülkeleri etkisi altına alan Büyük Resesyon (2008 Küresel Krizi) bunun en net örneklerini sunmuştur. Bu noktada ülkelerin ve uluslararası denetleyici ve düzenleyici kuruluşların uygulayacağı makro ihtiyati politikalar büyük önem kazanmıştır. Bu tez çalışmasında; Büyük Resesyon sonrası dönemde Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikalar ve bunların etkinlik derecesi incelenmiştir. Yeni küresel krizlerin yaşanmaması ve ülke ekonomilerinin bu tür krizlere daha dirençli hale getirilebilmesi için bu tür çalışmaların artarak devam etmesinde yarar vardır.

Tezin her aşamasına katkı sağlayan, yardımını ve desteğini esirgemeyen değerli danışman hocam, değerli büyüğüm Prof. Dr. Ferudun YILMAZ’a saygılarımı sunarım ve teşekkürü borç bilirim. Tezin geliştirilmesinde ve araştırılması kısmında her türlü sorularıma cevap veren, tezimi görüşleriyle şekillendiren değerli hocalarım Prof. Dr. Hülya Kanalcı AKAY’a, Doç. Dr. Rüstem YANAR’a, Dr. Öğr. Üyesi Meryem Filiz BAŞTÜRK’e ve Araştırma Görevlisi Dr. Mikail KAR’a teşekkür ederim.

Değerli büyüğüm ve değerli ağabeyim D.H.M.İ. İnsan Kaynakları Daire Başkanı Selahattin YİĞİT’e saygılarımı sunar ve bana vermiş olduğu destekten dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Son olarak da tez ile ilgili çalışmalarım boyunca benden manevi desteğini esirgemeyen ve sabırla çalışmalarımın tamamlanmasını bekleyen canım eşim Zühal’e, canım çocuklarım Berat Buğra ve Yağmur’a teşekkür ederim.

Mehmet Ali POLAT  
2018-Bursa



## İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	iii
İNTİHAL YAZILIM RAPORU .....	iv
YEMİN METNİ .....	v
ÖZET.....	vi
ABSTRACT.....	vii
ÖNSÖZ.....	viii
İÇİNDEKİLER .....	ix
TABLolar .....	xx
GRAFİKLER .....	xxii
ŞEKİLLER .....	xxv
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL KRİZ OLGULARININ TANIMI VE BOYUTLARI

1.1. KRİZ VE FİNANSAL KRİZ TANIMLARI .....	4
1.2. FİNANSAL KRİZLERİN OLUŞUMUNDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER ...	6
1.2.1. Dış Borçlanmadaki Artış ve Yapısal Değişim .....	7
1.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri .....	9
1.2.3. Cari İşlemler Açığı.....	12
1.2.4. Enflasyon .....	13
1.2.5. Döviz Kuru Politikası .....	13
1.2.6. Uluslararası Rezervler.....	15
1.3. FİNANSAL KRİZ GÖSTERGELERİ.....	15
1.3.1. Ulusal Paranın Değer Kazanması .....	17

1.3.2. M2 Para Arzı / Döviz Rezervi.....	18
1.3.3. Cari Açık / GSYH.....	19
1.3.4. Bütçe Açığı / GSYH.....	20
1.3.5. CDS Primleri.....	20
1.3.6. VIX Korku Endeksi.....	21
1.3.7. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar..	21
1.3.8. MBÖNCÜ – SÜE Endeksi.....	22
<b>1.4. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ.....</b>	<b>23</b>
1.4.1. Döviz Krizleri.....	23
1.4.2. Bankacılık Krizleri.....	24
1.4.3. İkiz Krizler.....	27
1.4.4. Sistemik Finansal Krizler.....	28
1.4.5. Dış Borç Krizleri.....	28
<b>1.5. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ.....</b>	<b>29</b>
1.5.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri.....	30
1.5.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	30
1.5.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	33
<b>1.6. FİNANSAL KRİZLER VE ÜLKE DENEYİMLERİ.....</b>	<b>35</b>
1.6.1. Avrupa Para Sisteminin Döviz Kuru Mekanizmasında Yaşanan Krizler.....	38
1.6.2. Meksika Krizi (1994-1995).....	40
1.6.3. Doğu Asya Krizi.....	46
1.6.4. Arjantin Krizi.....	50
1.6.5. Türkiye Finansal Krizleri.....	53
1.6.5.1. 1994 Krizi.....	54
1.6.5.1.1. 24 Ocak 1980 – 5 Nisan 1994 Arası Dönem.....	54

1.6.5.1.2. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları .....	56
1.6.5.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri .....	61
1.6.5.2.1. Nisan 1994 – Kasım 2000 Arası Dönem .....	61
1.6.5.2.2. Kasım 2000 Krizi .....	65
1.6.5.2.3. Şubat 2001 Krizi .....	70

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

<b>2.1. FİNANSAL İSTİKRAR .....</b>	<b>74</b>
2.1.1. Finansal İstikrar .....	74
2.1.2. Finansal İstikrarsızlık .....	76
2.1.3. Sistemik Risk .....	78
<b>2.2. FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI .....</b>	<b>80</b>
2.2.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasında ve Sürdürülmesinde Para Politikalarının Etkisi .....	80
2.2.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasında ve Sürdürülmesinde Merkez Bankalarının Rolü .....	82
2.2.3. Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki .....	83
2.2.4. Kredi Genişlemesinin, Finansal İstikrar ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi .....	85
<b>2.3. BÜYÜK RESESYON .....</b>	<b>87</b>
2.3.1. Büyük Resesyonun Oluşumu ve Küreselleşmesi .....	87
2.3.2. Büyük Resesyonun Nedenleri .....	93
2.3.2.1. Küresel Finansman ve Konut Fiyatı Balonu .....	95
2.3.2.2. Geleneksel Ticari Bankacılığın Gerileyişi ve Gölge Bankacılık .....	96
2.3.2.3. Menkul Kıymetleştirme .....	98

2.3.2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Nesnel Olmayan Davranışları .	101
2.3.2.5. Ahlaki Tehlike .....	102
2.3.2.6. Glass – Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması ve Dev Finans Şirketlerinin Kurulması.....	103
2.3.2.7. FED’in Gevşek Para Politikası ve Düşük Faiz Oranları .....	105
2.3.2.8. Kaldıraç Kullanımı .....	106
2.3.2.9. Basel I ve Basel II Düzenlemelerinin Eksiklikleri .....	108
2.3.2.9.1. Basel I.....	109
2.3.2.9.2. Basel II.....	110
<b>2.4. BASEL III SÜRECİ VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA KAVRAMI.....</b>	<b>112</b>
2.4.1. Basel III Süreci .....	112
2.4.2. Makro İhtiyati Politika Kavramı .....	113
2.4.2.1. Makro İhtiyati Politikaların Oluşumu, Tanımlanması ve Gelişimi.....	113
2.4.2.2. Makro İhtiyati Politikaların Amaçları .....	115
<b>2.5. MAKRO İHTİYATİ ARAÇ SETİ .....</b>	<b>119</b>
2.5.1. Makro İhtiyati Araçların Sınıflandırılması .....	119
2.5.2. Başlıca Makro İhtiyati Araçlar.....	121
2.5.2.1. Kredi Teminat Oranı .....	121
2.5.2.2. Borç Gelir Oranı.....	122
2.5.2.3. Yabancı Para Kredi Tavanı .....	123
2.5.2.4. Zorunlu Karşılıklar .....	123
2.5.2.5. Vade Uyumsuzluğunun Sınırlandırılması .....	126
2.5.2.6. Sektörel Bazda Sermaye Yeterlilikleri .....	126
2.5.2.7. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu .....	127
2.5.2.8. Sermaye Koruma Tamponu .....	129

2.5.2.9. Dinamik Karşılıklar .....	130
2.5.2.10. Kredi Büyümesinin Sınırlandırılması.....	131
2.5.2.11. Bankalar İçin Kaldıraç Oranı .....	131
2.5.2.12. Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar İçin Ek Sermaye Yükümlülüğü .....	132
<b>2.6. MAKRO İHTİYATİ ARAÇLARIN KULLANIMI VE ETKİNLİĞİ .....</b>	<b>133</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINA, KORUNMASINA YÖNELİK KURUMSAL ALTYAPI VE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

<b>3.1. BÜYÜK RESESYON ÖNCESİ ENFLASYON HEDEFLEMESİ .....</b>	<b>141</b>
3.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı .....	141
3.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Önkoşulları.....	142
3.1.2.1. Merkez Bankalarının Bağımsızlığı.....	143
3.1.2.2. Mali Baskınlığın Düşük Olması .....	144
3.1.2.3. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık.....	146
3.1.2.4. Gelişmiş Finansal Piyasalar .....	147
3.1.2.5. Uygulanan Para Politikasının Etkin Olması.....	148
3.1.2.6. Hedeflenen Tek Değişkenin Enflasyon Olması .....	149
3.1.3. TCMB’nin Büyük Resesyön Öncesi Dönemde Uygulamış Olduğu Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi .....	150
3.1.3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi .....	153
3.1.3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi.....	156
<b>3.2. KURUMSAL ALTYAPI .....</b>	<b>161</b>

<b>3.3. BÜYÜK RESESYON DÖNEMİNDE VE SONRASINDA UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR</b> .....	162
3.3.2. Büyük Resesyon Sonrası Dönemde Uygulanan Makro İhtiyati Politikalar.	165
<b>3.4. TCMB’NİN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI VE POLİTİKA ARAÇLARI</b> .....	173
3.4.1. Faiz Koridoru Sistemi .....	175
3.4.1.1. Faiz Koridorunun Tanımı, İşleyişi ve Özellikleri .....	176
3.4.1.2. Faiz Koridorunun Aktarım Mekanizması .....	182
3.4.1.2.1. Kredi Kanalı .....	183
3.4.1.2.2. Döviz Kuru Kanalı .....	184
3.4.1.3. TCMB’nin Faiz Koridoru Uygulamaları.....	185
3.4.2. Zorunlu Karşılıklar.....	189
3.4.2.1. Zorunlu Karşılıkların Tanımı, İşleyişi ve Özellikleri.....	189
3.4.2.2. Zorunlu Karşılıkların Aktarım Mekanizması .....	192
3.4.2.2.1. Maliyet Kanalı .....	192
3.4.2.2.2. Likidite Kanalı.....	193
3.4.2.3. Vadeye Göre Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	194
3.4.2.4. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	196
3.4.2.5. TCMB’nin Zorunlu Karşılık Uygulamaları .....	197
3.4.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması .....	201
3.4.3.1 Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ve Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ...	202
3.4.3.2. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Etkileri .....	204
3.4.4. Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları.....	207
3.4.5. Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhaleleri .....	209
<b>3.5. BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER</b> .....	211

3.5.1. Tüketici Kredilerine Yönelik Düzenlemeler.....	212
3.5.2. Konut Kredilerine Yönelik Düzenlemeler .....	217
3.5.3. Taşıt Kredilerine Yönelik Düzenlemeler .....	218
3.5.4. Kredi Kartı Asgari Ödeme Oran Değişiklikleri .....	220
3.5.5. Kredi Kartından Nakit Çekimine Yönelik Düzenlemeler.....	220
3.5.6. Kredi Kartlarının Toplam Limitine Yönelik Düzenlemeler .....	221
3.5.7. Kredi Kartı Alışverişlerine Yönelik Düzenlemeler .....	222
3.5.8. İhracat Kredilerine ve KOBİ Kredilerine Yönelik Risk Ağırlığı ve Karşılık Oranları Düzenlemeleri.....	227
3.5.9. Sermaye Yeterliliği Hesaplaması Risk Ağırlığı Düzenlemeleri .....	227
<b>3.6. HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER .....</b>	<b>228</b>
<b>3.7. SERMAYE PİYASASI KURUMU (SPK) TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER .....</b>	<b>233</b>
<b>3.8. TASARRUF MEVDUATI SİGORTA FONU TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER.....</b>	<b>234</b>

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE'DE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ TEDBİRLERİN ETKİNLİĞİ**

<b>4.1. TCMB'NİN BÜYÜK RESESYON SONRASINDA UYGULADIĞI PARA POLİTİKASININ ETKİLERİ / ETKİNLİĞİ.....</b>	<b>236</b>
4.1.1. Kredi Büyüme Oranları.....	237
4.1.2. Cari İşlemler Dengesi.....	242
4.1.3. Cari İşlemler Açığı Finansman Kalitesi.....	244
4.1.4. Yabancı Sermaye Vade Yapısı .....	247
4.1.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması ve TCMB Rezervleri .....	250

<b>4.2. UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN GENEL ETKİLERİ</b>	251
4.2.1. Hanehalkı Tüketimi Büyüme Oranı Üzerindeki Etkileri	251
4.2.2. Hanehalkı Borçluluğu Üzerindeki Etkileri	252
4.2.3. İç Talep – Dış Talep Dengesi Üzerindeki Etkileri	253
4.2.4. Bankacılık Sektörü Sermaye Yeterlilik Oranı Üzerindeki Etkileri	255
4.2.5. Bankacılık Sektörü Tahsili Gecikmiş Alacaklar Üzerindeki Etkileri	256
<b>4.3. UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİNE YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ</b>	257
4.3.1. Veri Seti	259
4.3.2. Model	262
4.3.3. Birim Kök Testi	263
4.3.4. Eşbütünleşme Testi	264
4.3.5. Uzun Dönem Analizi	266
4.3.6. Kısa Dönem Analizi	269
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER</b>	271
<b>KAYNAKÇA</b>	275
<b>EKLER</b>	325
<b>ÖZGEÇMİŞ</b>	333



## KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIG	American International Group
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BES	Bireysel Emeklilik Sistemi
BIS	Bank for International Settlements
CBOE	Chicago Board of Trade
CCC	Countercyclical Capital Charge-Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu
CDO	Collateralized Debt Obligation(Teminatlı Borç Senedi)
CDS	Credit Default Swap
CG	Credit Growth – Kredi Büyümesinin Sınırlandırılması
CONC	Konsantrasyon Sınırları
CTC	Capital Conservation Buffer-Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
D-SIFI	Domestic Systemically Important Bank
DP	Dynamic Provisioning-Dinamik Karşılıklar
DTI	Debt to Income-Borç Gelir Oranı
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	European Central Bank
ER	Nominal Döviz Kuru (Exchange Rate: ER)
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (The European Exchange Rate Mechanism: ERM)
ESRB	European Systemic Risk Board
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FC	Limits on Foreign Lending (Foreign Currency)-Yabancı Para Kredi Tavanı

FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation: Federal Mevduat Sigorta Şirketi
FED	Federal Reserve System
FLP	Forward-Looking Provisioning-İleriye Bakış Sağlama
FSAP	Financial Sector Assessment Program-Finansal Sektörleri Değerlendirme Mekanizması
G-SIFI	Global Systemically Important Bank
GLBA	Gram – Leach – Bliley Act
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSA	Glass – Steagall Act
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF WEO	IMF World Economic Outlook
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
INTER	Bankalararası Pozisyona Yönelik Sınırlar
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
LEV	Leverage Ratio for Banks
LR	Leverage Ratio-Kaldıraç Oranı
LTV	Loan to Value-Kredi Teminat Oranı
M1	Dar Anlamda Para Arzı
M2	Geniş Anlamda Para Arzı
MBÖNCÜ	Merkez Bankası Bileşik Öncü Göstergeler
MBS	Mortgage – Backed Security
MIP	Mortgage Insurance Program
NAFTA	Serbest Ticaret Antlaşması (North American Free Trade Agreement)
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

OTC	Over The Counter
OTD	Originate to Distribute
OTH	Originate to Hold
PY	Portföy Yatırımları
RAV	Risk Ağırlıklı Varlıklar
RER	Reel Döviz Kuru (Real Exchange Rate: RER)
RI	Robust Infrastructure-Sağlam Altyapı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyon Oranı
RR	Reserve Requirements-Zorunlu Karşılıklar
SDR	Special Drive Right
SCC	Systemic Capital Charge-Sistemik Sermaye Yükü
SIFI	Systemically Important Financial Institutions
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
TAX	Mali Kuruluşlar Üzerinden Alınan Vergiler
TBTF	Too-Big-To-Fail: Hata yapmak için çok büyük
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGA	Tahsili Gecikmiş Alacaklar
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TUVDİ	TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VIOP	Vadeli İşlem Opsiyon Borsasına
YP	Yabancı Para
ZKO	Zorunlu Karşılık Oranı

## TABLolar

Tablo 1: Meksika'nın Kriz Dönemindeki Temel Makroekonomik Verileri.....	41
Tablo 2: Latin Amerika Ülkeleri: GSYH Büyüme Oranı (1981 – 1999) .....	42
Tablo 3: Latin Amerika Ülkeleri Enflasyon Oranı (1981 – 1999).....	42
Tablo 4: Latin Amerika Ülkeleri: Cari işlemler Dengesi (Cari denge/GSYH, %) .....	43
Tablo 5: M2 / Uluslararası Rezervler: Meksika (1990 – 1996) .....	44
Tablo 6: Asya-5 Ülkelerine Ait Temel Makroekonomik Göstergeler (1990–1998).....	48
Tablo 7: Yabancı Sermaye Girişleri (% , GSYH).....	49
Tablo 8: Arjantin'in Temel Makroekonomik Göstergeleri (1991 – 2002) .....	52
Tablo 9: Makro İhtiyati Araçların Genel Kullanımı (2000 – 2013).....	135
Tablo 10: TCMB'nin Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%) .....	160
Tablo 11: Türkiye'de Makro İhtiyati Tedbirlerle İlgili Kurumlar ve Bu Kurumların Sorumluluk Alanları .....	161
Tablo 12: Kriz Döneminde Makroekonomik Değişkenler.....	164
Tablo 13: Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ile Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Arasındaki Temel Farklar .....	169
Tablo 14: Zorunlu Karşılık Oranları (%) .....	195
Tablo 15: Rezerv Opsiyonu Katsayısı.....	204
Tablo 16: Tüketici Kredilerinin Alt Kalemleri .....	215
Tablo 17: Tüketici Kredilerinin Vade Yapısı.....	217
Tablo 18: Konut Kredilerinde Yaşanan Gelişmeler.....	218
Tablo 19: Taşıt Kredilerinde Yaşanan Gelişmeler.....	219
Tablo 20: Kredi Kartları Kullanılarak Çekilen Krediler .....	221
Tablo 21: Kredi Kartlarıyla Yapılan Taksitli Alış Verişlerdeki Değişim .....	223
Tablo 22: Kredi Kartlarıyla Yapılan Taksitsiz Alış Verişlerdeki Değişim.....	224
Tablo 23: Kredi Kartlarıyla Yapılan Toplam Harcamalar .....	224
Tablo 24: Bankaların Sermaye Yeterliliği Hesaplamasında BDDK Tarafından Yapılan Risk Ağırlığı Değişiklikleri .....	227

Tablo 25: BES Sistemine Ait Özet Veriler (15.06.2018).....	231
Tablo 26: OKS İstatistikleri (15.06.2018).....	232
Tablo 27: Bankacılık Sektörü Toplam Yurtiçi Kredi Hacmi .....	237
Tablo 28: TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları, Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi .....	239
Tablo 29: Kredi Hacmi Değişim Hızı ve Cari İşlemler Açığı .....	243
Tablo 30: Türkiye'nin Cari İşlemler Açığı ve Bu Açığın Kapatılma Kalemleri (Milyar Dolar) .....	245
Tablo 31: Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları .....	264
Tablo 32: Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	265
Tablo 33: Eşbütünleşme Denkleminde Belirlenen Yapısal Kırılma Tarihleri .....	266
Tablo 34: Uzun Dönem Analizi Sonuçları (ARDL (1,0)).....	267
Tablo 35: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (ARDL (1,0)).....	270

## GRAFİKLER

Grafik 1: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri .....	66
Grafik 2: İMKB Ulusal 100 Endeksi .....	67
Grafik 3: TCMB Brüt Döviz Rezervleri .....	68
Grafik 4: TCMB Gecelik Faiz Oranları .....	71
Grafik 5: Döviz Kuru Gelişmeleri.....	72
Grafik 6: 2001 – 2006 Yılları Arasında ABD Faiz Oranları.....	87
Grafik 7: Case Shiller Endeksi.....	89
Grafik 8: 2003 – 2007 Dönemi Yatırım Bankaları Kaldıraç Oranları .....	107
Grafik 9: Makro İhtiyati Araçları Kullanım Yetkisine Sahip Kurumlar.....	134
Grafik 10: Enflasyonla Mücadelede İlk Yıllar (1988 – 2000).....	151
Grafik 11: Enflasyon Gerçekleşmeleri ve Hedefleri .....	153
Grafik 12: 2002 – 2005 Döneminde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları .	156
Grafik 13: Esnek Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Yıllık Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri.....	168
Grafik 14: Türkiye’de Kredi Genişlemesi .....	171
Grafik 15: Krizden Çıkış Stratejisi Sürecinde Faiz Koridoru ve Zorunlu Karşılıklar ..	172
Grafik 16: TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Sistematiği .....	179
Grafik 17: TCMB Faiz Koridoru Uygulaması .....	181
Grafik 18: TCMB Ortalama Fonlama Maliyeti ve Ticari Krediler Faiz Oranı.....	184
Grafik 19: Döviz Kuru ile Faiz Koridoru Bant Genişliği Arasındaki İlişki.....	185
Grafik 20: TCMB Faiz Koridoru .....	188
Grafik 21: Türk Lirası ve Yabancı Para Mevduatlarına Uygulanan Ağırlıklı Zorunlu Karşılık Oranları.....	199
Grafik 22: TCMB Tarafından Uygulanan ROM Uygulaması (TL İçin).....	203

Grafik 23: TCMB'nin ROM Uygulaması (Döviz İçin) .....	203
Grafik 24: TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dâhil).....	206
Grafik 25: TCMB Ortalama Fonlama Faizi ve Para Takası Faizleri (%) .....	209
Grafik 26: Tüketici Kredilerindeki Değişim .....	213
Grafik 27: Kredilerin Kompozisyonundaki Değişim.....	214
Grafik 28: Reel Tüketici Kredileri Türlerindeki Değişim.....	216
Grafik 29: Bireysel Kredilerdeki Yıllık Büyüme Oranları .....	226
Grafik 30: BES'e Katılan Kişi (Milyon Kişi) .....	230
Grafik 31: BES'te Toplanan Fon Miktarı (Milyar TL).....	230
Grafik 32: Çeyiz ve Konut Hesaplarına Katılım ve Toplanan Fon Miktarları .....	232
Grafik 33: Hanehalkının Mevduatlarındaki ve Bireysel Kredilerdeki Değişim Hızları.....	233
Grafik 34: M2 Para Arzı Aylık Değişimleri (%) .....	236
Grafik 35: TCMB Tarafından TL Cinsi Varlıklara Uygulanan Zorunlu Karşılık Oranı, Gecelik Borç Verme Faiz Oranı ve Bankacılık Sektörü Kredi Hacmindeki Değişim .....	241
Grafik 36: Cari Açık ile Kredi Hacmi Arasındaki Etkileşim.....	244
Grafik 37: 2017 yılı Cari İşlemler Finansman Yapısı.....	246
Grafik 38: Cari Açığın Finansman Kalitesindeki Değişim .....	247
Grafik 39: Türkiye'ye Gelen Yabancı Sermayenin Vade Yapısı.....	248
Grafik 40: Yabancı Sermaye Yatırımlarının Dağılımı.....	249
Grafik 41: ROM Uygulamasının Gerçekleştirildiği Dönemde TCMB'nin Uluslararası Rezervlerinde Gerçekleşen Değişim .....	250
Grafik 42: Hanehalkı Tüketim Harcamalarındaki Değişim ve Ekonomik Büyüme .....	252
Grafik 43: Hanehalkı Borçları / GSYH (%).....	253
Grafik 44: İç Talep – Dış Talep Dengesi .....	254
Grafik 45: Bankacılık Sektörü Sermaye Yeterlilik Oranı .....	256

Grafik 46: Tahsili Gecikmiş Alacaklardaki Değişim (%).....	257
Grafik 47: CA ve CASA (Mevsim Etkilerinden Arındırılmış CA) .....	260
Grafik 48: KH ve KHSA (Mevsim Etkilerinden Arındırılmış KH) Grafiği .....	261
Grafik 49: Kredi Hacmi Artış Hızı ve Cari Açık .....	262





## ŞEKİLLER

Şekil 1: Merkez Bankalarının Parasal Aktarım Mekanizması .....	146
Şekil 2: TCMB'nin Politika Araçları ve Hedefleri .....	149
Şekil 3: TCMB'nin Para Politikası Araçları .....	174



## GİRİŞ

Sürdürülebilir büyüme, enflasyon oranlarının düşük olması, istihdam oranında istikrarlı bir artışın yakalanması, düşük işsizlik ve dengeli bir kamu maliyesi gibi kavramlar makroekonomik istikrarın olmazsa olmaz koşulları arasında sayılmaktadır. Bu koşulların ülke ekonomisi açısından ifade ettiği önem otoriteler tarafından uzun yıllardır bilinmesine rağmen finansal istikrar kavramı, 2008 yılında yaşanan ve çalışmada “Büyük Resesyon” olarak ifade edilen Küresel Finans Krizi’ne kadar dikkate alınmamıştır. Büyük Resesyon’la birlikte finansal sektörün önemi daha iyi anlaşılmış ve finansal sektörde ortaya çıkabilecek herhangi bir istikrarsızlığın reel sektöre sıçraması durumunda önemli sıkıntıların oluşabileceği daha net olarak görülmüştür. Bu nedenle, merkez bankaları tarafından, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerinin birlikte yürütülebilmesi önemli bir konu haline gelmiştir. Bu iki hedefin aynı anda gerçekleştirilebilmesi için yeni politikalar ve yeni araçlar geliştirmek gerektiği, politika yapıcılar ile bilim insanları arasında uzun süre tartışılmış ve bu amaçla, çok sayıda araştırma yapılarak faaliyetlerde bulunulmuştur (Başçı, 2012: 2).

Makro ihtiyati tedbirler, ekonomi politikalarına alternatif değil, tamamlayıcı konumundadır (Osinski vd., 2013: 6). Makro ihtiyati tedbirler; finans sisteminin, ekonomilerde yaşanan konjonktür dalgalanmalarının olumsuz etkilerinden zarar görmesini ya da finansal sistemdeki kuruluşların, konjonktür dalgalanmalarının olumlu etkilerini kullanarak anormal getiri elde etmelerini ve riskli işlemlere girmelerini engellemeye yönelik önlemlerdir. Makro ihtiyati tedbirlerin temel amacı; finansal ve ekonomik yapıyı sistemik risklerden koruyabilmektir.

Makro ihtiyati tedbirler arasında, finansal sistemin risklerini azaltabilmek amacıyla ithalatı ve dolayısıyla da cari açığı azaltabilmek için bankaların piyasaya vereceği kredilere sınırlamalar getirilmesi, en önemli makro ihtiyati tedbir olarak ön plana çıkmaktadır. Bir diğer makro ihtiyati tedbir olan zorunlu karşılık oranlarının artırılması, bir yandan para arzını azaltarak enflasyonun kontrol altına alınmasına katkıda bulunurken diğer yandan finansal kesimin fazla kredi vererek risklerini büyütmesine engel olmayı hedeflemektedir. Yine makro ihtiyati tedbirler arasında yer alan, bankaların sermaye yeterlik oranlarının ve açık pozisyonlarının sürekli

denetlenmesi, bir yandan bankaların dağıttığı kredi hacmini kontrol altında tutarak ekonomideki enflasyon ve cari açığı azaltmayı, diğer yandan finansal sistemi iç ve dış ekonomik risklere karşı daha dayanıklı hale getirmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca, yabancı parayla borçlanmaya getirilen sınırlamalar, hanehalkını ve firmaları kur riskinden korumayı hedeflemektedir (Coupey-Soubeyran ve Dehmej, 2017: 13). Bu önlemlerin birçoğu, Basel II ve Basel III düzenlemeleri arasında yer almaktadır.

Makro ihtiyati politika araçlarını uzun süre olarak kullanan ülke sayısı görece azdır. Pek çok ülke, bu araçları, finansal sistemde yaşanan aşırı kredi genişlemesine bir tepki olarak kullanmıştır. Bu politika araçları, bankacılık kredilerinde ciddi artış yaşandığında oluşabilecek risklere karşı iyi birer önlem olmakla birlikte, kredi balonu patladıktan sonra oluşan zararlı durumların bir an önce ortadan kaldırılmasında da yarar sağlamaktadır. Makro ihtiyati politika araçlarının, emlak piyasasında oluşması muhtemel fiyat balonları için ve şirketlerin finansal işlemlerinde kullandıkları kaldıraçlar için iyi bir çözüm yolu olması, bu araçların, sorunun kaynağına etki edebilme yetisinden ve değişen ülke koşullarına uyum sağlama becerisinden kaynaklanmaktadır. Ancak, makro ihtiyati politikaların yaygın kullanımının birkaç yıllık süreyi kapsaması ve kullanılan araçların etkinliğine dair ampirik kanıtların yetersizliği, politikaların genellikle deneme-yanılma yöntemiyle uygulanmasına neden olmaktadır (İlhan, 2015).

Türkiye de sermaye hareketlerine bağlı finansal riskleri kontrol altına almak amacıyla, 2010 yılından itibaren makro ihtiyati tedbirler almaya başlamıştır (İlhan, 2015: 83). Bu kapsamda, Türkiye’de finansal piyasaların gözetim ve denetimini yapmak, sistemik riskleri belirlemek ve bunları azaltmak için alınması gereken önlemleri tespit etmek amacıyla Hazine Müsteşarlığı, TCMB, SPK, BDDK ve TMSF başkanlarından oluşan bir ‘‘Finansal İstikrar Komitesi’’ kurulmuştur. Görülmektedir ki, Türkiye’de makro ihtiyati tedbirleri almak ve uygulamakla ilgili çok sayıda kurum, koordineli bir şekilde çalışmaktadır. TCMB’nin ana politika hedefi, Nisan 2001’deki düzenlemeler sonucunda fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş olsa da, ortaya çıkan gelişmeler, TCMB’yi bu hedeften sapmamak şartıyla finansal istikrarı da dikkate almaya mecbur bırakmıştır.

TCMB tarafından uygulamaya konulan başlıca makro ihtiyati politikalar arasında; 2010 yılından itibaren TCMB tarafından bankalara uygulanan borç alma ve borç verme faizleri arasındaki faiz koridoru bandının genişletilmesi (Şahin, 2013: 17), zorunlu karşılık oranlarının artırılması, rezerv opsiyon mekanizmasının uygulamaya sokulması, kredili mevduat hesabı ve kurumsal kredi kartlarına üst sınır getirilmesi ve ihracat reeskont kredilerine sağlanan kolaylıklar sayılabilmektedir (TCMB, 2014b: 4).

Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikaların *birincil ara hedefi*; bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan kredilerin artış hızının düşürülmesidir. Çünkü bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan krediler, bir yandan ülkede hanehalkı tüketim harcamalarını ve özel sektör yatırımlarını desteklerken, diğer yandan lüks ithal tüketim malları ithalatını artırarak cari işlemler açığını yükseltmektedir (Göçer vd., 2013: 2; Akçayır ve Albeni, 2016: 558). Nitekim ekonomiden sorumlu başbakan yardımcısı Mehmet Şimşek 08.05.2018 tarihli konuşmasında; Türkiye’de tüketici kredileri ile cari işlemler açığı arasında kuvvetli bir ilişki bulunduğunu ifade etmiş ve bu yüzden, cari açığın ilerleyen dönemlerde alabileceği değerleri kestirebilmek için tüketici kredilerinin yönüne bakmanın şart olduğunu belirtmiştir (BDDK, 2018m). Bu noktada; yapılacak ampirik çalışmalar ve bu çalışmalara dayanarak zamanında alınacak makro ihtiyati önlemler, yeni finansal krizlerin oluşmasını önleyecek, dış ekonomik şoklara karşı ülke ekonomisini daha dayanıklı hale getirecektir.

Çalışma, daha anlaşılabilir olması açısından, doğal olarak bölümlere ayrılmıştır. Birinci bölümde; finansal krizler hakkında bilgiler verilmiştir, ikinci bölümde; finansal istikrar, makro ihtiyati politikalar ve 2008 yılında yaşanan Büyük Resesyon detaylı bir şekilde incelenmiştir, üçüncü bölümde; Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikalar hakkında detaylı bilgiler verilmiştir ve dördüncü bölümde; Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliği, grafik ve tablolar yardımıyla incelenmiştir. Dördüncü bölümde ayrıca, Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikaların doğru konumlandırıldığına ilişkin ekonometrik analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışma; sonuç ve önerilerle de tamamlanmıştır. Çalışmanın, bu alandaki ampirik analiz eksikliğini gidermeye, politika yapıcıların ve kamuoyunun dikkatlerini bir kez daha makro ihtiyati politikalara çekmeye ve bu politikalardan yaşanabilecek sapmaların muhtemel sonuçlarını görmeye vesile olması beklenmektedir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL KRİZ OLGULARININ TANIMI VE BOYUTLARI

Çalışmanın bu bölümünde; finansal krizlerle ilgili temel tanım ve kavramlara yer verilmiş olup, finansal kriz türleri, finansal kriz modelleri ve farklı ülkelerde yaşanan finansal krizler hakkında detaylı bilgiler sunulmuştur.

#### 1.1. KRİZ VE FİNANSAL KRİZ TANIMLARI

Yunanca'daki ayrılmak anlamına gelen *krisis* kelimesinden türetilen kriz; bir durumdan başka bir duruma geçerken ortaya çıkabilecek kararsızlık durumunu, aniden ortaya çıkan kötüye gidişi ve tehlike anlarını, mevcut önlemlerin yetersiz kaldığı yeni kararların hızla alınmasının gerekli olduğu zamanları/durumları ifade etmektedir (More Enstitü, 2017: 36-37).

Webster (1982: 267), krizi, mevcut halden daha iyiye veya daha kötüye doğru yaşanan bir dönüşüm noktası, kesin kararların verilmesi gereken kritik bir zaman dilimi olarak tanımlamaktadır. Ekonomi literatüründe ise kriz olgusu, olumsuz, ani gelişen ve geleceği öngörme imkânının azaldığı durumlar için kullanılmaktadır. Krizi, normal durumlardan ayıran en önemli özellik; acil karar verme ve çabuk hareket etme zorunluluğunu kendi içinde barındırıyor olmasıdır. Bu açıdan kriz, “çabuk uyum sağlamayı gerektiren değişiklikler” olarak da tanımlanabilmektedir (Kupperman vd., 1975: 404).

Finansal kriz genel olarak; herhangi bir mal, hizmet veya üretim faktörünün fiyat ya da miktarında yaşanan, kabul edilebilirlik sınırının ötesindeki değişimi ve/veya şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir (Edwards, 2001: 29).

Kindleberger (2005: 1-8), finansal krizi; ekonomik konjonktür dalgasının tepe noktasında meydana gelen ve olumludan olumsuzla doğru yaşanan dönüş, ekonomik genişleme dönemleri sonunda meydana gelen ve ne zaman meydana geleceği öngörülemeyen kaçınılmaz daralma başlangıçları olarak tanımlamaktadır. Bu tanımın, kriz olgusunu ortaya koymak için biraz yumuşak kaldığını ifade edip tanımı biraz daha genişletebiliriz. Zira finansal kriz, Goldstein ve Turner'in (1999: 7-8) de dediği gibi;

kısa vadeli faiz oranları, döviz kurları, varlık fiyatları, ödemeler dengesi, kamu maliyesi gibi alanlarda yaşanan ani, keskin ve açık bir bozulmayı ifade etmektedir. Finansal krizlerde genellikle bankaların, finansal aracı kuruluşların, işletmelerin ve/veya mali kurumların iflası gibi büyük tahribatlar meydana gelebilmektedir.

Bir parasalcı (Monetarist) olan Bordo (1986: 190-191), finansal krizi; makroekonomik beklentilerdeki olumsuz yönlü değişim, bazı finansal kurumların iflasından duyulan endişe/korku, taşınabilir (menkul; hisse senedi, tahvili bono, döviz, vb.) ve taşınamaz (gayrimenkul; emlak, arsa, fabrika, işyeri, vb.) varlıkların ani bir kararla paraya çevrilme girişimi, para arzındaki beklenmeyen daralma, mevduat sahiplerinin varlıklarını finansal sistemin dışına çıkarabilmek için yaptığı ani ve toplu hareketler şeklinde tanımlamaktadır.

Farklı bir bakış açısıyla, asimetric bilgi teorisi dikkate alınarak değerlendirildiğinde finansal krizler; ters seçim<sup>1</sup> ve ahlaki tehlike<sup>2</sup> sorunlarının, önüne geçilemez boyutlara ulaşması sonucunda finansal piyasaların ve fonların, verimli ve üretken ekonomik birimler yerine yanlış yerlere aktarılması bağlamında finans piyasalarında ortaya çıkan ve öngörülemeyen bozulmalar olarak ifade edilmektedir (Mishkin, 1996: 1-2).

Bu tanımlar ışığında finansal kriz; ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkarak, ülke ekonomisinde önemli sorunlara neden olan olumsuz gelişmeler bütünü olarak tanımlanabilmektedir. Krizin ortaya çıktığı durumlarda finansal kurumlar ve yapılar, kendilerini önceden karşılaşmadıkları bir değişim ve dönüşüm süreci içinde bulmaktadır. Bu bağlamda krizler, önceki işleyişi tehdit eden, mevcut önlemlerin yeterli olmadığı, işleyişte yenilik ve dönüşüm gerektiren ve bu konularda hızlı karar verilmesi gereken bir süreç olarak değerlendirilebilmektedir.

---

<sup>1</sup> Ters Seçim (Adverse Selection); finansal kaynakların (kredilerin), borcuna sadık ve aldığı parayla ekonomide değer üretecek kişilere değil, kötü niyetli (borcunu ödememe niyetinde olan) ve aldığı parayla spekülasyon/manipülasyon yapma derdinde olan kişi ya da kurumlara verilmesini ifade etmektedir (Fidan, 2011: 44-45).

<sup>2</sup> Ahlaki Tehlike (Moral Hazard); kredi alanın bu paraları, kredi verenin bilgi ve arzusu dışında, ahlaki olmayan (spekülasyon/manipülasyon vb.) faaliyetlerde kullanmasıdır; dolayısıyla, kredi verenin menfaatini zedelemiş olmasıdır (Müslümov ve Aras, 2004: 57).

## 1.2. FİNANSAL KRİZLERİN OLUŞUMUNDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Finansal krizlerle yabancı sermaye hareketleri arasında yakın bir ilişki olmasına rağmen finansal krizlerin ana nedenleri, finansal krizin yaşandığı ülkelerde görülen sürdürülemez boyuttaki makroekonomik temelli bozukluklardır. Makroekonomik temelli bu bozukluklar; artış trendli yüksek bütçe açıkları, parasal artış oranlarındaki yükseklik, kronikleşmiş enflasyon, aşırı değerlenmiş döviz kuru, yüksek cari açık, döviz rezervlerinde yaşanan düşüşler ve faiz oranlarındaki artışlardır. Bu bozukluklar ekonominin kırılmasını artırarak kriz ortamını da beraberinde getirmektedir. Bu bozuklukların görüldüğü bir ülkede, yatırımcıların portföy kompozisyonlarında, yerli para birimini azaltıp yabancı para birimini artırmaları sonucunda, ülkenin döviz rezervlerine doğru spekülasyon bir atak gerçekleşmiş olmaktadır. Böyle bir durumda devalüasyon kaçınılmaz olmaktadır (Krugman, 2000: 312).

Monetarizm akımının kurucuları Friedman ve Schwartz (1963), finansal krizleri para politikalarına bağlamışlardır. Bu yazarlara göre 1929 Büyük Bunalımı'nın o kadar uzun sürmesinin temel nedeni, kriz ortamında (1931 yılında) ABD Merkez Bankası FED'in sıkılaştırıcı para politikası uygulamaya başlamış olmasıdır. Oysa, zaten sıkışık olan piyasaları rahatlatmaya yönelik genişletici para politikaları uygulanmış olsaydı, piyasadaki talep canlanacak, istihdam ve üretim artacak, böylece de ekonomik krizden çıkış kolaylaşacaktı.

Schwartz'a (1995) göre, finansal krizler; halkın ümitsiz borçlanma çabaları sonucunda, bankacılık sisteminde rezervlerin azalmasıyla birlikte en düşük fiyattan dahi olsa artık, ödemelerin yapılamaması neticesinde ortaya çıkar. Gup (1998: 7)'a göre ise bankalar, bu durumda rezervlerini yeniden düzenlemek için vermiş oldukları kredileri geri çağırır ya da varlıklarını satar. Bu da, ekonomik ve finansal krizlerin daha da derinleşmesine neden olur.

Kindleberger ve Aliber (2005), finansal krizlerin derin, yaygın ve uzun süreli olmasını uluslararası bir son kredi mercinin<sup>3</sup> bulunmamasına bağlamaktadırlar. Kindleberger'e göre cinnet, panik ve çöküş, kriz sürecinin üç aşamasıdır. Cinnet sırasında; yatırımcılar, ulusal paradan kaçarak ya da borçlanarak reel<sup>4</sup> veya finansal varlıklara<sup>5</sup> yönelmektedir. Panik sırasında, bunun tersi bir davranış sergilenmekte, reel ya da finansal varlıklardan paraya geçmeye çalışılmakta ya da borcun geri ödenmesine başlanmaktadır. Çöküş sırasında ise, cinnet sırasında büyük bir istekle alınan tüm reel ya da finansal varlıkların fiyatları düşmekte ve süreç, ekonomik krizle sonuçlanmaktadır<sup>6</sup>.

Finansal krizlere neden olan faktörlerle ilgili olarak iktisat literatüründe birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, çalışmada, altı temel faktörden bahsedilmektedir. Bunlar, aşağıda ayrıntılı bir şekilde anlatılmaktadır.

### **1.2.1. Dış Borçlanmadaki Artış ve Yapısal Değişim**

Bütçenin sürekli açık vermesi sebebiyle kamu kesiminin borçlanma gereksinimi duyması, ülkelerin iç ve dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda, hükümetler, bütçe açıklarını kapatabilmek amacıyla *iç borçlanmaya gittiklerinde* faizler artar, özel sektör yatırımlarının maliyeti yükselir ve bir kısım yatırım kararları iptal olur. Literatürde bu duruma dışlama etkisi (crowding out) adı verilmektedir. Yatırımların azalması da ülkelerde üretim ve istihdam kaybına ve ekonomik daralmaya neden olmaktadır. Hükümetler bütçe açıklarını *dış piyasalardan borçlanarak* kapatmak istediklerinde ise hem borç yükü, hem de kur riski artmaktadır. Özellikle, portföy akımlarının geri dönüşleri neticesinde döviz kurlarında yaşanabilecek ani yükselişler, ülkelerin dış borcunun ulusal para cinsinden karşılığını artıracığı için borçların ödenebilirliği zora girecektir. Bu durumda da, ülkede finansal

---

<sup>3</sup> Ülke içinde son kredi mercii merkez bankaları olup, finansman sıkıntısı çeken bankalar buradan kredi çekebilmektedir.

<sup>4</sup> Ürün stoklamak gibi.

<sup>5</sup> Dolarizasyon gibi. Dolarizasyon; bir ekonomide karar birimlerinin (hanehalkı, firmalar, devlet, dış alem) ekonomik aktivitelerini ve tasarruflarını ulusal para ile değil de yabancı para ve altınla yapmaya yönelmesidir (Zeybek, 2014: 45). Bu işlemler genellikle dolarla yapıldığı için, literatürde, dolarizasyon adı ile anılmaktadır.

<sup>6</sup> Mal, konut, arazi, hisse senedi, tahvil...



baskı oluşacak ve yatırım yapacak kişi ve/veya kurumlar açısından geleceğe yönelik olarak belirsizlik riski artacaktır.

Dış borç birikimi, iç tasarrufların düşük, cari açıkların yüksek olduğu ve yerel kaynakların artırılması için sermaye ithalinin şart olduğu gelişmekte olan ülkeler için ortak bir olgudur. 1970’li yıllarda, gelişmekte olan ülkelerin<sup>7</sup> dış finansman kaynakları içerisinde resmi finansmanlar<sup>8</sup> önemli bir konumda olmasına rağmen, uluslararası ticari bankalar da sonradan bu süreçte aktif bir rol oynamaya başlamıştır. Bir diğer ifadeyle; dış finansmanda, çoğunlukla imtiyazsız finansmana doğru bir hızlı geçiş başlamıştır (Todaro ve Smith, 2006: 673-674).

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçları<sup>9</sup>, 1970 yılından 1990 yılına kadar yaklaşık olarak 20 kat artmıştır. Buna paralel olarak, borçların anapara ve faiz ödemelerinin toplamını ifade eden borç servisi ödemeleri<sup>10</sup> de artış göstermiştir. Ancak, artan dış borç stoklarına rağmen sözkonusu ülkelerin gayri safi yurtiçi hasılları (GSYH) aynı hızla artmamıştır. Bu ülkelere ait olan dış borç/GSYH oranı incelendiğinde, söz konusu oranın 1970 yılında %14.4 olduğu, 1982 yılında %37.7’ye yükseldiği, 1986 ve 1987 yıllarında ise %50’yi aştığı görülmektedir (World Data Atlas, 2016).

---

<sup>7</sup> Dikkate alınan ülkeler; Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Hindistan, Endonezya, Kazakistan, Malezya, Meksika, Pakistan, Filipinler, Polonya, Romanya, Tayland, Rusya Federasyonu, Tayland, Türkiye, Ukrayna ve Venezuela’dır (Pool vd., 1991: 87).

<sup>8</sup> 1970’li yıllar başlarken, gelişmekte olan ülkelerin dış borçları incelendiğinde söz konusu borçların resmi bir olgu olduğu, bir diğer ifadeyle alacaklıların çoğunluğunu yabancı hükümetlerin, Dünya Bankası’nın, IMF’nin, bölgesel kalkınma bankaları gibi uluslararası finansal kuruluşların oluşturduğu göze çarpmaktadır. Bu dönemde verilen kredilerin çoğu düşük faizlidir ve bu krediler, kalkınma projelerinin uygulanması ve sermaye malları ithalatının genişlemesi amaçlarına yönelik olarak kullanılmıştır. Ancak, 1970’li yılların ortalarından itibaren ticari bankalar ve uluslararası krediler, süreç içinde büyük pay sahibi olmaya başlamışlardır (Todaro ve Smith, 2006: 673-674).

<sup>9</sup> 1970 yılında 62.45 milyar dolar olan toplam dış borç miktarı, Dünya Borç Krizi’nin başlangıç tarihi olan 1982 yılında 743.52 milyar dolara, 1990 yılında ise 1242.18 milyar dolara yükselmiştir (World Data Atlas, 2016).

<sup>10</sup> 1970 yılında borç servisi miktarı 9.22 milyar dolarken, 1982 yılında yaklaşık on üç kat artarak 114.8 milyar dolara, 1990 yılında ise yaklaşık on altı kat artarak 144.13 milyar dolara yükselmiştir (World Data Atlas, 2016).

1970 ile 1990 yılları arasındaki dönemde; gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli dış borçları<sup>11</sup> da 1975 yılıyla birlikte hızlı bir şekilde artış göstermeye başlamıştır. 1975 yılında 2,5 milyar dolar olan kısa vadeli dış borçlar, 1977 yılında 61,4 milyar dolara, 1982 yılında 166,7 milyar dolara ve son olarak 1990 yılında ise 184,9 milyar dolara yükselmiştir. Bu dönemde kısa vadeli dış borçlar, uzun vadeli dış borçlardan daha hızlı artmıştır (World Data Atlas, 2016).

Aşırı dış borçlanma ve vadesi gelen borçların yeni borçlanma ile kapatılması neticesinde ülkeler, borçlarını ödeyemez duruma gelmekte veya topladıkları vergi gelirlerinin çok büyük bir kısmını bu borçların ödenmesi için kullanmakta ve bu bağlamda, halkın refahı için gerekli olan yatırımları ve harcamaları yapamaz duruma düşebilmektedir (Radelet ve Sachs, 1998: 3).

### **1.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri**

Yabancı sermaye hareketleri; doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. *Doğrudan yabancı yatırımlar*, bir ülkede yerleşik kişi ya da kurumların başka bir ülkeden konut, arsa, firma satın alması veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlaması ya da mevcut bir firmanın sermayesini artırmak suretiyle onunla ortaklık kurması olgusunu ifade etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımları gerçekleştiren firmalar, başka ülkelerde/kendi ülkelerinde kullanmış oldukları teknolojileri, iş yapma ve işletmecilik bilgilerini gittikleri diğer ülkelere beraberinde götürmektedir. Ayrıca, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ev sahibi ülkeye döviz girişi sağlayıp ülkenin sermaye stokunu artırmaktadır; bu bağlamda, o ülkenin, üretim kapasitesini genişletip dolayısıyla da istihdamını artırabilmektedir<sup>12</sup>. Yabancı sermaye hareketlerinden

---

<sup>11</sup> Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının sınıflandırılması; uzun vadeli dış borçlar, kısa vadeli dış borçlar ve IMF'den alınan krediler olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli dış borçlar da finansal krizlerin oluşumunda çok önemli bir etkidir (Balkan, 1994: 28-29).

<sup>12</sup> Burada bilinçli olarak istihdamı artırır değil artırabilir denilmiştir. Çünkü özelleştirme faaliyetleri kapsamında gelen doğrudan yabancı yatırımlar, önce fazla istihdamı işten çıkartıp işsizliğin artmasına neden olmakta, sonra da zamanla üretim kapasitesini artırdığı durumlarda yeni istihdam oluşturabilmektedir. En fazla istihdam sağlayan doğrudan yabancı yatırım çeşidi, *yeşil yatırım* adı verilen, boş bir araziye sıfırdan kurulan fabrika ve işletmelerdir. Yabancıya konut satışı ve özelleştirmeye gelen doğrudan yabancı yatırımlar, düşünüldüğü kadar çok istihdam yaratmamaktadır (Peker ve Göçer, 2010: 1191).

ikincisi olan *portföy yatırımları* ise; bir ülkede yerleşik tasarruf sahiplerinin, başka bir ülkenin finans piyasasından kazanç elde etmek amacıyla hisse senedi, bono, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlar ile başka bir ülkede açtıkları vadeli mevduat hesaplarından oluşmaktadır. Mobilitesi oldukça yüksek olan portföy yatırımları, uluslararası hukuk ve ilgili ülke hukuku çerçevesinde örgütlenmiş piyasalarda işlem görmektedir. Bu yatırımlar, ülkede herhangi bir ekonomik ya da politik istikrarsızlık yani, risk gördükleri anda kolaylıkla o ülkeyi terk edebilmektedir. Bu bağlamda, ekonominin kırılganlığının artmasına paralel olarak ani çıkışlar yaparak, ülkenin çok daha kötü bir duruma düşmesine sebep olabilmektedir (Aoki vd., 2007: 176, 208; OECD, 2011: 18-19).

Finansal küreselleşme ile birlikte uluslararası sermayenin dolaşım hızının artması, ekonomik krizlerin daha sık ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bir ekonominin dışa açıklığı arttıkça, dış ticaret dalgalanmaları ya da dış dünyadaki talep düşüşü gibi dış kaynaklı şoklara karşı ekonominin kırılganlığı da artmaktadır. Ekonominin ihracat tarafının düşük olması ya da ihracatının hammadde ithalatına bağımlı olması, bu kırılganlığı daha da artırmaktadır. Bu kırılganlıkların yaşandığı dönemlerde ülkelerden bir de sıcak para çıkışının yaşanması, kırılganlıkların krize dönüşme sürecini hızlandırmaktadır (Milesi-Ferretti ve Razin, 1996: 63-65).

1980'lerden sonra başlayan finansal küreselleşme<sup>13</sup> sürecinin hızlanması ve 1990'lı yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketlerinin dünya genelinde büyük oranda serbest hale getirilmesi; bir yandan tasarruf sorunu yaşayan gelişmekte olan ülkelere yeni finansman kaynakları sağlamışken, diğer yandan bu sermayenin ülkeleri hızla terk etmesiyle birlikte yaşanması muhtemel ekonomik krizleri de beraberinde getirmiştir (IMF, 2011: 4-5).

Uluslararası sermaye hareketlerindeki artışla, ekonomik ve finansal krizler arasında yakın bir ilişki görülmeye başlanmıştır. Bu bağlamda, uluslararası sermaye

---

<sup>13</sup> Küreselleşme; sınır ötesi mal ve hizmet ticareti ile uluslararası sermaye hareketlerindeki artış ve teknolojiye hızlı gelişme kaynaklı olarak ülkelerin ekonomik anlamda birbirine entegre olmasıdır. Ekonomik küreselleşme, ülke ekonomilerinin birbiriyle entegrasyonunu, diğer bir deyişle dünyanın tek bir pazarda birleşmesini ifade etmektedir. Küreselleşme; ulusal sınırların öneminin azaldığı, sermaye, işgücü, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı önündeki engellerin kaldırıldığı bir süreci ifade etmektedir (IMF, 1999: 45).

hareketlerinin, gelişmekte olan ülkelerde meydana getirdiği etkiler şu şekilde özetlenebilmektedir (Reinhart vd., 1994: 6 - 9):

- Sermaye girişlerinin olduğu ülkelerin ulusal paraları önemli ölçüde değerlenmektedir. Bu durumda ülke malları yabancılar açısından daha pahalı hale geleceği için ihracat düşer, değerlenen ulusal parayla ithal mallara olan talep artar. Bu durum, dış ticaret açığını ve cari işlemler açığını beraberinde getirecektir. Öte yandan, düşen kurlarla birlikte enerji ve ara malı ithal fiyatları da düşeceği için enflasyonu baskılayıcı bir etki oluşabilecektir.
- Bir ülkeye yönelik uluslararası sermaye hareketleri, o ülkedeki parasal büyüklükleri ve para politikalarını doğrudan etkileme potansiyeline sahiptir. Sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerindeki etkisi, para arzında yol açacağı genişleme ile ölçülebilmektedir. Ülkeler, daha fazla yabancı sermaye çekmek istediklerinde faiz oranlarını artırmaktadır<sup>14</sup>; sermaye hareketlerini kısmak istediklerinde ise faiz oranlarını düşürmektedir. Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, uluslararası faiz oranı düzeyine ininceye kadar devam etmektedir.
- Bir ülkeye yönelik sermaye akımları arttığında, ülkelerin merkez bankalarının sahip olduğu uluslararası döviz rezervleri yükselecektir<sup>15</sup>. Merkez bankaları, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek ve ulusal paranın değerini koruyabilmek için rezerv bulundurmaktadır. Merkez bankalarının rezervleri aynı zamanda para ve kur politikasını desteklemek, dış borç servisini karşılamak, finansal krizlere ve olağanüstü durumlara karşı koruma sağlamak ve ithalatı finanse etmek bağlamında önemli rol oynamaktadır. Ülkelerin sahip

---

<sup>14</sup> Buna en güzel örnek, 23 Mayıs 2018’de yaşanmıştır. Son bir haftada 4.40’tan 4.92’ye yükselen dolar kuru karşısında toplanan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Kurulu (PPK), geç likidite penceresinde gecelik borç verme faizlerini 300 baz puan birden artırarak, 13.50’den 16.50’ye yükseltmiştir. Bu durum, bankaların fonlama maliyetlerini yükselterek mevduat faizlerini yukarı doğru çekmiş ve bu bağlamda, ülkede kısa vadeli faiz oranlarını artırmıştır. Bunu gören yabancı yatırımcılar bu yüksek faizden kazanç elde edebilmek için dövizlerini Türkiye’ye getirmişlerdir. Bu da ülkede döviz bolluğuna ve kur düşüşüne neden olmuştur. Nitekim PPK’nın kararından hemen sonra Türkiye’de dolar kuru 4.92’den 4.65’e kadar gerilemiştir (TCMB, 2018s).

<sup>15</sup> Çünkü, merkez bankaları kuru sabit veya belirli bir bant aralığında tutabilmek için piyasaya ulusal para verip, fazla olan dövizin bir kısmını satın alacaktır. Yapılan bu işleme sterilizasyon adı verilmektedir (Eğilmez, 2013).

olduğu uluslararası rezervlerin önemi son yıllarda sıkça yaşanan finansal krizlerle birlikte daha da artmış bulunmaktadır (Bacchetta ve Wincoop, 1998: 2-6; IMF IEO, 2012: 3-4).

- Sermaye girişleri, ekonomilerde para arzını artırıp<sup>16</sup> ekonomik aktiviteleri hızlandırarak ekonomik büyümeye eşlik etmektedir.
- Serbest sermaye hareketleri, dünya finans piyasalarındaki yatırımcılara yeni kazanç fırsatları yaratmaktadır.
- Tasarruf eksikliği olan ülkelere, dış tasarruflardan yararlanarak, yatırım ve tüketim harcamalarını finanse etme imkânı sağlamaktadır.
- Hisse senedi piyasasını yabancı yatırımcılara da açarak, hisse senetlerinin fiyatlarının artmasına olanak tanımaktadır.

### 1.2.3. Cari İşlemler Açığı

Cari işlemler açığı veren ülkeler, bu açığı genellikle dış borçlanma, portföy yatırımları ve merkez bankalarının sahip olduğu uluslararası rezervlerden kullanarak kapatmaya çalışmaktadır. Oysa bu sayılan kaynakların tamamı, uzun dönemde sıkıntı oluşturabilecek finansman yollarıdır ve cari işlemler açığının uzun dönemde sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmaktadır. Özellikle, cari açığın portföy yatırımlarıyla finanse edildiği dönemlerde, yabancı sermaye akımlarında yaşanabilecek ters yönlü hareket, ülkelerde finansal kriz olasılığını artırmaktadır. Cari açığın yüksek seviyelerde olması ve cari açığın büyük ölçüde sıcak para hareketleri ile finanse edilme döngüsünün bu dönemde sektöre uğraması, krizi daha derin hale getirmektedir (Felmingham ve Short, 2003: 588-589 ; Milesi-Ferretti ve Razin, 1996: 65).

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerde, cari işlemler dengesindeki açıkların yanında, bu açıkların finansman kalitesindeki bozulmalar da önemli bir yere sahiptir (Felmingham ve Short, 2003: 590-592).

---

<sup>16</sup> Kaminsky ve Reinhart (1998), Berg ve Pattillo (1999) ve Edison (2003)'ün çalışmalarında belirtildiği üzere, para arzındaki aşırı artışlar finansal krizlere neden olabilmektedir. Friedman ve Schwartz (1963)'a göre ekonomik büyüme oranında artan para arzı, üretilen mal ve hizmetlere talep yaratarak, ekonomik büyümeyi desteklemektedir.

#### 1.2.4. Enflasyon

Fiyat istikrarının sağlanmış olması, ekonomik istikrarın sağlanabilmesi açısından çok önemlidir<sup>17</sup>. Çünkü bir ekonomide para politikalarının sorunsuz biçimde uygulanabilmesi için paranın, kendi temel fonksiyonlarını rahatlıkla yerine getirebiliyor olması şarttır. Güçlü bir para birimine sahip olmayan ekonomilerde, enflasyon ortaya çıkabilmektedir. Enflasyon, temel makroekonomik değişkenlere zarar vererek geriye dönük beklentileri güçlendirmekte ve dolayısıyla, ekonomiyi enflasyon sarmalına sokarak kronikleşen bir enflasyona neden olabilmektedir. Ayrıca, diğer ülkelere kıyasla yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde sabit kur sisteminin uygulanması, paranın dış satın alma değerini reel olarak yükselterek, cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemektedir (Solomon, 1999: 59). Kısaca; yüksek ve kronikleşmiş enflasyon, ülkeleri ekonomik ve finansal krizlere açık hale getirmektedir.

Enflasyonu kontrol altına almak için çeşitli politika araçları bulunmaktadır. Bu araçlardan biri olan *dış borçlanmayı* ele alacak olursak; enflasyonu baskı altına almak ve büyümeyi sağlamak konularında kısa dönemde işe yarasa da, reel üretime katkıda bulunmadığı zaman, uzun dönemde ülkeyi kriz sürecine sokabilmektedir. Bu nedenle enflasyonu, “sermaye hareketleri” ve “dış borçlanma” ile baskı altına almak yerine, ekonomik dengeleri birbiri ile uyumlu hale getirebilecek tedbirleri almak daha önemlidir (Hur vd., 2013: 1-11).

#### 1.2.5. Döviz Kuru Politikası

Kaminsky (1999); Berg ve Patillo (1999); Eichengreen ve Arteta (2000); Kamin vd. (2001); Edison (2003); Lestano vd. (2003) ve Demirgüç-Kunt vd. (2006) çalışmalarında, aşırı değerlenmiş reel döviz kurunun büyük olasılıkla kriz yaratacağını belirtmektedirler.

Uluslararası fon yatırımcıları, döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve sistemde mevcut risklerin artması nedenleriyle ülkeden ani çıkışlar yapabilmektedir. Aşırı

---

<sup>17</sup> Fiyat İstikrarı: İnsanların yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarında dikkate almayacakları kadar düşük bir enflasyon oranını ifade etmekte olup, gelişmiş ülkeler için %2-%4 arası, gelişmekte olan ülkeler için %3-%6 arası enflasyon oranları bu kategoride değerlendirilmektedir (TCMB, 20013a: 3)

değerlenen reel döviz kuru neticesinde bozulan cari işlemler dengesi, artan ülke risk primi ve uluslararası piyasalarda faiz oranlarının yükselmesi gibi tetikleyici nedenlerle birlikte yabancı sermaye akımlarını bir anda tersine çevirebilmektedir. Bu durum, zaten artması gereken döviz kurunda ani ve daha büyük sıçramalara neden olabileceği için, ülkelerin finansal krize gidişini daha da hızlandırabilmektedir (Ffrench, 2010: 266, 271).

Finansal liberalizasyonun sağlandığı ve sermayenin serbestçe hareket edebildiği ekonomiler için sabit döviz kuru politikaları da krizlerin temelini oluşturan kırılganlıklardan biri olarak görülmektedir. 1 Ocak 2000-21 Şubat 2001 döneminde Türkiye’de olduğu gibi döviz kurlarının sabitlenmesi<sup>18</sup> ya da baskıyla reel değerinin altında tutulması, finansal sektörü krizlere karşı daha kırılgan bir hale getirebilmektedir (Işık vd., 2004: 49).

Sabit kurdan daha esnek bir kura geçişin politik kredibilitiyi zedeleyebileceği, sermaye çıkışına sebep olabileceği ve ekonomide durgunlukla sonuçlanabileceği endişesi sabit kura bağlı kalınmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda, sabit kurun uzun süreli uygulanması, finansal sistem kırılganlıklarını beraberinde getirmektedir. Sabit döviz kuru rejimlerinin oluşturduğu kırılganlıklar ve sabit kurdan çıkışın zorluğu 1990’larda yaşanan kötü tecrübelerle görülmüştür<sup>19</sup>. Sabit döviz kuruna dayalı istikrar programının uygulanmasında başarı göstererek, kriz yaşamadan daha esnek bir döviz kuru rejimine geçiş yapan ülke örneği çok azdır<sup>20</sup> (Fischer, 2001: 1-2).

---

<sup>18</sup> *İmkânsız Üçleme (Impossible Trinity)* teorisinde de geçtiği üzere; sabit kur rejimi ve tam sermaye hareketliliği varsayımı altında merkez bankaları bağımsız bir para politikası izleyemezler. Bu durumda, tam sermaye hareketliliğinden dolayı yurtiçi faiz oranları dünya piyasalarındaki faiz oranlarına eşit olacaktır. Ancak, ülke içinde yaşanabilecek bir parasal genişleme, yurtiçi faiz oranlarını dünya faiz oranlarının altına düşürecek için ülkeden ani sermaye çıkışları olacaktır. Bu sefer de merkez bankaları, döviz kurlarının hızla artmasını engellemek amacıyla piyasaya döviz satmaya başlayacağı için, rezervlerini eritmek zorunda kalacaktır. O halde, açıkça görülmektedir ki, böyle durumlarda para politikaları etkin olamamaktadır (Dornbusch ve Fischer, 1994: 168-169).

<sup>19</sup> 1995 Meksika; 1997 Tayland, Endonezya, Güney Kore; 1998 Rusya ve Brezilya; 2000 Arjantin; 2000-2001 Türkiye, sabit kur ve kriz ilişkisinin son dönemdeki örnekleri olarak görülmektedir (Fischer, 2001: 1).

<sup>20</sup> İsrail ve Polonya sabit kur rejiminden başarılı bir şekilde çıkabilmenin iki iyi örneği olarak gösterilmektedir (Eichengreen ve Masson: 1998).

Sonuç olarak, döviz kurlarında meydana gelen istikrarsızlıklarla finansal krizler arasında açıkça görülmektedir ki yakın bir ilişki bulunmaktadır (Kaufman, 2000: 10-12).

### **1.2.6. Uluslararası Rezervler**

Ülkelerin uluslararası rezervlerinin<sup>21</sup> yüksek olması, finansal krizlere karşı alınabilecek en önemli tedbirlerdendir. Bu bağlamda, döviz kuru üzerinden yaşanabilecek şoklar karşısında, eldeki uluslararası rezervlerden bir kısmı kullanılarak şokun etkisi yumuşatılabilmektedir. Kaminsky (1999); Berg ve Pattillo (1999); Edison (2003) ve Marchesi (2003)'nin çalışmalarında da belirtildiği üzere uluslararası rezervleri özellikle de döviz kuru rezervleri düşen bir ülke, devalüasyon baskısı altında finansal krize sürüklenir (Lestano vd., 2003: 7).

Uluslararası rezervlerin içinde bulunan döviz rezervlerinin kompozisyonu ve vade yapısı bu süreçte büyük önem taşımaktadır. Eğer, ülkenin elinde bulundurduğu dövizlerin büyük çoğunluğu kısa vadeli sermaye akımlarıyla oluşmuş ise, bu rezerv, ekonomi için güvence olmaktan ziyade önemli bir risk kaynağı haline gelmiştir. Çünkü, mobilitesi yüksek olan portföy yatırımları, makro değişkenlerde yaşanabilecek en ufak bir problem neticesinde ülkeden dışarı kaçabilmektedir. O halde, gelişmekte olan ülkelerin portföy yatırımları sonucu şişirilmiş uluslararası rezervleri ile bu ülkelerin bankacılık ve döviz krizlerine olan yatkınlıkları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz (IMF, 2011: 3-7; IMF, 2014: 4-6).

## **1.3. FİNANSAL KRİZ GÖSTERGELERİ**

Finansal kriz göstergeleri, ülkelerin yatırım yapmaya uygun olup olmadığını gösteren ve bu bağlamda, bir finansal krizin yaşanabileceği hakkında fikir verip olası krizin boyutları hakkında bilgi veren temel kavramlardır. Finansal krizlerin ekonomiye yüklediği maliyetler ve ekonomide yarattığı sorunlar nedeniyle krizlerin önceden öngörülebilmesi, onların, hem ülke ekonomilerinde

---

<sup>21</sup> Uluslararası rezervler ifadesi ile kastedilen; bütün ülkelerce geçerliliği kabul edilen yabancı ülke paraları, altın ve IMF' nin özel çekme haklarından (SDR: Special Draw Right) oluşan bir toplamdır.



yaratabileceği tahribatı engelleyecek hem de ekonomiye olan maliyetlerinin azaltılmasına katkı sağlayacaktır (Eren ve Süslü, 2001: 662).

Kaminsky vd. (1998), Kaminsky (1999), Edwards ve Susmel (2000) ve Bustelo (2000) gibi araştırmacılar, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizleri incelemişler ve bu krizlere sebep olan başlıca göstergeleri şöyle sıralamışlardır:

- Kısa Vadeli Dış Borç / Döviz Rezervi
- Cari Açık / Döviz Rezervi
- Cari Açık / GSYH
- Bütçe Açığı / GSYH
- Toplam veya Kısa Vadeli Dış Borç / İhracat
- Bankacılık Sektörü Açık Döviz Pozisyonu / Döviz Rezervi
- Bankacılık Sektörü Toplam Kredi Hacmi / Döviz Rezervi
- M2 Para Arzı / Döviz Rezervi
- Ulusal Paranın Değer Kazanması
- Sermaye Hareketlerinde Dalgalanma (Oynaklık, Volatilite)
- Dış Borç Faizinde ve Risk Priminde Yükselme, Dalgalanma
- Kısa Vadeli Yurtiçi Faizlerde Dalgalanma.

Finansal krizlerin doğacağına dair ön göstergelerin başında; reel kurun aşırı değerlendirilmesi, kısa vadeli faiz oranlarındaki aşırı yükselmeler, merkez bankalarının döviz rezervlerinin önemli miktarlarda azalması, M2 para arzının uluslararası rezervlere oranında aşırı yükselmeler, ülkeden ani biçimde çıkan büyük miktarda yabancı sermaye ve cari işlemler açığının GSYH'ye oranında yaşanan aşırı yükselmeler gelmektedir (Uygur, 2001a: 18-22).

Günümüzde ülkelerin risk seviyelerini ölçen daha modern ve kapsamlı göstergeler de geliştirilmiştir. Bunlar arasında;

- CDS Primleri,
- VIX Korku Endeksi,
- Bağımsız Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarınca Verilen Notlar,
- Merkez Bankası Bileşik Öncü Göstergeleri,

sayılabilmektedir. Bu kriz göstergelerinden genel kabul görmüş olanlar aşağıda incelenmiştir:

### 1.3.1. Ulusal Paranın Değer Kazanması

Gelişmekte olan ülkeler genel olarak sabit döviz kuru politikası uyguladıkları için ulusal paranın reel olarak belirli bir düzeyin üzerinde değer kazanması, kurda artış baskısını yükseltmekte ve kriz beklentilerine yol açmaktadır. Ulusal paranın bir yıl içinde %10 ve üstü oranda değer kazanması, spekülâtorler için ekonominin fazla ısındığının bir göstergesi olmaktadır. Ülke parası yabancı para birimlerine karşı değer kazandıkça, o ülkenin; ihracat rekabet gücü azalmakta, ithalatı artmakta, dış ticaret açığı ve cari işlemler açıkları yükselmektedir (Eren ve Süslü, 2001: 662).

Dış ticaret çalışmalarında genellikle nominal döviz kurundan (Exchange Rate: ER) ziyade reel döviz kuru (Real Exchange Rate: RER) verisinin kullanılması daha yaygındır. Çünkü, RER ile hem nominal döviz kurundaki değişimler göz önüne alınmakta, hem de ülkelerdeki fiyatlar genel düzeylerine bakılmaktadır. RER aşağıdaki formülle hesaplanabilmektedir (Mankiw, 2010: 147):

$$RER = \frac{P^f}{P^d} * ER \quad (1)$$

Burada  $P^d$ ; ev sahibi ülkedeki fiyatlar genel düzeyini,  $P^f$ ; dış (ticari partner) ülkedeki fiyatlar genel düzeyini, ER; nominal döviz kurunu (Bir birim yabancı para karşılığında alınabilen ulusal para miktarını) ifade etmektedir. Denklem (1)'de nominal döviz kurunun yükselmesi (ülke parasının değer kaybetmesi), ülke içinde fiyatlar genel düzeyinin azalması veya dış ülkede fiyatlar genel düzeyinin artması,

RER'i yükselterek ülkenin dış ticaret rekabet gücünü azaltacaktır<sup>22</sup>. Yani, RER arttığında ülkenin ihracatı azalacak, ithalatı artacaktır. Bu da, ülkede ekonomik kriz riskinde artış olduğunun önemli bir göstergesini oluşturacaktır. Bu bağlamda, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi uzun dönemde çok önemli olumsuzlukları bünyesinde barındırmaktadır. Buradaki en büyük tehlike ise ihracatın azalıp ithalatın artmasıyla birlikte dış ticaret açığı ile cari işlemler açığında meydana gelebilecek artışlardır.

### **1.3.2. M2 Para Arzı / Döviz Rezervi**

Finansal krizler noktasında dikkate alınan diğer bir gösterge de M2 para arzının, ülkenin sahip olduğu uluslararası rezervlere oranıdır. Bu oranın yüksek olması, kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkma olasılığını artırmaktadır (Azizov, 2010: 433).

Enflasyonun yüzde binli, milyonlu rakamlara ulaştığı I. ve II. Dünya Savaşları sonrasında uluslararası finansal sistemi düzene koymaya çalışan ve ülkelerin karşılıksız para basmalarını önlemeye çalışan Bretton Woods (1944) Anlaşması'na göre; ABD Doları altına, diğer ülke paraları da ABD Doları'na endekslenmiş ve ülkelere, elde edecekleri döviz kazançları kadar para basma izni verilmiştir. Her ne kadar bu anlaşma 1972 yılında sona erdirilmiş olsa da ülkelerin ulusal paralarının değerinin korunabilmesi açısından bu ölçüt, hala geçerliliğini örtük olarak korumaktadır. Ülkeler, döviz kazançlarının çok üstünde ulusal para basacak olurlarsa (M2 para arzı), ülke parasının yabancı paralar karşısında değeri hızla düşecektir; bu da dış ticarete öngörülebilirliği azaltacak, ithal mallarının fiyatlarını artırarak ülkede maliyet enflasyonuna yol açacak ve ülkenin dış borçlarının ulusal para cinsinden karşılıklarını artırdığı için dış borçların ödenebilirliğini ve sürdürülebilirliğini güçleştirecektir. Bu bağlamda, ülkelerin piyasaya arz ettikleri ulusal para miktarının,

---

<sup>22</sup> Bu nedenle TCMB yaptığı açıklamada; reel efektif döviz kuru 120-125 aralığına geldiğinde elindeki para politikası araçlarını kullanarak kura müdahale edeceğini, 125-130 aralığına yükseldiğinde daha sert müdahalede bulunacağını, 130'un üzerine çıktığında ise elindeki bütün araçlarla, çok daha sert biçimde gerekli tedbirleri alacağını ifade etmiştir (Integral Forex, 2018). Reel efektif döviz kuru; her bir ülkeyle hesaplanan reel döviz kurlarının, bu ülkelerin, ev sahibi ülkenin toplam dış ticareti içindeki payları kullanılarak ağırlıklandırılmasıyla elde edilmektedir (TCMB, 2018v: 8).

ülkenin sahip olduğu uluslararası rezervlere oranı, önemli bir göstere işlevi görmektedir (Eren ve Süslü, 2001: 663).

### 1.3.3. Cari Açık / GSYH

Sermaye hareketlerinin yoğun olduğu bir ekonomide dikkat edilmesi gereken diğer bir finansal kriz göstergesi de cari işlemler açığının GSYH'ye oranıdır. Finansal kriz yaşayan ülkelerin, kriz öncesi yakın dönemine bakıldığında, bu ülkelerde ithalat patlaması yaşandığı ve dolayısıyla da dış ticaret açıklarının arttığı görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerine ihtiyaç duyan bu tür ülkelerde, cari işlemler açığının GSYH içindeki payının %4'ü aşması durumunda, ülkenin finansal kriz açısından tehlikeli bölgeye girmiş olduğu kabul edilmektedir (Dornbusch ve Fischer, 1994; Eren ve Süslü, 2001: 662-663). Freund (2000), bu oranı %5 olarak almış ve bu eşik değerin aşılmasını bir finansal kriz sinyali olarak kabul etmiştir.

Labonte'ye (2005) göre Türkiye, Meksika, Doğu Asya Ülkeleri, Arjantin ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerde görülen yüksek cari açıklar, finansal krizler için en önemli öncü göstergedir. Cari açığın artması; borçlanmayı artırmakta, devalüasyon beklentilerini güçlendirip sermaye çıkışını hızlandırarak finansal sistemin kırılganlığını artırmakta ve dolayısıyla da kriz beklentilerinin yükselmesine neden olabilmektedir (Celasun, 2002: 21).

Türkiye ekonomisinde yaşanan 1994 ve 2001 krizleri öncesinde cari işlemler açığının önemli ölçüde arttığı bilinmektedir. 1992 yılında %0.44 olan cari açığın GSYH'ye oranı 1993 yılında 6 kat artarak %2.58 olmuştur. 1999 yılında %0.36 olan cari açık/GSYH oranı, 2000 yılında 10 kat artarak %3.63 olmuş ve sonucunda ülke, Şubat 2001'de büyük bir kriz yaşamıştır (TCMB, 2002). 2003 sonrası dönemde Türkiye'de cari açık hızla artmaya başlamış, 2007 yılında %5.47'ye, 2011 yılında %8.93'e yükselerek ülkeyi yeni krizlerin eşğine getirmiştir. Sonrasında alınan önlemlerle kısmen düşürülen ve 2018 yılı ile birlikte tekrar yükselme eğilimine giren cari açığın, yılsonunda %5'i geçmesi beklenmektedir. Bu nedenle yetkililerin bir an önce gerekli tedbirleri almalarında yarar vardır (TCMB 2018y: 39).

### **1.3.4. Bütçe Açığı / GSYH**

Kriz göstergesi olarak kabul edilen objektif büyüklüklerden biri de bütçe açıklarıdır. Bütçe açığının GSYH'ye oranı %3'ü geçen ülkelerin, iç ve dış ekonomik şoklar karşısında kırılabilirliğinin artacağı kabul edilmektedir (Turgut, 2007: 43).

1993 yılında imzalanan Maastricht Kriterleri'nde, AB'ye üye ülkelerden, Avrupa ekonomik ve parasal birliğine de girmek isteyenlerin sağlaması gereken ön koşullardan bir tanesi olarak bu koşul ortaya konulmuş ve söz konusu ülkenin parasal birliğe kabul edilebilmesi için yıllık bütçe açığının milli gelirine oranının %3'ü geçmemesi gerektiği ifade edilmiştir (Eğilmez, 2016).

### **1.3.5. CDS Primleri**

Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Sözleşmesi) kelimelerinin ilk harflerinden oluşan CDS; bir alacaklının, üçüncü bir kişiye belli bir ücret ödeyerek alacağını garantilemesi işlemine verilen addır. Bu yolla alacaklı, borçlunun iflas riskinden kurtulmaya çalışmaktadır. Ancak, bu iflas riskinden kurtulmanın belirli bir bedeli ya da maliyeti vardır. İşte bu bedele CDS primi denmektedir. CDS primi; borçlanma senedi (bono, tahvil, hisse senedi...) ihraç eden bir ülkenin, borcun, kendisine ödenememe (temerrüt) riskini diğer risklerden ayırarak yalın bir şekilde yansıtılması olgusundan dolayı, kredi riskinin ölçümünde önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir (Sadeghzadeh, 2017: 59).

2008 yılında ortaya çıkan Büyük Resesyon'dan sonra, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarının, kredi risklerini ideal bir şekilde yansıtamadıkları görüşü ağırlık kazanmaya başlayınca, CDS primlerinin alternatif olarak kullanılabilirliği gündeme gelmiştir. Bu açıdan ülke riskliliğinin bir göstergesi olan CDS primleri, ülkenin kamu ve özel sektörünün, yurtdışından finansman bulma maliyetlerindeki en önemli belirleyicilerden biri olarak kabul edilmektedir (Başarır ve Ketten, 2016). CDS gibi risk primleri artan ülkelerin yurtdışından finansman bulma maliyetleri artmakta ve dış borçlarının sürdürülebilirliği güçleşmektedir. Bu nedenle genel olarak, CDS primi artan ülkelerin muhtemel bir finansal kriz riskiyle karşı karşıya oldukları söylenebilmektedir (Kılıcı, 2017: 75).

### **1.3.6. VIX Korku Endeksi**

Piyasalardaki korkunun derecesini ölçen ve *korku endeksi* olarak da bilinen VIX<sup>23</sup> endeksi; hisse senedi ve hisse senedi opsiyonlarındaki oynaklığı baz alarak, piyasada beklenen oynaklığı öngörmek için kullanılmaktadır. Endeks, 19930 yılında CBOE (Chicago Board of Trade) tarafından oluşturulmuş ve başta ABD olmak üzere bütün dünyada takip edilen ve borsa çalışmalarında kullanılan en önemli göstergelerden biri olmuştur (Turkish Yatırım, 2014). Bu endeksteği aşırı yükselişler, ülkelerle ilgili finansal risk endişelerinin arttığına bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

### **1.3.7. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar**

Uluslararası bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ve yapılan uyarılar da finansal ve ekonomik krizler konusunda önemli ipuçları barındırmaktadır. Özellikle, Standart&Poors (ABD), Moody's (ABD), Fitch (İngiltere) ve JCR (Japonya) gibi önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları, her bir ülke ve hatta ülkelerdeki önemli banka ve şirketler için kredi notu hesaplaması yapmakta ve bu notları kamuoyuna açıklamaktadır. Bu ülkelere veya firmalara kredi verecek olan uluslararası kuruluşlar da bu kredi notlarına göre ülkelerin veya firmaların risklilik düzeyini belirlemekte ve ona göre bir faiz oranı ve teminat talep etmektedir. Dolayısıyla, ülkelerde yatırım yapmak isteyen yabancı firmalar veya diğer ekonomik karar birimleri, ülkelerin finansal risk seviyesini belirleyebilmek için söz konusu kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlara sıklıkla müracaat etmektedir (Attali, 2015: 54).

Bazı durumlarda ise uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkelerin finansal krize girme sürecini hızlandırabilmektedir. Özellikle, ülkede finansal yapının henüz yeni bozulmaya başladığı durumlarda arka arkaya açıklanan kredi notu düşürme bilgileri, piyasalarda paniği artırabilmekte ve kendi kendini

---

<sup>23</sup> Bu isim; Volatility IndeX kelimesindeki koyu harflerden oluşmaktadır.

doğuran krizler şeklinde, kriz beklentisinin krizle neticelenmesine yol açabilmektedir. Hatta, bazı durumlarda kredi derecelendirme kuruluşları, verdikleri hatalı/yanlı notlarla kendi güvenilirliklerinin sorgulanmasına yol açabilmektedir. Özellikle ABD'nin önemli şirketlerinden Enron'a, iflasından kısa bir süre önce kredi derecelendirme kuruluşlarının yüksek not vermiş olması, bu kurumları daha fazla sorgulanır hale getirmiştir (Toraman ve Yürük, 2014: 127).

### **1.3.8. MBÖNCÜ – SÜE Endeksi**

Merkez Bankası Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi (MBÖNCÜ-SÜE); Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ile Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD)'nin ortak çalışması sonucunda oluşturulmuş olup, 2002 yılından itibaren aylık olarak yayınlanmaktadır. MBÖNCÜ-SÜE endeksi, aşağıdaki göstergelerin bileşiminden oluşmaktadır (Atabek Demirhan, 2014: 4):

- Elektrik Üretim Miktarı
- Satış Miktarı ile Ağırlıklandırılmış Hazine İhalesi Faiz Oranı
- Ara Malları İthalatı
- TCMB İktisadi Yönelim Anketi – Mamul Mal Stok Miktarı ile İlgili Soru
- TCMB İktisadi Yönelim Anketi – Toplam İstihdam Miktarı ile İlgili Soru
- TCMB İktisadi Yönelim Anketi – İç Piyasadan Alınan Yeni Siparişlerin Miktarı ile İlgili Soru
- TCMB İktisadi Yönelim Anketi – İhracat Piyasalarından Alınan Yeni Sipariş Miktarı ile İlgili Soru

TCMB tarafından seçilmiş reel sektör temsilcilerine yukarıdaki sorular yöneltilmekte ve elde edilen skorlar normleştirilerek (2005=100) olacak şekilde yayınlanmaktadır. MBÖNCÜ endeksi, ekonomideki genel görünüm ve ekonominin yakın gelecekte alacağı şekil hakkında bilgiler içermekte ve ülkenin önünde kriz riski olup olmadığı konusunda ekonomik karar birimlerine fikir vermektedir.

## 1.4. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİ

Feldstein (1999: 110)'e göre finansal krizler; cari işlemler hesabı krizleri, bilanço krizleri, banka paniklerinin yol açtığı para krizleri ve bulaşma krizleri şeklinde ayrıma tabi tutulabilmektedir.

Radelet ve Sachs (1999: 3); makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal piyasalardaki balonların patlaması ve ahlaki tehlike krizleri şeklinde bir ayrıma gitmiştir.

Korkmaz ve Tay (2011: 112)'a göre özellikle yükselen ekonomilerde yaygın olarak görülen finansal kriz türleri; bankacılık, döviz (para), dış borç ve sistemik finansal krizler olarak isimlendirilmektedir.

Konu ile ilgili olarak literatür incelendiğinde, finansal kriz olgusu ile ilgili farklı sınıflandırmaların yapıldığı görülmektedir. Çalışmada ise finansal krizler; döviz (para) krizleri, bankacılık krizleri, ikiz krizler, sistemik finansal krizler ve dış borç krizleri olmak üzere beş grupta incelenmiştir.

### 1.4.1. Döviz Krizleri

Döviz krizi ya da para krizleri adı verilen bu finansal krizler; ülkelerin ulusal parasının hızlı bir şekilde değer kaybetmesi neticesinde, finansal piyasalar ve reel sektör üzerinde kalıcı etkilerin oluşması olarak tanımlanmaktadır. Döviz krizi; döviz kurunda keskin bir yükseliş olması, hükümetin devalüasyon ilan etmesiyle birlikte döviz kuru rejimini yeniden düzenlemesi, sermaye akışlarını sınırlandırması veya birkaç saat için de olsa para piyasalarını kapatması<sup>24</sup> durumlarına verilen genel addır (Burkard ve Coudert, 2000: 5).

Literatürdeki başka bir tanımlamaya göre döviz krizi; bir paranın değişim değeri üzerindeki spekülasyonun bir devalüasyonla sonuçlanması halinde ya da

---

<sup>24</sup> 23 Mayıs 2018 Çarşamba günü doların 4.70'lerden 4.92'ye çıkmasıyla birlikte Türkiye'de bu durum yaşanmış, döviz alım satımının merkezi olan Tahtakale'de bazı döviz büroları tabelalarını kapatıp işlemlerini geçici olarak durdurmuştur. Aynı günün akşamında TCMB'nin müdahalesi ile birlikte dolar tekrar 4.70 seviyesine inmiştir.



paranın değer kaybının önlenmesi için kullanılan döviz rezervlerinin büyük oranda azalması halinde ortaya çıkmaktadır (Eichengreen vd., 1997: 6-9).

Döviz krizleri; uluslararası sermayenin ülkeden hızlı ve ani bir şekilde çıkması gibi spekülasyon atakları sonucunda döviz kurlarının hızla yükselmesine karşılık merkez bankalarının ulusal paranın değerini koruyabilmek adına faiz oranlarına sık sık müdahalede bulunması sebebiyle ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerde büyük ölçekli düşmeler ve bu bağlamda, ulusal paraya olan güven kaybı olgusuyla başlayan dolarizasyon süreci ile birlikte merkez bankalarının, döviz kuru üzerindeki kontrolünü kaybetmesi sonucunda ulusal paranın %10 ile %25 arasında değer kaybı neticesinde oluşan şoklardır (Eichengreen vd.,1997: 6-11; Frankel ve Rose, 1996: 3-5).

Döviz krizleri noktasında ülkelerin uyguladıkları kur politikaları da önemli olmaktadır. Özellikle sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde, kurların uzun süre baskı altında tutulması, piyasalarda oluşacak kur stresini artıracaktır. Bu baskıya dayanamayan merkez bankalarının ve hükümetlerin gerçekleştireceği büyük oranlı devalüasyonlar, ekonomik dengeleri önemli ölçüde yerinden oynatacak ve ülkede ekonomik kriz yaşanmasına yol açabilecektir. Bu noktada serbest kur veya kontrollü serbest kur politikası uygulayan ülkeler, finansal krizlere karşı görece daha avantajlıdır. Çünkü, bu ülkelerde döviz kurları zaman içinde ekonominin gerçeklerine göre hareket ederek kendi dengesini bulacağı için, kurda, ülkeyi krize sürükleyecek boyutta ani sıçramalar çok sık görülmeyecektir (Sevim, 2012: 7).

Son dönemlerde uluslararası finans piyasaları, çok sayıda döviz krizi yaşamıştır. 1976 Meksika Krizi; 1980'lerin başlarında ve ortalarında yaşanan Arjantin, Brezilya, Meksika, Şili ve Peru Krizleri; 1992 yılında Avrupa Döviz Kuru Krizi; 1995 Meksika Krizi; 1997 yılında başlayıp Asya'nın büyük bir bölümüne yayılan Güneydoğu Asya Krizi bu grup içerisinde değerlendirilebilmektedir (Saxena ve Wong, 1999: 3).

#### **1.4.2. Bankacılık Krizleri**

Bankacılık krizleri; banka bilançolarının varlıklar kalemlerinde ortaya çıkan kalite bozulmaları, bankaların portföylerinde verimli olmayan fonların ve batık

kredilerin payının yükselmesi, varlık fiyatlarında ortaya çıkan ani dalgalanmalar, batan firma sayısındaki artışlar ve buna bağlı olarak geri ödenemeyen kredilerin artması, politik ve ekonomik koşullardaki değişimler sonucunda bankalardan mevduat sahiplerinin ani bir şekilde önemli miktarlardaki mevduatlarını geri çekmek istemeleri gibi etkenlerle ortaya çıkmaktadır. Farklı ülkelerde yaşanan bankacılık krizlerine bakıldığında, özellikle gelişmekte olan ülkelerde beliren bankacılık krizlerinin para krizlerinden önce ortaya çıktığı görülmektedir (Çeviş, 2005: 11).

Bankacılık krizleri, mevduat sahipleri ile bankaya kredi veren kişi ya da kuruluşların ve banka hissedarlarının, bankaya karşı güven kaybı yaşamaları sebebiyle fonlarını geri çekmeleri neticesinde yaşanmaktadır. Tek bir bankanın böylesi bir sıkıntı yaşaması ya da böyle bir durum ile karşı karşıya kalması, bankacılık sisteminin genel olarak sarsılmasına neden olmayabilmektedir; ancak, krize giren bankanın finansal sistem içindeki payının büyüklüğü ve bu krizin diğer bankalara da bulaşma durumu, yaşanan sıkıntının ekonomiyi ne derecede etkileyeceğini belirlemektedir (Yay vd., 2001: 140). Finansal sistem içinde önemli derecede söz sahibi olan bir bankanın, yaşıyor olduğu krizin, bütün finansal sisteme ve ekonomiye yansımaları ve bu bağlamda, sistemik krize dönüşmesi ihtimali daha yüksektir (Lestano vd., 2003: 4-5).

Caprio (1998: 17-18)'ya göre, bankacılık krizleri şu durumlarda ortaya çıkmaktadır:

- Bankaların, yükümlülüklerini yerine getiremediği için onların ertelenmesine neden olan başarısızlıkları ve iflasları durumlarında, mudilerin, mevduatlarının kendilerine ödenemeyeceği korkusuyla paniklemeleri sonucunda bir veya daha çok bankadan kaçışları (bankrupting) durumlarında,
- Hükümetlerin, banka başarısızlıklarını önlemek amacıyla kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahalede bulunduğu durumlarda,
- Geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı durumlarında.

Honohan (1997: 2-10), bankacılık krizlerinin nedenlerini üç başlık halinde incelemiştir. Bunlar:

- Genel makroekonomik bozukluklar,

- Kötü yönetim ve mikro ekonomik aksaklıklar,
- Kamunun egemen olduğu bir sistemde görülen bölgesel krizler, şeklindedir.

Bankacılık krizleri, ülkelerde, ekonomik durgunluğa ve/veya ekonomik krize, döviz kuru ve faiz oranlarında aşırı dalgalanmalara ve yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesine (bireylerin kredi borçlarını vaktinde ödeyememesine; bankaların, mudilerine, talep ettikleri ödemeleri gerçekleştirememesine) neden olabilmektedir. Bu durum, bankacılık sektöründe ve ülke ekonomisinde büyük kayıplara yol açabilmektedir (Claessens vd., 2002: 2).

Bankacılık krizinin ekonominin geneline yayılmasıyla birlikte banka kredilerinde görülen daralma, firmaların ve hanehalklarının yatırım ve tüketim harcamalarını azaltmasına ve bu bağlamda, ekonominin küçülmesine neden olabilmektedir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 81).

Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından 2002 yılında yayınlanmış olan “Fırtına’nın Gözü” adlı çalışmada bankacılık krizlerinin nedenleri; fiili ya da potansiyel banka mevduatlarının çekilmesi, bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri ve bankacılık sektörüne büyük ölçekli finansal destekler sağlanması için hükümetlerin zorlanması şeklinde ifade edilmektedir (IMF, 2002: 2-3). Ayrıca, geri ödenmeyen kredilerin artması, menkul değer piyasalarındaki dalgalanmalar ve reel sektörün küçülmesi dolayısıyla bankaların aktif yapılarının bozulması gibi bazı unsurlar da bankacılık krizlerinin temel nedenleri arasında gösterilmektedir (Frankel, 2000: 334-337; IMF WEO, 1998: 74-75).

Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontroller ve diğer finansal işlemlerdeki kısıtlamalar nedeniyle, 1950’li ve 1960’lı yıllarda bankacılık krizleri çok yaygın görülmemiştir. Ancak, özellikle 1970’li yıllardan itibaren, döviz krizleri çok daha sık aralıklarla ortaya çıkmaya başlamıştır. 1970-1990 yılları arasını kapsayan finansal krizlerle ilgili araştırmalar; 1970-1985 yılları arasında daha çok döviz krizlerinin yaşandığını, 1980’li yılların ortalarından itibaren de bankacılık krizlerinin yaşandığını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan döviz krizlerinin sayısı, gelişmiş ülkelerin iki katı kadarken, bankacılık krizlerinin sayısı iki katından da fazladır. Bu ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri, bir veya iki yıl içinde döviz (para)

krizlerine de yol açmıştır. Bazı dönemlerdeyse (özellikle 1990'larda) iki kriz de aynı yıl içinde yaşanmıştır (IMF WEO, 1998: 74-78).

Bankacılık krizlerinin maliyeti ve üretimde neden olduğu kayıplar, para krizlerindeki kadar daha fazladır. Bu maliyetin yüksekliği, hem daha fazla üretim kaybının oluşmasından, hem de finansal sektörün yeniden yapılandırılması için gerekli olan finansal desteğin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır (Frankel, 2000: 334-335).

Döviz krizleri, bankacılık krizlerini, bankacılık krizleri de döviz krizlerini derinleştirdiği için nedensellik tek yönlü olmayıp, bir kısır döngü söz konusudur. Genellikle bankacılık krizinin derinleştiği en son nokta, paranın çöküşünden sonra gelmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474).

### **1.4.3. İkiz Krizler**

Literatürde, para ve bankacılık krizlerinin, kısa dönemde birbirleri üzerinde etkili oldukları duruma "İkiz Krizler" adı verilmektedir. 1980'li yıllarda başlayan finansal liberalizasyonun bir sonucu olarak, uluslararası sermaye hareketleri serbestleşmiş ve bu bağlamda, bankacılık ve döviz krizleri arasındaki etkileşim artmış olduğu için iki kriz birlikte yaşanır hale gelmeye başlamıştır. 1982'de Şili'de, 1992'de Finlandiya ve İsveç'te ve 1997'de Güney Asya'da yaşanan krizler, bu konuya en güzel örneklerdir (Hagen ve Ho, 2004: 2).

Yapılan araştırmalara göre her iki krize de neden olan etkenler (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474):

- Dış ticaret haddinin kötüleşmesi,
- Ulusal paranın aşırı değerlenmesi,
- Yükselen kredi maliyetleri,
- İhracat azalışı gibi faktörlerdir.

Bu etkenler finansal piyasaların kırılganlığını artırmakta ve ülke ekonomilerini spekülasyon saldırılarına açık hale getirmektedir. Banka krizleri ile döviz krizlerinden

yalnızca birinin görülmesinin neticesinde oluşan etkiler ile ikiz kriz yaşanmasının ekonomik etkileri kıyaslandığında; ikiz krizlerde ekonomik yapının daha fazla yıprandığı, ekonominin kırılmalığın daha fazla arttığı ve ekonomik krizin daha da derinleştiğı görülmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 474).

#### **1.4.4. Sistemik Finansal Krizler**

Sistemik finansal krizler; döviz ve banka krizlerini de kapsamakta olup finansal sistemin, temel işlevlerini etkin olarak yerine getirebilmesine engel olan önemli bozulmalar şeklinde tanımlanmaktadır. Bu bağlamda sistemik finansal krizler, sosyal ve politik yaşamın değışken bir yapıda olmasından kaynaklanmaktadır (Fernandez R. ve L. Schumacher, 1997: 25; Feldstein, 1999: 5-6).

Sistemik finansal krizlere kaynaklık eden en önemli faktör; döviz krizleridir. Örneğın; 1980'li yılların başında Güney Amerika'da, 1990'lı yılların başında İskandinavya ülkelerinde, 1995 yılında Meksika'da ve 1997 yılında da Güneydoğı Asya'da yaşanan döviz krizleri sistemik finansal krize dönüşmüştür (Asian Policy Forum, 2000: 1). Zira, döviz kurlarında ortaya çıkan bir çöküş sonucunda banka denetimlerinin artırılıp literatürde önerilen diğere tedbirlerin alınması durumlarında bile, yurtiçi bilançolar zayıflayabilmekte ve dolayısıyla da sistematik bir finansal kriz yaşanabilmektedir. Bu durum; krizlerin bulaşma (yayılma) etkisi özelliğinin ya da uluslararası yatırımcıların küresel finansal piyasalardaki önemli bir bozulma karşısında yeniden pozisyon almalarının bir sonucu olarak, ülkeden önemli miktarda sermaye çıkışları yaşanmasına neden olabilmekte ve ardından o ülkeyi, sistemik finansal krizlerle karşı karşıya getirebilmektedir (Asian Policy Forum, 2000: 11).

#### **1.4.5. Dış Borç Krizleri**

Dış borç krizi; bir ülkenin, karşılaştığı dış ödeme sorunları nedeniyle kamu kesimine veya özel sektöre ait dış borçlarının anapara ve/veya faizlerini ödeyemeyeceğini (moratoryum) ilan etmesi durumudur (IMF WEO, 1998: 75). Rusya'nın 1998'de, Arjantin'in 2002 ve 2014'te yaşadığı durum buna güzel birer örnektir.

Borç almış olan ülkenin borçlarını ödeyemediği ya da borç verenlerin, borçların geri ödenmemesi olasılığını göz önünde bulundurarak yeni krediler vermediği ve bilakis mevcut kredilerini geri almaya çabaladıkları durumlarda, borçlu ülke üzerinde yaptırımlar uygulanmaya başlanmakta ve bu durum, kaçınılmaz olarak borçlu ülkenin durumunun daha da kötüleşmesine neden olmaktadır. Borçlu ülke üzerinde yaptırımların uygulanmaya başlanması ayrıca, iç unsurların da finansal sistem üzerinde baskı yaratmaya başlamasına neden olmakta ve borçlu olan ülkenin durumu daha da kontrol edilemez hale gelmektedir (IMF, 2002: 6; Lestano vd., 2003: 5-6).

Literatürde, kriz türleri ile ilgili yukarıda anlatılan farklı yaklaşımlar genel olarak göstermektedir ki, birçok farklı ayırım ile karşılaşılsa da tüm finansal kriz türleri; finansal varlık fiyatlarında, döviz kurunda, kredi piyasalarında ve reel ekonomide önemli dalgalanmalara ve bu bağlamda, sürdürülemez ekonomik dengesizliklere yol açabilmektedir (Kibritçiöglü, 2001: 174).

## **1.5. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ**

Finansal krizleri açıklamaya yönelik çok sayıda model geliştirilmiş olmakla birlikte, bu modellerden hiçbiri bütün finansal krizleri açıklayabilecek güçte değildir. Literatürde yer alan kriz modelleri sınıflandırılırken genellikle tarih sıralaması ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda 1970’lerde ve 1980’lerin başında Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizleri açıklayabilmek için ‘‘Birinci Nesil Kriz Modelleri’’ ortaya atılmıştır. Fakat bu model; 1982 Şili, 1992 Avrupa, 1994 Meksika, 1997 Asya ve 1998 Rusya Finansal Krizleri’ni açıklamakta yetersiz kaldığı için ‘‘İkinci Nesil Kriz Modelleri’’ geliştirilmiştir. Ancak bu modeller de, Büyük Resesyon’u açıklamakta yetersiz kalmış ve araştırmacılar bu sebeple ‘‘Üçüncü Nesil Kriz Modelleri’’ni geliştirmiştir. Günümüzde ise ekonomistler, ‘‘Dışsal Faktörlere Vurgu Yapan Modeller’’ üzerinde çalışmaktadır (Durmuş, 2010: 32-33).

Tüm bu gelişmelere rağmen, finansal kriz modellerinin her biri krizlerin farklı bir boyutuna dikkat çektiği için literatürdeki yerini kaybetmemekte, gelmesi muhtemel yeni krizler için ekonomi yönetimlerine ışık tutmaya devam etmektedir.

### **1.5.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri**

1970'lerde bazı Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen krizleri ve bu krizlere neden olan temel etmenleri inceleyen Krugman (1979) ve onun değerlendirmelerini genişletilmiş bir bakış açısı ile ele alan Flood ve Garber (1984), Spekülatif Atak Modelleri ya da Kanonik Para Krizi Modeli de denilen Birinci Nesil Kriz Modelleri'ni geliştirerek finansal krizlere farklı bir çerçeveden bakılmasını sağlamışlardır (Dabrowski, 2002: 17).

Krugman (1979) ile Flood ve Garber (1984) tarafından temelleri atılan bu modeller, krizi tetikleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve finansal krizleri makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğuna, yani sürdürülemez oluşuna bağlamaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 10). Birinci nesil modellere göre; bütçe açıklarını kapatmak amacıyla kontrolsüz bir şekilde yapılan para basımı, para arzını artırarak faizlerin düşmesine ve bu bağlamda, kredi talebinin artmasına neden olacaktır. Yurtiçi kredi hacmi arttığı için, elinde fazla miktarda ulusal para bulunan ekonomik aktörlerin artan enflasyonla birlikte döviz talebi artacak ve dolayısıyla dövizde spekülatif hareketler yaşanacaktır. Sabit kur rejimini korumak isteyen merkez bankaları da piyasaya döviz satmaya başlayacağı için uluslararası rezervlerde yavaş fakat kalıcı bir şekilde azalma görülecektir. Merkez bankalarının döviz rezervlerinin azalması ise spekülatörlerin ve manipülatörlerin cesaretini daha fazla artıracak ve ülkeyi, bir döviz kriziyle karşı karşıya getirebilecektir (Kaminsky vd., 1998: 4).

Meksika (1973-1982) ve Arjantin (1978-1981) döviz (para) krizlerinin temelini oluşturduğu birinci nesil modeller, 1990'lı yıllara kadar finansal krizleri açıklamakta başarılı olmuşlardır. Ancak, daha sonraları bazı krizleri açıklamakta yetersiz kaldıkları için, başka modeller üzerinde çalışmalar yapılmıştır.

### **1.5.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri**

İkinci Nesil Kriz Modelleri (Kendini Doğrulayan/Kendini Besleyen Modeller) adı verilen teori, 1992-1993 Avrupa Para Krizi'nin ve 1995 Meksika Krizi'nin birinci

nesil modellerce açıklanamaması sonucu, Obsfeld'in 1986, 1994, 1996 tarihli makalelerinde ortaya koyduğu çoklu denge modelleridir<sup>25</sup>(Hattori, 2001: 5).

1992-1993 döneminde yaşanan Avrupa Para Krizi'nin ardından gündeme gelen bu modellerde, para krizini meydana getiren faktör; ekonomi çevrelerinde makroekonomik politikaların sürdürülebilirliğiyle ilgili beklentilerde meydana gelen ani değişimlerdir (Drazen, 2000: 49).

İkinci nesil modellere göre kriz, üç nedenle ortaya çıkmaktadır (Eichengreen ve Jeanne, 2000: 8):

1) *Kendi Kendini Besleyen Beklentiler*: Lucas (1976)'da da ifade edildiği üzere; ekonomik karar birimlerinin ekonominin geleceğiyle ilgili beklentileri, ekonomik olaylar üzerinde önemli rol oynamaktadır. Beklentinin iyimser ya da kötümser olması önemli değildir. Önemli olan bu beklentilerin ekonomik olaylara etki edeceğinin bilinmesi ve buna göre tedbirler alınmasıdır. Eğer bir konuda ekonomik aktörlerde (hanehalkı, firmalar, hükümet ve dış âlem) güçlü bir olumsuz beklenti söz konusu ise ekonominin dengeleri bu olumsuzluk yönünde değişmeye başlayacaktır. Literatürde buna kendi kendini besleyen kriz adı verilmektedir.

2) *Sürü Davranışı*: Sürü psikolojisi denilen olgu, bandwagon<sup>26</sup> etkisine benzemektedir. Bütün iktisadi birimler, aynı anda bütün bilgilere sahip olamayacağı için piyasadaki en önemli aktörlerin davranışlarını izleyip ona göre pozisyon alma eğilimine girecektir. Örneğin; önemli bir spekülâtör, portföyünde bir değişiklik yapma yolunu seçtiğinde, diğer yatırımcılar da bu spekülâtörün, kendilerinin bilmediği bir bilgiye sahip olabileceğini ve bu nedenle bu davranışı sergilediğini düşünüp, aynı işlemleri yapmaya başlayabilmektedirler<sup>27</sup>. Belirli bir süre sonra bu davranışlar,

---

<sup>25</sup> Çoklu denge varsayımına göre, koşullar aynı iken beklentilerdeki değişmelerle birlikte, ekonomide bir dengeden diğerine geçilebilmektedir.

<sup>26</sup> Karar vericilerin, diğer ekonomik birimlerin de aynı yönde karar vereceğini hesaba katarak davranmasıdır. Tren vagonlarının birbirini takip etmesinden gelen bu kavram, Türkçe'deki "sürü psikolojisi" ile benzer anlama gelmektedir.

<sup>27</sup> Hatta Vadeli İşlem Borsası (VİOP)'nda bunun uygulaması da bulunmakta olup, Meta Trader'de işlem yaparken, önemli yatırımcıların davranışlarını sizin portföyünüze otomatik olarak uyarlayabilen bir seçenek bulunmaktadır.



katlanarak devam edebilmekte ve ekonominin genel dengelerini etkileyebilecek boyutlara ulaşp ekonomik krizlere yol açabilmektedir.

3) *Bulaşıcılık*: Ülkeler arasında ekonomik ve siyasi alanlarda imzalanan antlaşma ve entegrasyonların, yoğun ticari ilişkilerin, iletişimde ve ulaşım araçlarında görülen gelişmelerin bir sonucu olarak küreselleşen finans piyasaları sebebiyle bir ülkede başlayan finansal istikrarsızlık, yaşanan ekonomik veya siyasi bir şok, diğer ülkelere de çok kısa bir sürede yayılabilmektedir. Bu durum, krizlerin bulaşıcılığı argümanını ön plana çıkarmıştır (Babic ve Zigman, 2001: 4; Pesenti ve Tille, 2000: 5-6). Örneğin; 15 Eylül 2008'de ABD'de patlak veren Büyük Resesyon, bu ülkede şubesi bulunan Avrupa bankaları ve Avrupa ülkelerinde şubesi bulunan ABD bankaları aracılığıyla anında Avrupa ülkelerini de etkisi altına almıştır. Sonra ABD ve Avrupa ülkeleriyle olan yoğun dış ticareti sebebiyle Türkiye ekonomisini etkilemiştir. ABD ve Avrupa ülkeleriyle olan ekonomik ilişkilerinin derecesine göre de bütün ülkelere bulaşmıştır.

İkinci nesil kriz modellerinin üç temel bileşeni bulunmaktadır: Bunlar; hükümetin sabit kur rejiminden vazgeçmesi, hükümetin sabit kur rejimini savunması ve sabit kur rejimini koruma maliyetinin, bundan elde edilecek faydaları aştığına olan inancın yaygınlaşması şeklindedir. Bu modellerdeki temel mantık, belirtilen üç bileşenin etrafında şekillenmektedir (Krugman, 2000: 4-5). Neticede, hükümet de sabit kuru korumanın maliyetiyle faydasını karşılaştırarak bir karar vermektedir. Bu modellerde, ekonomide sabit kur rejimini devam ettirecek kadar rezerv olsa bile bir spekülative atağın olabileceği, kur rejiminin değişebileceği ve sonuçta da krizlerin oluşabileceği öngörülmektedir (Dornbusch, 1987: 72). Bu noktada hükümetlerin tercihi; kuru korumaktansa ekonomik büyümeyi artırmak ve işsizliği azaltmak şeklinde ise, dalgalı kur rejimine geçilebilecektir (Obstfeld, 1996: 1038-1040).

Model, çoklu denge üzerine kurulu olduğu için, karar alıcılar, beklentilerine göre hangi dengenin gerçekleşeceğini belirlerler. Hükümetler ya sabit kurdan vazgeçecekler ya da onu koruyacaklardır. Uluslararası ticaret ve yatırımların işleyişini kolaylaştırmak ve enflasyonla mücadelede kredibilite sağlamak için hükümetler kurları sabit tutmak isterler. Ancak, devalüasyon beklentisi arttıkça, sabit kur rejimini devam ettirebilmek için daha fazla maliyete katlanmak gerekecektir. Döviz kurlarını

korumanın maliyeti, daha yüksek faiz oranları ve işsizlik oranlarındaki artıştır. Bu maliyetler daha sonra yatırımcıların, döviz kurlarının sabit tutulamayacağı beklentisine yol açabilmektedir (Komulainen, 1999: 18). Sabit döviz kuru rejimini sürdürmenin faydası, maliyetinden fazla olduğu sürece hükümetler kuru sabit tutmaya devam ederler. Ancak, tersi olur da maliyeti faydasından fazla olursa, karar alıcılar için kuru sabit tutmaktan vazgeçmek daha rasyonel bir davranış olacaktır.

Obstfeld (1994) tarafından açıklanan ikinci nesil finansal kriz modelleri, ekonomik krizleri; sabit döviz kuru rejimine bağlılık ile genişletici para politikası uygulaması olguları arasında yaşanan çatışmanın, yatırımcıların devletin döviz kurlarını dalgalanmaya bırakacağı yönünde duyduğu endişenin ve faiz oranları üzerinde yarattığı baskının bir sonucu olarak görmektedir. Sonuç olarak, ikinci nesil modellerin, küresel finansal piyasaların yapısına daha iyi uyduğu görülmekle beraber, analizin temel taşını oluşturan güven kaybının ve beklentilerdeki kaymanın nedenleri konusunda yetersiz kaldığı zamanla ortaya çıkmıştır.

### **1.5.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri**

1994-1995 Meksika ve 1997 Asya Krizleri'nin daha önceki kriz modelleri ile açıklanamaması sonucunda “Üçüncü Nesil Modeller (Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli)” geliştirilmiştir. Birinci ve ikincil nesil finansal kriz modellerinde çizilen çerçeveye, 1997-1998 Güney Asya ülkelerinde yaşanan krizler arasında güçlü bir bağlantı kurulamamıştır. Bu bağlamda, hem yaşanan bu krizleri anlamak, hem de gelecekte yaşanabilecek benzer krizlere karşı uyarılarda bulunmak amacıyla üçüncü nesil bir kriz modeline ihtiyaç duyulmuştur (Krugman, 1999: 461).

Krugman (1998)'in “ahlaki risk yaklaşımı” ve Sachs (1998)'in “finansal atak yaklaşımı”, 1997-1998 Asya Krizi'ni açıklamaya yönelik olup üçüncü nesil kriz modellerinin altyapısını oluşturmaktadır. Üçüncü nesil kriz modellerinin temelini ise “yayımla etkisi” oluşturmaktadır. Krizlerin yayılmasında, ülkeler arasında güçlü ekonomik ve siyasi bağların olması büyük rol oynamaktadır (Danışoğlu, 2007: 5-6). Günümüzde, Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkelere birinde yaşanan ekonomik sorun (Örneğin; Yunanistan), diğer üyeleri de yakından etkileyebilmektedir. 2008'de ABD'de başlayıp Avrupa ve tüm dünya ülkelerine yayılan Büyük Resesyon'dan

Türkiye'nin etkilenmesinin nedeni, kriz öncesi dönemde ihracatının yaklaşık %65'ini Avrupa ve ABD'ye gerçekleştiriyor olmasıdır. Bu ülkelerde yaşanan bir pazar daralması; Türk firmalarının ürettikleri malların ellerinde kalmasına, stokların şişmesine ve nihayetinde üretime ara verilmesine, ardından da işçi çıkarmalara yol açabilmektedir (Fratzscher, 2002: 2-4).

Üçüncü nesil kriz modelleri; finansal piyasalardaki eksiklikleri temel etken olarak görmektedir. Bu modeller, tipik olarak iki bozulmadan birine dayanmaktadır. Bunlardan *ilki*; özel sektör borçlanmalarına getirilen devlet garantilerinin varlığı şeklindeki kötü politikalar, *ikincisi* de ahlaki risk ve asimetrik bilgi nedeniyle kredi sözleşmelerinin gereklerinin yerine getirilememesidir (Schneider ve Tornell, 2000: 2).

Finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların veya krizin, bir başka ülkede makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğinden hareket eden bu modellerde, hükümetlerin ahlaki tehlikeye yol açan politikaları (özellikle finansal güvenlik ağları), krizi yaratan temel faktör olarak ele alınmıştır (Masson, 1998: 2). Ahlaki riskin yönlendirdiği borçlanma, yatırımlara bir tür gizli yardım sağlar. Alınan borçların verimli olmayan yatırımlara yönlendirilmesi, hükümet garantisi altında olan sermaye kayıplarına neden olacaktır. Negatif bir dışsal şok; kayıpları daha da artıracak, ekonomide ciddi daralmaya, geri dönmeyen kredilere, banka iflaslarına ve sermaye kaçışlarına neden olacaktır. Bu modele göre, problemlerin esas kaynağı bankacılık sektöründe gizlidir. Özellikle bankaların riskli projeleri fonlaması ile genişleyen kredi hacmi, finansal varlıkların fiyatlarını yükseltir ve finansal sistemin nominal olarak aşırı derecede büyümesine neden olur. Finansal balonun patlamasıyla da bu süreç tersine döner ve varlık fiyatları düşerken, bankaların toplam krediler içinde geri ödenmeyen kredilerinin payı artar. Sonuç olarak, ödemeler sistemi kilitlenir ve bankacılık krizleri oluşur. Bankacılık krizleri ise finansal krizleri beraberinde getirir (Krugman, 1998: 3-4).

Güney Doğu Asya'da özel sektör, devlet garantisi varsayımı doğrultusunda, yatırımlar için dış borç kullanmaya başlamış ve bu durum, üstü kapalı bir şekilde de olsa sigorta işlevi gördüğünden, yatırımlar olması gerekenden daha fazla artar hale gelmiştir. Sürekli yatırım yapılması karşısında finans kuruluşları, Merkez Bankası'nın

rezervlerini yeterli gördüğünden, özel sektöre borç vermeye devam etmiştir (Bulutoğlu, 2002: 187). Ancak, Merkez Bankası rezervleri sınırlı olduğundan, borçların karşılanamayacağı görülmeye başlanmış ve sonucunda da finans kuruluşları, artık borç veremez hale gelmişlerdir. Sonucunda da finansal kriz oluşmuştur.

Bu modellerde, finansal krizler ile finansal sektör ilişkilendirilmekte ve krizlerin, temelde bankacılık sisteminden kaynaklandığı belirtilmektedir. Hâlbuki hem birinci nesil hem de ikinci nesil kriz modelleri, böyle bir ilişkilendirmeyi yapmamıştır (Kaminsky ve Reinhart, 1998: 1).

## 1.6. FİNANSAL KRİZLER VE ÜLKE DENEYİMLERİ

Çalışmada, 1990 sonrası dönemde yaşanan başlıca finansal krizlerden bahsedilmiştir. Bu krizler aşağıda sıralanmıştır (Carstens, 2004: 4-6):

- 1992-1993'te, Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması'nda (ERM<sup>28</sup>) yaşanan krizler,
- 1994-1995'te Meksika Krizi ve ardından ortaya çıkan Tekila Etkisi,
- 1994'te Türkiye'de yaşanan Para ve Bankacılık Krizi,
- 1997-1998'de Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya'da başlayıp, etkileri önce diğer Asya ülkelerine daha sonra diğer ülkelere yayılan finansal kriz,
- 1998'de Doğu Asya Krizi'ne paralel olarak 1998 yılında Rusya'da ve Brezilya'da yaşanan krizler,
- Kasım 2000 ve Şubat 2001'de Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizleri,
- 2001 yılında Arjantin'de başlayıp, derin bir ekonomik ve toplumsal çöküşe yol açan ve etkileri uzun süre devam eden finansal kriz,
- 2008'de yaşanan Büyük Resesyon.

---

<sup>28</sup> ERM (Exchange Rate Mechanism-Döviz Kuru Mekanizması)

Bu krizlerin her birinin kendine özgü özellikleri olmakla birlikte ERM Krizi hariç diğer bütün krizlerde; sabit döviz kuru sistemleri, yoğun sermaye girişleri ya da çıkışları ve makroekonomik göstergelerdeki bozukluklar belirleyici rol oynamıştır. Ayrıca, krizlerin öngörülemediği bilinmekle beraber yurtdışı finansal ve finansal olmayan sektörlerin, uluslararası yatırımcıların ve bankalarla hükümetler arasındaki karşılıklı karmaşık ilişkilerin krizlerde önemli rol oynadıkları da bir gerçektir (Walters, 1997: 17).

Yaşanan ekonomik krizler bazı yönlerden birbirinden ayrılmaktadır. Örneğin, Doğu Asya Krizi ile Latin Amerika ülkelerinde görülen krizlerin nedenleri birbirinden farklıdır (Fratzscher, 2002: 7-8). Kregel (2000: 12), Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizlerin temel nedenini aşırı bütçe açıkları ve ödemeler bilançosu sorunları olarak nitelendirirken, Doğu Asya Krizi'nin nedenini kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinde görmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin bol olduğu dönemde Doğu Asya ülkelerinde bankacılık sisteminde aşırı kredi artışı yaşanmış, bekleyişlerin tersine dönmesiyle birlikte de borç-deflasyon süreci yaşanmaya başlanmıştır. Latin Amerika ülkelerinde ise kamu borç stokları çevrilemez hale gelmiş ve bu durum, ülkeleri krize sürüklemiştir.

Parasal dengesizlik, Meksika ve Doğu Asya krizlerinde ana rol oynamıştır (Rajan ve Sugema, 2000: 124-127). 1990'lı yıllarda sanayileşmiş ülkelerdeki enflasyon oranları %2-3 seviyelerine düşerken, mali açıklar da azalmıştır. Özellikle Avrupa ve Japonya'da faiz oranları çok büyük oranda gerilemiştir. Yüksek getiri isteyen yatırımcılar, sermaye piyasalarını yabancılara açmaya başlayan, hızlı büyüme gösteren, enflasyon oranları ılımlı ve mali durumları çok kötü olmayan gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir (Felmingham ve Short 2003: 599-601). Özellikle Latin Amerika ve Güney Asya ülkeleri 1990'lı yılların başında önemli miktarda yabancı sermaye girişi ile karşı karşıya kalmıştır. 1985-1989 dönemi boyunca Latin Amerika ülkelerine akan yabancı sermaye, ortalama yıllık 11 milyar dolardan 1992-1994 döneminde 60 milyar dolara çıkmıştır. Diğer yandan Asya'da, 1985-1989 dönemindeki yıllık yabancı sermaye girişi, ortalama 20 milyar dolardan 1992-1994'te yıllık 50 milyar dolara yükselmiştir (Silva vd., 2000: 196-199).

Doğu Asya Finansal Krizi'nde, özel sektör bilançolarında yaşanan bozulmaların büyük rolü vardır. Bu bağlamda; Türkiye (1994), Rusya (1998) ve Brezilya (1999) krizlerinin aksine birçok Asya ülkesinde mali pozisyon sağlamdı ve kamu sektörü borcu düşük düzeylerdeydi. Üstelik cari işlemler açıklarının nedeni, Meksika'da 1994'te olduğu gibi aşırı tüketim değil, sürdürülemez bir yatırım patlamasıydı (IMF, 2002: 7). Doğu Asya Finansal Krizi bir finansman kriziydi. Bu krizin temelinde yatan sebepler; zamanlaması kötü finansal sektör liberalizasyonu, zayıf idare ve özel sermaye akımlarını yönetmede yapılan politik hatalar idi. Hükümetler büyük yatırım projeleri için kısa vadeli borçlanmalara gitmişlerdir. Doğu Asya ülkeleriyle ilgili olarak yabancı alacaklıların paniklemesi ve verdikleri kredilerin vadesini uzatmayı reddetmeleri, krizin başlamasına neden olmuştur (Chang ve Velasco, 2000: 16-19).

1997-1998 döneminde bir yanda Doğu Asya Krizi'nin şoku yaşanırken, Ağustos 1998'de Rusya finansal krizle karşı karşıya kalmış ve ruble %70'e yakın devalüe edilmiştir (Abay, 2015). Chiodo ve Owyang (2002: 13-15)'a göre, Rusya'nın 1998'de yaşadığı krizi tetikleyen en önemli unsurlar; sabit döviz kuru, mali açık, borç para politikası ve olası iflas beklentileridir. Kriz öncesi dönemde, Rusya'nın yüksek kamu borcu ve mali açığı söz konusudur ve sabit kur sistemi altında mali açığını senyoraj yoluyla kapatması mümkün değildir. Mali açık ve artan faiz oranları, döviz kuru üzerinde baskı oluşturmuştur.

1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin çoğunda yayılma etkisi görülmüştür. ERM Krizi sırasında; İtalyan Lirası, İngiliz Sterlini ve Finlandiya Markkası dalgalandığında, Fransız Frangı, İrlanda Poundu ve İsveç Kronu spekülasyon baskı altında kalmıştır. Meksika'nın Aralık 1999'da Pesoyu devalüe etmesi Arjantin, Brezilya hatta bir ölçüde Filipinler üzerinde spekülasyon baskı yaratmıştır (Tekila Etkisi). En yoğun yayılma etkisi, şüphesiz Asya'da yaşanmıştır. Tayland'daki kriz hızla Endonezya, Malezya ve Filipinlere, sonra da Güney Kore, Hong Kong, Singapur ve Tayvan'a yayılmıştır. Rusya da krizden önemli ölçüde etkilenmiştir (Pesenti ve Tille, 2000: 8; Tornell, 1999: 2-4).

Küreselleşme sonucu oluşan yayılma etkisinden ve ülkelerin iç dinamiklerinden kaynaklanan etkilerden dolayı krizlerin kendi içinde farklılıkları

bulunmakla beraber, yaşanan krizlerin incelenmesinden de anlaşılacaktır ki, para krizi bankacılık krizine, bankacılık krizi sistemik finansal krizine veya dış borç krizine dönüşebilmektedir. 1990'lı yıllarda ve 2000'li yılların başında birçok kriz belirmesine rağmen, çalışmada sırasıyla; Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizmasında (ERM) yaşanan krizler, Meksika Krizi, Doğu Asya Krizi, 2001 Arjantin Krizi ve 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 Türkiye Krizleri incelenecektir.

### **1.6.1. Avrupa Para Sisteminin Döviz Kuru Mekanizmasında Yaşanan Krizler**

Avrupa Topluluğuna üye ülkelerden Almanya, İtalya, Fransa, İspanya, Belçika Hollanda, Lüksemburg, Danimarka ve İrlanda arasında enflasyon oranlarını yakınlaştırmak, dolayısıyla da döviz kuru istikrarını sürdürmek amacı taşıyan Avrupa Para Sistemi (The European Exchange Rate Mechanism: ERM), 13 Mart 1979 yılında hayata geçirilmiş, 1999 yılına kadar uygulamada kalmıştır. Döviz kuru istikrarının süreceğine olan inanç, bu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinden<sup>29</sup> sonra, Almanya'da yükselen faiz oranları karşısında, paralarının değerini Alman Markı'na karşı korumak isteyen ülkeler, kendi faiz oranlarını da yükseltmek zorunda kalmışlardır. Özellikle, sisteme sonradan dâhil olan ve 1987'den beri yüksek büyüme oranlarına ve yüksek enflasyona sahip olan İspanya, İngiltere ve İtalya gibi ülkelerde sıkı para politikalarının uygulanması sonucunda oluşan faiz oranları, diğer sistem üyesi ülkelerinin faiz oranlarına göre yükselmeye başlamıştır. Bu durum, para birimlerinin değerlendirilmesine ve cari işlemler açığının artmasına neden olacak büyüklükteki sermaye akımlarının bu ülkelere girişine yol açmıştır. Bahsedilen ülkelerdeki faiz oranları, Almanya'daki faiz oranından yüksek olduğu için, o dönemde Almanya'dan borçlanıp bu ülkelerde yatırım yapmak karlı

---

<sup>29</sup> Almanya'nın, Ekim 1990'da Doğu Almanya ile birleşmesinden sonra politikalarında bazı değişiklikler yaşanmıştır. Bir yandan Doğu Almanya'ya yapılan transfer harcamaları nedeniyle enflasyonist baskılar oluşup bütçe açıkları hızla artış gösterirken, diğer yandan da Doğu Almanya'da uygulamaya konulan sıkı para politikaları sürdürülmeye çalışılmıştır. Bu dönemde, Almanya'da büyüme 1989'da %3.6, 1990'da %5.7, 1991'de %5 olarak gerçekleşirken; enflasyon 1989'da %5.2'den 1992'de %8.72'ye; faiz oranları 1988'de %6.6'dan %9.2'ye yükselmiştir. Buna karşılık, o dönemde Japonya ve ABD'de ise faiz oranları %5'tir. Bu durum, ABD ve Japonya'daki sermayenin Almanya'ya kaymasına neden olmuştur. Bu bağlamda, sermaye hareketlerinin bir sonucu olarak Alman Markı, ABD Doları'na karşı 1980-1992 yılları arasında yaklaşık %30 oranında değer kazanmıştır (Solomon, 1999: 60; Bustelo, 2000: 9).

olmaktaydı. Bu bağlamda, bu ülkelere giriş yapan sermayenin yaklaşık 300 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir (Solomon, 1999: 59; Bustelo, 2000: 8-9). İlerleyen süreçte sermaye akımları, bu ülkelerin paralarını aşırı değerli hale getirip cari işlemler dengelerini daha da bozmuştur (Babic ve Zigman, 2001: 11).

Avrupa Birliği'ne girme konusunda Danimarka'da yapılan referandumun olumsuz sonuçlanması, o tarihte ERM sistemi içinde zayıf olan İtalyan, İngiliz, İsveç ve Finlandiya paralarına karşı spekülasyon saldırılarının başlamasına yol açmıştır (Babic ve Zigman, 2001: 11; Bustelo, 2000: 8). Sonuçta, İspanya Pesetası, Portekiz Escudosu ve İrlanda Puntası devalüasyona uğramıştır; İngiltere ve İtalya, Avrupa Para Sistemi (European Monetary System: EMS)'nden ayrılmak zorunda kalmışlardır. Ağustos 1993'te ise ERM'de döviz kuru dalgalanmalarının boyutu, % 4.5 ( $\pm$  % 2.25)'den % 30 ( $\pm$  % 15)'a çıkarılmıştır ki bu da, tüm döviz kuru sisteminin çöküşü anlamına gelmektedir (Bustelo, 2000: 8).

Sonuç olarak; ERM Krizi'ne yol açan sebepler şunlardır: 1) ABD ve diğer Avrupa ülkelerindeki faiz oranlarından daha yüksek olan Almanya faiz oranlarının, yabancı sermayeyi bu ülkeye çekiyor olmasına tepki olarak diğer ülkelerin de faiz artırımına gitmesi, faiz artırımını yapan bütün Avrupa ülkelerine yönelik sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Gelen bu sıcak paralar, sözkonusu olan bölge ülkelerinin ulusal paralarının aşırı değerlenmesine ve cari işlemler açıklarının artmasına neden olmuş, dolayısıyla da bu ülkeleri krizler karşısında kırılgan bir hale getirmiştir. 2) Avrupa ülkelerinde krizden önce uygulanan görece gevşek maliye politikalarının ve sıkı para politikalarının sonuçları verimli olamamıştır. Cari işlemler açıklarını finanse etmek için gerekli olan yabancı sermayeyi çekebilmek amacıyla yüksek tutulan faiz oranları, yatırım ve iş yaratmayı engellemiş, ardından da resesyona yol açmıştır. Ayrıca, paralarını Alman Markı'na bağlayan diğer Avrupa ülkelerini de, Almanya'nın bu sıkı para politikalarına ayak uydurmak zorunda bırakarak resesyona itmiştir.

Bütün bu faktörlere göre ERM Krizi; sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli ulusal paraların, finansal liberalizasyon sürecinin, çelişkili politikaların ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyon davranışlarının sonucu olarak oluşan bir para krizidir (Bustelo, 2000: 10).



## 1.6.2. Meksika Krizi (1994 – 1995)

1994 yılında Türkiye’de söz konusu olan finansal krizden yaklaşık 8 ay sonra, Meksika’da “Tesebono Krizi” olarak da bilinen ve 1995 yılını da kapsayacak olan önemli bir kriz ortaya çıkmıştır. Meksika Krizi, meydana gelme ve yayılma hızı ve çözümünün güçlüğü gibi özelliklerinden dolayı 21. yüzyılın ilk finansal krizi olmasının yanısıra, daha sonra ortaya çıkacak olan birçok başka krizin haberciliğini de yapmış olduğu için tüm dünyada detaylı bir şekilde incelenen bir krizdir (Boughton, 2000: 273-275).

1974 Petrol Krizi’nin ardından yüksek enflasyon ve ekonomik durgunluk yaşayan Meksika’da, 1988 yılından itibaren geniş kapsamlı bir ekonomik liberalizasyon programı başlatılmıştır. ABD Doları’na karşı sabitlenmiş bir kur politikası ve kamu sektöründeki açıkların azaltılabilmesi için sıkı bir para ve maliye politikası izlenmesi Meksika’da oluşturulan finansal yapılanmanın temellerini oluşturmaktaydı (Singh, 1998: 10-12). Ekonominin dışa açılmasının sağlanması, liberalizasyonun desteklenmesi, özelleştirme sürecinin hızlandırılması, devlet bankalarının özelleştirilmesi, deregülasyon (sıkı denetleme sisteminin gevşetilmesi) ve vergi reformları bu yapısal reformların temelinde yer almaktaydı. Tüm bu yapısal reformlardan sonra Meksika imajının iyileşmesiyle birlikte uluslararası piyasalardan ülkeye, çok büyük cari açıkları bile finanse etmeye yetecek miktarda sermaye gelmeye başlamıştır. Ülkeye giren fonlar, tamamıyla pozitif bir gelişme olarak nitelendirilmiş ve sermaye girişinin ölçüsü hiç bir şekilde endişe konusu olmamıştır. Ancak birçok gözlemci, ulusal paranın (peso) süregelen reel değerlenmesinin, ülkenin ekonomisinin temellerine zarar vereceğine ve bu durumun bir krizle son bulacağına dair açıklamalarda bulunmuştur (Edwards, 1997: 3-8).

Ortaya konulan bu olumlu tabloya uygun olarak program, ilk yıllarında oldukça olumlu sonuçlar vermiştir. Enflasyonla mücadele çerçevesinde “döviz kuruna dayalı istikrar programı”nı 1988 yılında uygulamaya başlayan Meksika’nın o dönemlerdeki temel makroekonomik değerleri Tablo 1’de yer almaktadır.

**Tablo 1: Meksika'nın Kriz Dönemindeki Temel Makroekonomik Verileri**

	Nominal Kur	Reel Kur	Dış Ticaret Dengesi (Milyar Dolar)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)	Cari İşlemler Dengesi (% GSYH)	Enflasyon (%)	Faiz (%)	Meksika Borsa Endeksi (Yıl Sonu)	Ekonomik Büyüme (%)
1987	100	100	9	4.3	2.9	160	95	105	1.9
1988	161	130	3	-2	-1.1	114	68	211	1.2
1989	176	130	0	-5.8	-2.6	20	45	419	4.2
1990	200	138	-1	-7.5	-2.9	27	37	629	5.1
1991	213	153	-7	-14.6	-4.7	22	23	1431	4.2
1992	218	167	-16	-25.4	-6.7	16	19	1760	3.6
1993	220	178	-13	-23.4	-5.8	10	19	2602	4.1
1994	239	144	-18.5	-29.7	-7	7	16	2376	4.7
1995	453	108	7.1	-1.6	-0.6	35	45	2778	-5.8
1996	536	133	6.5	-2.3	0.7	34	31	3361	5.9
1997	559	155	0.6	-7.4	-1.9	21	19	5229	7.0
1998	698	146	-15.7	-15.7	-1.5	16	21	3959	4.7

Kaynak: World Bank (2018a).

Tablo 1'den görüldüğü üzere Meksika, 1987 yılında %160 olan enflasyonu, 1994'te %7'ye, faizleri de 1987'deki %95'ten 1994'te %16'lara kadar düşürmeyi başarmıştır. 1989-1994 yılları arasında ekonomide, yılda ortalama %4.3 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Ancak bu süre içerisinde, döviz kurunun çıpa<sup>30</sup> olarak kullanılması ve 1989 yılında kaldırılan sermaye kontrolleri<sup>31</sup> (Edwards, 1997: 10) sonrasında yaşanan yoğun sermaye girişleri<sup>32</sup> (1990-1993 arasında toplam 91 milyar dolar) nedeniyle peso, reel olarak aşırı değerlenmiş (1987-1994 arasında yaklaşık %62) ve cari işlemler dengesi giderek daha fazla açık vermeye başlamıştır. Tablodan da görüldüğü üzere, 1994 yılında cari açık milli gelirin %7'sine ulaşmıştır<sup>33</sup>. Öte yandan, uygulanan programın etkisiyle, ekonomik büyümedeki artışın (1988-1994

<sup>30</sup>“Sürünen Parite” olarak da adlandırılan bu sistemde döviz kuru, önceden açıklanmış bir bant içinde hareket ettirilerek düşük tutulur ve bu yolla enflasyon düşürülmeye çalışılır.

<sup>31</sup>Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin zamanlamasının önem taşıyıp taşımadığı, literatürde, tartışma konusu olmuştur. Sermaye hesabı liberalizasyonunun doğru bir zamanlama ile yapılmadığı takdirde, aşırı seviyelerde sermaye girişlerine ve döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açabileceği genel bir kanıdır. Buna göre, kurda gereksiz bir reel değerlenmeye sebep olmamak için, sermaye hesabında kademeli bir serbestleştirmeye gidilmelidir. Meksika, 1989 yılında, bu görüşün ve Kolombiya ile Şili'nin uygulamalarının tam tersine, sermaye kontrollerinin neredeyse tümünü kaldırmıştır (Musacchio, 2012, 6-7; Edwards, 1997: 10-12).

<sup>32</sup> 1989-1994 yılları arasında GSYH'nin %27.1'ine ulaşan uluslararası sermaye girişleri, genellikle kısa vadeli mevduat şeklindedir ve 1993 yılı itibarıyla Meksika'ya gelen yabancı sermayenin sadece %13'ü doğrudan yabancı yatırımlarından oluşmaktadır (Calvo ve Mendoza, 1996: 240-242).

<sup>33</sup> Cari işlemler açığının, milli gelirin %4 ya da %5'ini geçmesini kriz sinyali olarak gören ekonomistleri hatırlayalım. Bu konuda, tez çalışmasının 1.3.3 nolu başlığı altında yer alan bilgilere tekrar bakılabilir.

döneminde yılda ortalama %3.9) yanında, parasal ve mali disiplin de sağlanmıştır (Bustelo vd., 1999: 25-26).

Fikir verici olması ve karşılaştırma yapmaya olanak tanınması açısından bazı Latin Amerika ülkelerine ait ekonomik büyüme verileri Tablo 2’de sunulmuştur.

**Tablo 2: Latin Amerika Ülkeleri: GSYH Büyüme Oranı (1981 – 1999)**

	1981-1990	1991-1997	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Arjantin</b>	-0.8	5.5	-4.6	4.3	8.6	4.2	-3.1
<b>Brezilya</b>	1.6	2.7	4.2	3.0	3.2	0.2	1.0
<b>Meksika</b>	1.7	2.4	-6.2	5.1	7.0	4.9	3.5

**Kaynak:** World Bank (2018a)

Tablo 2’de yer alan verilere göre Meksika, 1981-1990 döneminde komşusu olan Arjantin ve Meksika’dan daha fazla büyümüşken, 1991-1997 döneminde ekonomik büyüme alanında bu ülkelerin gerisinde kalmıştır. Krizin yaşandığı 1995 yılındaki büyüme oranlarına bakıldığında; Brezilya %4.2 büyürken; Arjantin %4.6, Meksika %6.2 küçülmüştür. Krizden sonra Meksika ekonomisi hızla toparlanırken, Brezilya’nın büyüme oranları %0.2’ye kadar düşmüştür, 1997’de %8.6 gibi muhteşem bir büyüme oranı yakalayan Arjantin ise 1999’da %3.1 oranında küçülmüştür. Görüldüğü gibi o yıllarda ekonomik dalgalanma sadece Meksika’ya özgü bir durum değildir. Bu ülkelerdeki enflasyon oranları Tablo 3’te görülmektedir.

**Tablo 3: Latin Amerika Ülkeleri Enflasyon Oranı (1981 – 1999)**

	1981-1990	1991-1997	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Arjantin</b>	787.0	30.5	1.6	0.1	0.8	0.9	-1.2
<b>Brezilya</b>	605.1	900.3	22.0	9.1	7.9	3.5	4.9
<b>Meksika</b>	69.1	21.3	52.0	27.7	20.6	16.7	16.6

**Kaynak:** IMF (1999) ve Toprak (2001).

Tablo 3’te görüldüğü üzere 1981-1990 döneminde Meksika’nın enflasyon oranları, Arjantin ve Brezilya’ya göre oldukça makul düzeydedir. Söz konusu dönemde ortalama enflasyon Brezilya’da %605.1 ve Arjantin’de %787 gibi devasa boyutlardadır. 1991-1997 döneminde Arjantin ve Meksika’da enflasyon oranları önemli ölçüde düşerken, Brezilya’da bu alandaki bozulma devam etmiştir. Krizin yaşandığı 1995 yılında ise Arjantin ve Brezilya’da enflasyon oranları hızla düşerken, Meksika’da %52’ye yükselmiştir. İlerleyen dönemlerde her üç ülkede de enflasyon alanında önemli iyileşmeler yaşanmıştır. Hatta, Arjantin 1999’da %1.2’lik bir

deflasyon yaşamıştır<sup>34</sup>. Söz konusu bu ülkelerin, kriz için önemli bir gösterge olan cari işlemler dengesiyle ilgili verileri Tablo 4'te yer almaktadır.

**Tablo 4: Latin Amerika Ülkeleri: Cari İşlemler Dengesi (Cari Denge/GSYH, %)**

	1981	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Arjantin</b>	-2.8	3.7	0.2	-2.4	-2.9	-3.5	-0.9	-1.4	-3.7	-4.4
<b>Brezilya</b>	-4.6	-0.9	-0.4	1.7	-0.2	-0.2	-2.5	-3.3	-4.1	-4.5
<b>Meksika</b>	-6.5	-2.9	-4.7	-6.7	-5.8	-7.0	-0.6	0.7	-1.9	-1.5

**Kaynak:** IMF (2018c).

Tablo 4'teki verilere göre 1981'de özellikle Meksika ve Brezilya'nın önemli ölçüde cari işlemler açığı sorunu bulunmaktadır. 1990 yılına geldiğinde bu sorun azalmış olmakla birlikte, devam etmektedir. 1981'de daha düşük bir cari açık sorunu olan Arjantin, 1990 yılında cari işlemler fazlası vermektedir. 1990 yılının başından itibaren Meksika'nın cari işlemler açığı hızla artmaya başlamış ve 1994'te %7'ye ulaşmıştır. Cari açığın %4 veya %5'i aşmasının tehlikeli görüldüğü gerçeği (Dornbusch ve Fischer, 1994; Freund, 2000; Eren ve Süslü, 2001: 662-663; Labonte, 2005) de göz önüne alındığında söz konusu %7'nin ne kadar tehlikeli olduğu daha net görülecektir. Nihayetinde bu açık, Meksika'nın krize girmesiyle sonuçlanmıştır. Aynı dönemde Arjantin'in cari açığı %3.5, Brezilya'nın %0.2'dir. 20-21 Aralık 1994'te Meksika Pesosu'nun %39 devalüe edilmesinin (Kozanoğlu, 2003) de etkisiyle krizi takip eden yıllarda Meksika'nın cari işlemler açığının azaldığı görülmektedir. Ancak, aynı dönemde Brezilya ve Arjantin'de cari işlemler açığı artmaya devam etmiştir.

Meksika'nın kriz öncesi finansal kırılganlığına dikkat çeken çok önemli bir gösterge ise parasal tabandaki aşırı genişlemedir. Özellikle M2 para arzının uluslararası rezervlere oranı bu konuda önemli bilgiler içermektedir. Bu konudaki veriler Tablo 5'te yer almaktadır.

<sup>34</sup> Ekonomi literatüründe enflasyon hoş görülmediği gibi deflasyon da olumlu karşılanmamaktadır. Örneğin, günümüzde Japonya'da ve Avrupa Birliği ülkelerinde gözlenen deflasyon, firmaların yatırım ve üretim yapma motivasyonlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Ekonomistler %2-3 aralığında gerçekleşen bir ılımlı enflasyonun hem ülkelerdeki fiyat istikrarına zarar vermeyeceğini, hem de ekonomik aktiviteleri canlı tutacağıni öngörmektedir (Eğilmez, 2012).

**Tablo 5: M2 / Uluslararası Rezervler: Meksika (1990 – 1996)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Meksika	5.67	4.53	5.12	4.44	12.63	4.37	4.65

**Kaynak:** Chang ve Velasco (1998).

Tablo 5’te yer alan verilerden de görüldüğü üzere 1993 yılında rezervlerin 4.44 katı olan para arzı, 1994 yılında 12.63 katına çıkartılmıştır. Bunun anlamı, Meksika’da önemli ölçüde para basıldığı ve para arzının %200 artırıldığıdır. Artan ulusal paranın dış alım gücü düşmüştür ve döviz kurları hızla yükselme eğilimine girmiştir. Neticesinde, merkez bankası, sabit kur rejimini sürdürmede zorlanmaya başlamıştır. Bu da, ülkeyi krize açık bir konuma getirmiştir.

1993 yılı sonunda Meksika’da iki temel dengesizlik dikkat çekmekteydi. Birincisi, aşırı değerlenmiş peso; ikincisi ise kısmen tasarruflardaki düşüşle açıklanan büyük miktardaki cari işlemler açığıdır. Fakat, ne paranın aşırı değerlenmesi ne de cari açık, Aralık 1994’te Meksika’da yaşanan ekonomik krizi tek başına açıklamaya yetmemiştir (Sachs vd., 1995: 4).

1994 yılında, Meksika’nın ABD ve Kanada ile imzaladığı NAFTA Serbest Ticaret Antlaşması<sup>35</sup>, ekonomik yapıda canlanmaya neden olmakla birlikte, yatırımlarından kısa sürede kâr elde etmek isteyen yeni banka sahiplerinin kredi miktarlarını hızla artırmaya yönelik politikalar izlemesine yol açmıştır. Bu bağlamda, 1994 yılında Meksika’da, tüketiciler artık, bankalardan çok kolay kredi alabilmekteydiler ve onlara, ticari işlemlerde düşük faizli kredi alma imkânı tanınabilmekteydi. Bu durum, özel sektöre verilen kredilerin, 1988 yılından 1994 yılına kadar yaklaşık 5 kat artmasını sağlamış ve toplam kredilerin payının 1990

<sup>35</sup> 1980’lerin ortalarından itibaren izlenmeye başlanan ticaret serbestisi sürecinin etkisiyle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) önderliğinde Kanada ve Meksika’nın da katılımıyla 1 Ocak 1994 yılında Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement: NAFTA) imzalanmıştır. Dünya ticaretini serbestleştirme çabalarının yoğunluk kazandığı bu dönemde ekonomik anlamda en korumacı devletlerden biri olan Meksika ekonomisi için ekonominin liberalleşmesine yönelik reformlar zorunlu hale gelmiş ve yapılan çalışmalar bu ülkeyi dünyanın en açık devletlerinden biri haline getirmiştir. NAFTA’nın yürürlüğe girmesinden sonra Meksika ekonomisi önemli ölçüde büyüme kaydetmiştir.

yılında GSYH'nin %10'u iken, 1994 yılında %43'ü olmasına neden olmuştur<sup>36</sup>(Mishkin, 1996: 5-6).

Meksika'da 1994 yılında yaşanan yurtiçi kredi hacminde yaşanan genişlemeye ek olarak, yetkililer sermaye çıkışına bir tepki olarak ABD Doları cinsinden bono ihracı gerçekleştirmişlerdir. Büyük miktarda Peso cinsinden kağıtlar (cetes), ABD Doları cinsinden kısa vadeli kağıtlara (tesobonos) dönüştürülmüş<sup>37</sup>, 1993 yılında 1.2 milyar ABD Doları olan tesobonos stoğu, 1994 Aralık ayında 29 milyar ABD Doları'na ulaşarak, Meksika Merkez Bankasının rezervlerini aşmıştır. Aralık 1994 itibarıyla devletin dış borçları, döviz rezervleriyle (12.5 milyar ABD Doları) karşılaştırıldığında, hükümetin fiilen ödeme gücünü içinde olduğunu söylemek mümkündür (Krueger ve Tornell, 1999: 11). Bu borç takasının uluslararası rezervlerde bir azalış ve kısa vadeli döviz borcunda bir artış yarattığını belirten Sachs vd. (1995), aktif-pasif arasındaki büyük vade uyumsuzluğunun ülkeyi spekülasyon ataklarına karşı kırılgan hale getirdiğini belirtmiştir. Bu durum ise Meksika'yı kendi kendini besleyen bir paniğe sürüklemiştir. O dönemde yatırımcılar hükümetin vadesinde borçlarını ödeyemeyeceği beklentisiyle ülkedeki fonlarını çekmeye başlamışlardır. Bu durumu gören diğer yatırımcılar da benzer davranışlar sergileyerek, krizi yaratmışlardır. Sachs vd. (1995: 1-3), Meksika'da yaşanan bu paniği yaratan olgunun; rezervlerdeki hızlı düşüşten kaynaklandığı fikrine karşı çıkarak, sermaye girişlerindeki azalıştan ve yurtiçi faizlerdeki yükselişi sınırlamayı amaçlayan politik tedbirlerden kaynaklandığını belirtmiştir. 19 Aralık 1994'te yapılan Peso devalüasyonu ile de borçların yeniden finansmanı neredeyse imkânsız hale gelmiştir (Sachs vd., 1995: 1-3; Ötker ve Pazarbaşıoğlu, 1996: 116-117).

19Aralık 1994'te %15 oranında yapılan devalüasyonun ardından, 22 Aralık'ta kurun dalgalanmaya bırakılmasıyla, peso bir ay içinde %39 değer kaybetmiştir. Bunun üzerine ABD Doları'na endekli bonolar çıkarmış olan Meksika hükümeti, doların aşırı yükselmesiyle birlikte çok ağır bir borç yüküyle karşı karşıya kalmıştır. Bu

---

<sup>36</sup> Daha sonra asimetrik enformasyon olgusundan dolayı, bankalar, ödünç verdikleri fonların nasıl kullanıldıklarını bilmedikleri için büyük miktarda kredi kayıpları yaşamışlardır (Mishkin, 1996: 5-6).

<sup>37</sup> 1994 yılı Mart-Ekim döneminde özel sektörün elinde bulunan yaklaşık 13 milyar dolar değerindeki "cetes", "tesobonos" ile değiştirilmiştir.

durum ithalatın pahalılaşmasına, enflasyonun yükselmesine ve yabancı sermayenin ülkeden tamamen kaçmasına yol açmıştır. Pesonun değerini yükseltebilmek ve enflasyonu azaltabilmek için hükümet, yurtiçi faiz oranlarını %80 seviyelerine kadar çıkarmak zorunda kalmıştır. Yüksek faiz oranı nedeniyle iç talep gerilemiş ve 1995 yılında ekonomi %6.2 küçülmüştür. Ancak, 1996 yılında büyüme tekrar başlamış ve %5.1'e yükselmiştir (Krugman, 2000; Sachs vd., 1995: 22-24).

Meksika Krizi kısa sürede birçok Latin Amerika ülkesine yayılmıştır. Bu sürece “Tekila Etkisi” adı verilmektedir. Krizin yansımaları en şiddetli olarak Arjantin ve Brezilya'da hissedilmiştir. ABD'deki bankalar, Meksika Krizi'nin ardından bu ülkelerdeki yatırımlarını azaltmıştır (Singh, 1998: 10-12). Meksika'da yaşanan krizden ders alınmadığı açıktır ki, yukarıda belirtilen tespitler, 1997-1998'deki Asya Krizi'nde tekrar ortaya çıkmıştır.

### 1.6.3. Doğu Asya Krizi

1990'ın başlarından itibaren hızlı bir ekonomik büyüme sürecine giren Doğu Asya ülkeleri, yabancı sermayeyi ekonominin verimli alanlarında kullanarak yurtiçi yatırımlarda, istihdamda ve dış ticarete önemli artışlar sağlamıştır ve bu bağlamda, diğer gelişmekte olan ekonomilere model olmuştur<sup>38</sup>. Ancak, *ihracata dayalı kalkınma modelini* benimseyen Doğu Asya ülkeleri, finansal sistemde aynı başarıyı gösterememiş<sup>39</sup> ve krizle karşı karşıya kalmışlardır<sup>40</sup> (Krugman ve Obstfeld, 2000: 50).

Doğu Asya ülkelerinde 1997 yılının ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan finansal kriz, önce Tayland'da başlamış<sup>41</sup>, ardından Endonezya, Malezya, Filipinler,

---

<sup>38</sup> Ekonomik büyümenin hızlandığı dönemlerde geleceğe dönük olumlu beklentiler artar; firmalar daha çok yatırım yapmaya, bunun için de daha çok borçlanmaya başlarlar. Benzer bir durum hanehalkının uzun vadeli ve yüksek bütçeli harcamalarını (konut, araba, evlilik, vb.) artırması ve bu amaçla yapacağı kredi borçlanmaları için de geçerlidir. Böyle durumlarda banka kredileri artacağı için, bankalar yeni fonlar bulabilmek için dış borçlanmaya gider (Edison, Luangaram ve Miller, 1998: 1).

<sup>39</sup> Örneğin, bankacılık sektörü ile ilgili düzenlemeleri göz önünde bulundurursak, özellikle gayrimenkul yatırımlarını finanse eden bankaların ve finans kurumlarının aldıkları riskler, devlet kontrolünde değildi (Krugman ve Obstfeld, 2000: 703).

<sup>40</sup> Krizin görüldüğü Doğu Asya ülkeleri; Endonezya, Malezya, Güney Kore, Filipinler ve Tayland'tır.

<sup>41</sup> Kriz, Temmuz 1997'de Tayland Bahtı'nın %40 oranında devalüe edilmesinin ardından Tayland borsasında yaşanan hızlı düşüşle birlikte başlamıştır.

Güney Kore ve Japonya'ya sıçramıştır. Kriz öncesi dönemde Doğu Asya ülkeleri, dengeli bütçe yapılarına ve uygun makroekonomik göstergelere sahiptiler. Üstelik sabit kur politikası izledikleri için para piyasalarındaki risk oranları da çok düşük seviyelerdedir. Ancak, daha sonra her şey tersine dönmüş ve kriz ortamının nedenleri oluşmaya başlamıştır. Doğu Asya Ekonomik Krizi'nin nedenleri arasında; sabit kur politikasının uygulanıyor olması, yabancı sermaye girişi nedeniyle reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi sonucunda cari işlemler açığının artması, yabancı yatırımcıların beklenmedik panikleri, hükümet garantisi<sup>42</sup> ile yapılan aşırı borçlanma, zayıf bankacılık ve riskli yatırımlara yönelme gibi faktörler sıralanabilmektedir (Glick vd., 2001: 9-13).

Bütçe açığı ve enflasyon gibi temel makroekonomik dengesizliklerin Doğu Asya ülkelerinde önemli bir oranda görülmemesi, sorunun temelini finansal sistemde olduğunu açıkça göstermektedir. Söz konusu ülkelerin bütçe açıkları genelde düşüktür, hatta belli yıllarda bütçe fazlası verilmektedir. Parasal taban genişleme hızı Endonezya'da biraz yüksek, diğer ülkelerde %20 civarında istikrarlı bir yapıdadır. Banka kredilerinin milli gelir içindeki payı Filipinler'de düşük, diğer ülkelerde yüksektir. 1997 yılına gelindiğinde ülkelerin cari açığı artmaya ve kredi hacmi yükselmeye başlamıştır. Öyle ki Tayland'da banka kredileri, milli gelirin üzerine çıkmıştır. Bu durum, söz konusu ülkeleri finansal krizler karşısında kırılgan bir hale getirmiştir.

Doğu Asya ülkelerine ait temel makroekonomik veriler aşağıdaki Tablo 6'da yer almaktadır.

---

<sup>42</sup> Burnside (2000: 45)'e göre, Kore ve Tayland'daki para krizlerinin temel nedeni, hükümetlerin finans sektörüne verdikleri garantilerdir. Birçok finans kurumu, verilen garantiye güvenerek aktif ve yükümlülüklerinde bir koruma gerçekleştirmemiştir; bu yüzden de, para krizleri başlangıçtaki bankacılık krizlerini ağırlaştırmış ve beraberinde maliyeti yükseltmiştir.



**Tablo 6: Asya-5 Ülkelerine Ait Temel Makroekonomik Göstergeler (1990 – 1998)**

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ENDONEZYA	Büyüme Oranı	9.0	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	8.0	4.6	-13.6
	Enflasyon	7.8	9.4	7.5	9.7	8.5	9.4	7.9	6.6	60.7
	Cari Açık	-2.8	-3.4	-2.2	-1.5	-1.7	-3.3	-3.2	-3.0	-0.1
	Bütçe Açığı	1.3	0.04	-1.1	-0.7	0.01	0.8	1.1	-0.6	-4.4
	M2 Artış Oranı	29.7	24.6	22.6	21.1	21.8	26.7	27.0	27.4	61.7
	Krediler/GSYH	46.1	45.8	45.5	48.9	51.9	53.5	55.4	61.0	51.6
GÜNEY KORE	Büyüme Oranı	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5	-5.5
	Enflasyon	8.6	9.3	6.2	4.8	6.3	4.5	4.9	4.4	7.5
	Cari Açık	-0.8	-2.8	-1.3	0.3	-1.0	-1.9	-4.7	-1.8	13.1
	Bütçe Açığı	-0.7	-1.6	-0.4	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	-3.7
	M2 Artış Oranı	17.2	21.9	14.9	16.6	18.7	15.6	15.8	14.1	25.2
	Krediler/GSYH	52.5	52.8	53.3	54.2	56.8	57.0	61.8	69.8	73.6
MALEZYA	Büyüme Oranı	9.6	8.6	7.8	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	-7.5
	Enflasyon	2.8	2.6	4.7	3.5	3.7	3.4	3.5	2.7	5.3
	Cari Açık	-2.1	-8.8	-3.8	-4.8	-7.8	-10.0	-4.9	-5.1	12.3
	Bütçe Açığı	-3.1	-2.5	0.1	0.5	1.4	1.3	1.07	2.5	-1.9
	M2 Artış Oranı	18.2	24.4	18.1	23.8	15.8	18.2	23.7	9.6	1.3
	Krediler/GSYH	71.4	75.3	74.3	74.1	74.6	84.8	89.8	100.4	108.7
FİLİPİNLER	Büyüme Oranı	3.0	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.7	5.8	5.2	-0.5
	Enflasyon	14.1	18.7	9.0	7.6	9.1	8.1	8.4	6.0	9.7
	Cari Açık	-5.8	-1.9	-1.6	-5.5	-4.6	-4.3	-4.4	-5.1	1.8
	Bütçe Açığı	-3.8	-2.4	-1.3	-1.6	-1.7	-1.3	-0.6	-0.7	-2.6
	M2 Artış Oranı	15.5	15.5	11.0	24.6	26.5	25.3	15.8	20.9	7.4
	Krediler/GSYH	20.5	18.9	21.5	27.2	30.0	38.2	50.0	57.6	50.5
TAYLAND	Büyüme Oranı	11.6	8.1	8.2	8.5	8.6	8.8	5.5	-0.4	-8.0
	Enflasyon	6.0	5.7	4.1	3.4	5.1	5.8	5.9	5.6	8.1
	Cari Açık	-8.3	-7.5	-5.5	-5.0	-5.4	-7.9	-7.9	-1.9	12.2
	Bütçe Açığı	4.6	4.1	2.5	1.9	1.9	2.4	1.0	-1.6	-2.9
	M2 Artış Oranı	26.7	19.8	15.6	18.4	12.9	17.0	12.6	16.4	9.5
	Krediler/GSYH	64.5	67.7	72.2	79.8	90.9	97.5	100.0	116.3	109.5

Kaynak: Lindgren vd., (1999)

Tablo 6'daki verilere bakıldığında Endonezya, Güney Kore, Malezya ve Tayland'ın 1997 yılı öncesinde çok yüksek büyüme oranlarına sahip olduğu, Filipinler'in ise biraz daha düşük büyüme oranlarına sahip olduğu görülmektedir. Filipinler haricindeki ülkelerde tek haneli ve istikrarlı enflasyon oranları görülmektedir. Filipinler ve Tayland haricindeki ülkelerde önemli bir cari açık sorunu gözlenmemektedir.

Doğu Asya ülkelerinde banka kredilerinin ve cari açığın artmasının en önemli nedeni, o dönemde bu ülkelere gelen önemli miktardaki yabancı sermayedir. Tablo

7’de bu ülkelere gelen yabancı sermaye miktarının, ülkelerin milli gelirlerine oranları yer almaktadır.

**Tablo 7: Yabancı Sermaye Girişleri (% GSYH)**

	1975-82	1983-91	1992-96
<b>Endonezya</b>	1.1	2.6	4.8
<b>Malezya</b>	5.1	4.1	10.5
<b>Filipinler</b>	5.5	-0.8	4.8
<b>Güney Kore</b>	5.7	-0.4	3.2
<b>Tayland</b>	4.0	5.7	8.8

**Kaynak:** Bustelo vd., (1999)

Tablo 7’de görüldüğü üzere Doğu Asya ülkelerine yönelik yabancı sermaye akımları 1975-1996 döneminde genellikle artarak devam etmiştir. 1990’lardan itibaren ise bu oranın özellikle Malezya ve Tayland’da arttığı dikkat çekmektedir. Artan bu yabancı sermaye, ülkelerde ulusal paranın değerlenmesine yol açmış ve bu bağlamda, ithalat artışına yol açarak ülkelerin cari açıklarını artırmıştır.

Doğu Asya Ekonomik Krizi, özel sektör merkezli ve kendine özgü nedenleri olması sebebiyle, diğerlerinden farklı nitelikler arz etmektedir. 1994 yılında Türkiye’de, 1998 yılında Rusya’da ve Brezilya’da yaşanan krizlerin aksine, Doğu Asya’da, mali pozisyonun sağlam ve kamu sektörü borçlarının düşük düzeyde olmasına rağmen yatırımcıların, yatırımlarını yabancı sermaye girişleriyle karşılama yolunu tercih etmesi yaşanan krizin temel nedenidir (Lowell vd., 1998: 52-53)

Doğu Asya ülkelerine yönelik büyük miktardaki yabancı sermaye akımlarının 1997 yılında aniden tersine dönmesiyle birlikte ülkelerdeki döviz bolluğu sona ermiş, kurlar ve ülkenin dış borçlarının ulusal para cinsinden karşılıkları hızla artmaya başlamıştır (Radelet ve Sachs, 1998: 9). Sermaye çıkışları, zincirleme bir etki sonucunda finansal paniğe dönüşmüştür. Döviz piyasalarında başlayan panik havası, ülkelerdeki bütün finansal sistemi etkisi altına almıştır. Ülkeler, sermaye çıkışını engelleyebilmek için faiz artışına gitmiş, ancak bu da ülkelerdeki yatırım ve tüketim harcamalarının kısılmasına ve ekonomilerin durgunluğa girmesine neden olmuştur. Doğu Asya ülkelerinde para krizi ile bankacılık krizi birlikte yaşanarak, “İkiz Kriz” olgusu ortaya çıkmıştır (Glick ve Hutchison, 1999: 1, 23).

#### 1.6.4. Arjantin Krizi

Eichengreen (2001: 16); Krueger (2004); Mussa (2002: 17-20); Kiguel (2001: 23) çalışmalarında, Arjantin Krizi'nin sorumlusu olarak mali disiplinsizliği göstermektedirler. Onlara göre Arjantin, para kurulu sistemini sürdürmek için gerekli olan mali disiplini sağlayamamıştır.

Hausmann ve Velasco (2002: 11, 31) ve Kiguel (2001: 1), Arjantin'in "Borç/GSYH" oranının çok yüksek olmadığını ve mali durumdaki bozulmanın, yaşanan durgunluğun bir sonucu olduğunu belirtmekte, ancak sosyal güvenlik reformunun getirdiği ek yüklerin krize neden olduğunu ifade etmektedirler.

Feldstein (2003: 25), Arjantin Krizi'nin iki temel nedeninin; aşırı değerli kur ve yüksek dış borçlar olduğunu ifade etmektedir. Aşırı değerli kur, ihracatı azaltıcı ithalatı artırıcı etki yaparak dış ticaret dengesini bozmuş ve ülkeyi, dış borçlarının faizini dahi ödemekte zorlanır hale getirmiştir. Bunun üzerine ülke temerrüde düşmüştür.

Arjantin'de, 1970-1989 yılları arası dönemde, tasarruf ve yatırım oranlarında ciddi azalmalar görülmeye başlanmıştır. 1975 yılında yapılan devalüasyonların ardından 1976 yılında enflasyon %300'ü, bütçe açığı GSYH'nin %10'unu aşmıştır. 1976 yılında yaşanan askeri darbenin ardından iktidara gelen yönetim, dış ticaret kısıtlamalarını azaltma yoluna gitmiş ve sermaye kontrollerini kademeli olarak kaldırarak finansal serbestleşme yolunda önemli adımlar atmıştır. Konvertibilite<sup>43</sup> ise 1978 yılı Aralık ayında uygulamaya konulan "Tablita Planı" ile sağlanmıştır. Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren ise ülke, uzun süren bir durgunluk içine girmiştir. Bu nedenle Arjantin halkı, uzun yıllar boyunca tasarruflarını ve yatırımlarını yurt dışına kaydırmıştır. Dolayısıyla da üretimde verimlilik düşmüş ve yoksulluk sözkonusu olmuştur (Choueiri ve Kaminsky, 1999: 5; Alvaredo, 2007: 28).

---

<sup>43</sup> Konvertibilite; bir ülke parasının altın veya diğer ülke paralarına serbestçe dönüştürülebilmesini ifade eder. Bunun anlamı da, ülkede döviz taşımak ve kullanmanın bireyler ve firmalar açısından serbest bırakılmasıdır.

Arjantin ekonomisinde süregelen bozulma, 1980'lerin başında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Şubat 1981'de gerçekleştirilen %10 oranındaki devalüasyonu, Nisan ayındaki %34'lük ve Haziran ayındaki %38'lik devalüasyonlar takip etmiştir. 1982 yılında Meksika'nın yaptığı devalüasyon ve yaşadığı ödemeler dengesi krizinin ardından Arjantin'in tüm makroekonomik göstergelerinde ciddi bir kötüleşme olmuş, ülke, borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve milli gelir, 1989-1990 yıllarında hiperenflasyonla sonlanacak hızlı bir düşüş sürecine girmiştir. 1980'lerde yaşanan krizin boyutu, 1990'lardaki büyük değişimi zorunlu kılmıştır. Yıllık % 12000'e varan enflasyon, GSYH'nin %10'unu aşan bütçe açıkları ve sürekli küçülen GSYH gibi olgular mevcut ekonomi politikalarının sürdürülmesini imkânsız hale getirmiştir. Ekonominin her alanında görülen olumsuz gidiş, radikal değişikliklere olan acil ihtiyacı ortaya koymuştur (Kiguel, 2001: 4).

1980'lerde Arjantin ekonomisi; istikrarlı ekonomik büyümenin sağlanamadığı, finansal piyasaların çöktüğü, para biriminin değer kaybettiği, fiyatların yükseliş içinde olduğu ve sermayenin daha güvenli piyasa arayışlarıyla ülkeyi terk ettiği bir tablo çizmektedir. 1989 ve 1990 yıllarında yaşanan hiperenflasyonun ardından 1 Nisan 1991 yılında kabul edilen "Konvertibilite Planı"<sup>44</sup> ile yeni bir döneme geçiş yapılmıştır (De La Torre vd., 2003: 3-4; Pou, 2000: 1). Merkez Bankasının "Para Kurulu" gibi çalışmasını öngören ve böylece para arzının önemli ölçüde devlet kontrolü dışına çıkarılmasını içeren bu plan<sup>45</sup>, bire bir peso dolar bağlantısı (1\$=1Peso) yoluyla, öngörülemeyen döviz kuru dalgalanmalarını engellemeyi amaçlamıştır (Lowell vd., 1998: 40). Bu planla birlikte ülke parası aşırı değer kazanmaya başlamıştır. Yine bu plana dayalı olarak ülkeye duyulan güven artmış ve yabancı sermaye girişleri artmaya başlamıştır. Bunun üzerine ülkede cari açık ve döviz kuru riski belirmeye başlamıştır (Feldstein, 2002b: 8).

---

<sup>44</sup> Konvertibilite Kanunu'na göre; ülkede sabit kur politikası uygulanacak ve para basımı ülke rezervlerinde bulunan ABD Doları miktarı ile sınırlandırılacaktır (Pou, 2000: 1).

<sup>45</sup> Para Kurulu, döviz kuru rejimlerinden biri olup, ülke parasının ancak belli bir döviz cinsinden elde edilen uluslararası rezervler karşılığında yapıldığı ve merkez bankasının, hükümete ve bankacılık sistemine kredi verme yoluyla para yaratma yetkisini elinden aldığı bir parasal düzenlemedir. Bu yetkinin kaldırılması, bütçe açığının para basımı yoluyla enflasyona neden olacak şekilde finanse edilmesi olasılığını ortadan kaldırmaktadır.

Arjantin hükümeti, 1992 yılında IMF ile üç yıl süreli olarak imzalamış olduğu anlaşmayı gerçekleştiremeyince, anlaşma 1994 yılı Eylül ayında sonlandırılmıştır. Bu doğrultuda cari açık, 1994 yılı itibarıyla 10 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 1994 yılından sonra yükselen ABD faiz oranlarının etkisiyle de, dış finansman olanakları azalmış ve borçlanma maliyetleri artmıştır (Alvaredo, 2007: 50).

1994-1995 Meksika Krizi, Arjantin ekonomisini olumsuz yönde etkilemişse de 1996 yılında ekonomi tekrar toparlanmıştır. Rusya Krizi'nin yaşandığı 1998 yılında dahi Arjantin ekonomisi büyümeye devam etmiştir. Ancak, Arjantin; Rusya Krizi sonrasında diğer Latin Amerika ülkelerinden daha az sermaye çıkışı yaşamış olmasına rağmen 1999 yılında büyük ölçüde Rusya Krizi'ne bağlı sermaye çıkışlarının sonucu olarak görülen bölgesel yavaşlamanın etkisi altında kalmıştır. 1998' de, Arjantin'de görülmeye başlanan sermaye çıkışları, kriz için bir başlangıç olarak kabul edilmiştir ve özellikle de 1999 Brezilya devalüasyonu sonrasında Arjantin ekonomisindeki bozulmalar kalıcı ve şiddetli hale gelmiştir. 1999 yılını takip eden dönemde, ekonomik yavaşlama süreci diğer Latin Amerika ülkelerinde yerini ılımlı bir toparlanma sürecine bırakırken, Arjantin ekonomisi uzun süreli bir resesyona sürüklenmiştir.

Kriz dönemi öncesine ve sonrasına ait Arjantin'in temel makroekonomik verileri Tablo 8'de yer almaktadır.

**Tablo 8: Arjantin'in Temel Makroekonomik Göstergeleri (1991 – 2002)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Ekonomik Büyüme(%)</b>	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-11
<b>Enflasyon</b>	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.5	41
<b>Nominal Döviz Kuru (Peso/Dolar)</b>	0.9995	1	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	0.9995	3.32
<b>Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)</b>	-11	-5.2	-6.8	-12.2	-14.5	-11.9	-8.8	-4.4	8.6
<b>Uluslararası Rezervler (Milyar Dolar)</b>	14.3	14.3	18.1	22.3	24.8	26.3	25.1	14.6	10.5
<b>İhracattaki Değişme (%)</b>	17.8	28.9	13.6	9	0.7	-10.5	11.8	-0.6	-8.2
<b>İthalattaki Değişme (%)</b>	11.3	-4.6	15.8	24.1	3.4	-15.3	0.4	-16.6	-51.8
<b>Faiz Dışı Bütçe Dengesi (Milyar Peso)</b>	2890	1156	-1420	-1580	2388	1413	-2672	1709	-2844
<b>Dış Borç Stoku / GSYH (%)</b>	33.3	38.2	40.3	42.7	47.3	51	51.5	52.2	132.6

Kaynak: IMF IEO (2004)

Tablo 8’den görüldüğü üzere; Arjantin ekonomisi 1996-1998 döneminde iyi bir büyüme performansı göstermiştir. Enflasyon sorunu yok denecek kadar azdır, kur sabittir ve uluslararası rezervler görece yüksektir. Aynı dönemde, ihracat artışı yavaşlamış, ithalat artışı görece daha yüksek devam etmiştir; bu bağlamda, cari işlemler açığı oluşmuştur. Ülkenin dış borçlarını ödemede kullanabileceği faiz dışı fazla 1996 ve 1997’de yoktur; 1998’de az da olsa vardır. Ülkenin dış borç stoku da artmaya başlamıştır.

1999 yılından sonra diğer bölge ülkelerine sermaye girişi artarken, Arjantin en büyük sermaye çıkışlarını 2000 ve 2001 yıllarında yaşamıştır. Bu sermaye çıkışları bankacılık sistemini tehdit eder hale gelmiştir. Bunun üzerine, Aralık 2001’de mevduatlar kısmi olarak dondurulmuştur. Arjantin’in program kriterlerini yerine getiremediğini gören IMF, ödemelerini durdurma kararı almıştır. 2001 yılı Aralık ayı sonunda uluslararası yükümlülüklerinin bir kısmını ödeyemeyeceğini duyuran Arjantin, Ocak 2002’de konvertibilite rejimini resmi olarak sonlandırmıştır. Bunun üzerine peso keskin bir değer kaybı yaşamış ve bankacılık sistemi krize girmiştir. Ekonomi, 1998-2002 döneminde %20 küçülmüştür; halkta ise açlık, isyan ve yağmalama gibi toplumsal hareketler başlamıştır<sup>46</sup> (Feldstein, 2002b: 8-13; IMF IEO, 2004: 14).

### **1.6.5. Türkiye Finansal Krizleri**

1980 öncesi dönemde ithal ikamesine dayalı, büyük oranda dışa kapalı, döviz bulundurma ve taşımanın yasak olduğu Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile ihracata dayalı ekonomik büyüme modelini hayata geçirmiş, 1986’da İstanbul Menkul Kıymetler Borsasını (İMKB) kurmuş, 1989’da kabul edilen 32 Sayılı Türk Lirası’nın Değerini Koruma Kanunu ile TL’yi konvertibl hale getirmiş ve ülkeye yönelik sermaye hareketlerini serbest bırakmıştır. Sonrasında, 5 Nisan 1994 ve Kasım 2000-21/22 Şubat 2001 tarihlerinde, kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan iki önemli finans krizi yaşamıştır. Türkiye’nin kendi finansal sistemiyle doğrudan ilintili olan 1994 ve 2001 Krizleri aşağıda detaylı bir şekilde incelenmiştir. ABD merkezli başlayıp,

---

<sup>46</sup>Bakınız: <https://prezi.com/ndlp-soth67n/2001-arjantin-krizi/>; <http://www.milliyet.com.tr/kriz-buyuyunca-yagma-basladi/dunya/haberdetayarsiv/20.12.2001/83890/default.htm>

dünyaya yayılan Büyük Resesyon'dan da Türkiye önemli ölçüde etkilenmiş olmakla birlikte bu kriz, daha çok dış kaynaklı olduğu için çalışmanın bu kısmında incelenmeyecektir.

### **1.6.5.1. 1994 Krizi**

#### **1.6.5.1.1. 24 Ocak 1980 – 5 Nisan 1994 Arası Dönem**

Türkiye'nin 1980 öncesindeki durumu birçok yönden Latin Amerika ülkeleriyle benzerlik göstermektedir. Bu ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye'de de yüksek enflasyon, bütçe açığı<sup>47</sup>, yüklü miktarda kısa vadeli dış borç, işsizlik, ödemeler dengesi açığı, ithalat tıkanıklığı ve ihracat durgunluğu gibi temel ekonomik sorunlar yaşanmıştır (Onis ve Riedel, 1993: 31). 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bunlara ek olarak, ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlık ekonomiyi olumsuz etkilemiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 120).

24 Ocak 1980'de IMF ile yapılan anlaşma ile tasarruf tedbirleri yürürlüğe girmiş ve ihracatta büyük artış sağlanarak ödemeler dengesi açıkları azaltılmıştır.

1980 reformlarının başlıca hedefleri (Onis ve Riedel, 1993: 39):

- Ödemeler dengesini iyileştirmek ve uluslararası rekabet gücünü artırmak,
- Enflasyonu düşük tutmak,
- Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) verimliliğini artırmak,
- Ekonominin ağırlık merkezini kamudan özel sektöre kaydırmak,
- Kaynak tahsisini belirlemede piyasaya daha fazla özgürlük vermektir.

“24 Ocak 1980 İstikrar Kararları”; ihracata yönelik sanayileşme ile dışa açılmayı, sıkı para politikası ile enflasyonu düşürmeyi, borçlanma ile ödemeler

---

<sup>47</sup> 1980 öncesi dönemde, özellikle kamu harcamalarının artması bütçe açıklarının büyümesine neden olmuştur. 1977'de bütçe açığı, GSYH'nin % 3.7'sidir (Onis ve Riedel, 1993: 31).

bilânçosu açıklarını kapatmayı amaçlamıştır. 1980-1983 yılları arasında finansal serbestleşme hedef alınmıştır; 1983-1989 döneminde serbest piyasayla ilgili düzenlemeler ve yapısal reformlarla ilgilenilmiştir (Öztürk, 2003: 21).

24 Ocak 1980'de TL yaklaşık %70 devalüe edilmiştir. 1 dolar 47 TL iken, alınan kararlardan sonra 70 TL olmuştur. 1980'den 1987'ye kadarki dönemde döviz kuru ile ilgili ayarlamalar önemli derecede bir devalüasyona neden olmuştur. Enflasyon 1980'de %100'ün üstüne çıkıp, para artış oranını çok aşmıştır. 1980'de, ihracatın teşviki için sübvansiyonlar<sup>48</sup> genişletilmiştir<sup>49</sup>. 1981'de ithalat kotalarını sınırlayan yeni düzenlemeler getirilerek, ithalatın serbestleştirilmesi yönünde adımlar atılmıştır. 1984 yılında bütçe açığı, GSYH'nin neredeyse %5'ine yükselmiştir. Hükümet ve KİT'lerin toplam açıkları, GSYH'nin yaklaşık %8'idir. 1980 sonrası döneminde bankalar arasındaki rekabetten dolayı yüksek olmayan faiz oranları, Aralık 1983'ten itibaren nominal ve reel olarak artırılmıştır. Bu durum, toplam talebi kısarak, enflasyonda azalmaya yol açmıştır. Ücretlerin düşük tutulması, kurun değerlendirilmesine izin verilmemesi gibi önlemlerle ihracat ve ekonomik büyüme artmıştır (Durgut, 2002: 31).

1988 yılından itibaren TL'nin değerlendirilme sürecine girmesi ve kotaların kaldırılması, ithalatta sıçramaya neden olmuştur. Ardından, 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile faiz oranları yükseltilmiş ve TL reel olarak daha da değerlendirilmiştir. Yüksek faiz oranları, bir yandan yabancı sermaye için cazip bir ortam oluştururken diğer yandan da dış borçları ödeyebilmek için yoğun iç borçlanma yapılmasına imkân sağlamıştır (Onis ve Riedel, 1993: 40-41).

1988-1993 yılları arasında kamu sektörünün borçlanma gereği sürekli artmıştır. 1990'da kamu sektörü borçlanma gereğinin GSYH'ye oranı %8 iken, 1993'te %12'ye çıkmıştır. İç borç stokunun GSYH'ye oranı da 1990'da %6.2'den 1993'de %13.3'e

---

<sup>48</sup> 1980-1983 arası dönemde ihracatın teşviki için verilen sübvansiyonlar, 1984 yılında %20 oranında azaltılmıştır.

<sup>49</sup> Dolaylı vergi iadeleri, tercihli ihracat kredisi ve ithal ara girdilerin ödemesi için döviz tahsisleri de dahil olmak üzere, ülkenin tüm önemli ihracat promosyon şemaları büyük ölçüde genişletilmiştir (Durgut, 2002: 31).



ulaşmıştır. Aynı durum dış borç stoku için de geçerlidir. Dış borç/GSYH oranı 1985'de % 14.7 iken 1993'de % 18.7 olmuştur (Karabulut, 2002: 125).

Türkiye, 1990'lardan sonra yaşanan finansal serbestleşmenin de etkisiyle sermaye hareketlerine özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmiştir. Bunun sonucunda da ekonominin dış şoklara olan duyarlılığı artmıştır. Yeni dönemle birlikte ekonomik büyüme ve tasarruf süreçleri, yabancı sermaye hareketlerine ve uluslararası finans piyasalarına terk edilmiştir. Özellikle 1993'ün son aylarında mali piyasalarda yaşanan istikrarsızlıklar ve döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar, gelecekle ilgili kötümser beklentileri de beraberinde getirmiştir. 1994 başlarında, yüksek kamu açıklarına karşın faizlerin düşük tutulması, devlet iç borçlanma senetlerine olan talebi düşürmüştür. Bu dönemde piyasadaki fazla likiditenin dövize yönelmesi, kurlarda artışa neden olmuştur. Sonuçta, Aralık 1993'ten başlayarak 1994 Nisan ortasına kadar devam eden spekülasyon saldırıları sonucunda, TCMB'nin döviz rezervleri 7.2 milyar dolardan, 3 milyar dolara kadar gerilemiştir (TCMB 1994: 2, 13; Ongun, 2002: 58).

1993 yılında ülkeye gelen kısa vadeli yabancı sermaye, bir yandan ekonominin dış açıklarını finanse ederken, diğer yandan da ulusal tasarruf eğilimini düşürerek tüketim ve ithalat hacmini genişletmiştir. Yüksek reel faiz – aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ekonomide, üretime ve ihracata yönelik alanlara yapılması gereken yatırımlar, finansal sistem içinde değerlendirilmeye başlanmıştır<sup>50</sup>. Bu da ekonomik büyümeyi sınırlandırmış ve 1993'ün son çeyreğinde güven eksikliğinden kaynaklanan bir finansal krize dönüşmüştür (Yeldan, 2013: 50-52).

#### **1.6.5.1.2. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları**

Özatay (1996: 21-38), 1994 Krizi'ni analiz ettiği çalışmasında; kriz öncesinde bütçe açıkları ile cari açıkların sürdürülemez boyutlara yükselmesi sonucunda hükümetin, borçlarını ödeme gücüyle ilgili olarak piyasalarda oluşturmuş olduğu güven eksikliğinin krizin temel nedeni olduğunu ifade etmiştir.

---

<sup>50</sup> Yeldan (2010) bu duruma sermayenin finansallaşması adını vermektedir.

Celasun (1998: 12-13), 1994 Krizi'nin ortaya çıkmasında etkili olan faktörleri incelediği çalışmasında; kamu borçlarının yanlış yönetimi ve maliye politikalarındaki dengesizlik sebebiyle piyasada oluşan aşırı likidite nedenleriyle krizin oluşabileceğini belirtmektedir.

Uçer vd. (1998: 3-23), 1994'te çok sayıda değişkenle yaptıkları çalışmada, makroekonomik göstergelerde sistemik bozulmaları tespit etmişlerdir. Belirledikleri sonuca göre krizin ana nedenleri; bütçe açıkları ve sürdürülemez dış açıklardır.

Boratav (1994), Uygur (1994), Macovei (2009: 5) ve Yeldan (1994), 1994 Krizi'nin temel nedenini bütçe açıklarına dayandırmaktadırlar. Onlara göre, kriz öncesinde yaşanan kronik bütçe açıkları ve bu açıkların belirli bir kısmının TCMB'nin kaynaklarıyla kapatılması<sup>51</sup>, ülkede yapısal bir enflasyon sorununu da beraberinde getirmiştir (Akalin, 2001: 123).

Yeldan (1996: 428), 1994 Finansal Krizi'nin temel nedeninin kamu finans dengesizlikleri olduğunu, o dönemdeki kamu kesimi borçlanma gereğine ve kamu yatırım-tasarruf dengesizliğine bakıldığında kamu kesimi dengesinin 1987'den itibaren sürdürülemez ölçüde sarsıldığını ve böylesi bir finansal krizin kaçınılmaz olduğunu ifade etmiştir.

Kriz, 14 Ocak 1994'te Standard&Poor's ve Moody's adlı kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleriyle patlak vermiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu kararları vermesinde; cari işlemler açığının, 1992'de 1 milyar dolar olan seviyeden 1993'te 6.4 milyar dolar seviyesine yükselmesinin (IMF, 2018b) ve Türkiye'nin dış borç stokunun 12 milyar dolar artmış olmasının etkisi vardır. Bu dönemde döviz açık pozisyonlarını oldukça açmış bulunan bankalar, yurtdışı borçlanma imkânlarının daralacağından korkarak ellerindeki likiditeyi dövize dönüştürmeye başlamışlardır. Ayrıca, hükümet tarafından 1994 yılından itibaren geçerli olmak üzere tahvil ve bonolardan elde edilecek gelire %5 oranında gelir vergisi

---

<sup>51</sup> O yıllarda hükümete, bütçenin %15'ine kadar TCMB fonlarını kullanma hakkı tanınmaktaydı. Hatta Tansu Çiller'in başbakanlığı döneminde geçici bir yasa değişikliği ile bu hak bir yılda iki defa kullanılmıştır (Özdemir, 2010: 106). Ancak, bu durumda, piyasaya karşılıksız olarak para sürüldüğü için enflasyon oluşmaktadır.

stopajı konulacağı ilan edilmiştir. Zaten dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadan da borçlanmayı azaltma yoluna gidince zorunlu olarak TCMB kaynaklarını kullanmaya başlamıştır. Merkez Bankası, elinde kalan tek silah olan döviz satımı ile bankaların taleplerini karşılamaya çalışmıştır. Bu durum karşısında 26 Ocak 1994 tarihinde %13.6 oranında devalüasyon yapılmış ancak piyasa düzelemediğinden bu sürece 1 Mart ve 17 Mart tarihlerinde iki devalüasyon daha eklenmiştir. TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar sürmüştür, Ocak-Nisan arasında TL'nin dolar karşısındaki değer kaybı nominal olarak %172'ye kadar yükselmiştir. TL, bir gün içinde (5 Nisan'dan 6 Nisan'a kadar) yaklaşık %39 oranında değer kaybetmiştir (TCMB, 1994: 16-20). Yerli paranın döviz karşısındaki değer kaybının sürmesi ve bankaların yüksek açık pozisyonları nedeniyle dövize yönelmeleri, Merkez Bankası rezervlerini hızla eritmiştir. Ocak 1994'de döviz kuru 19.000 TL/\$, Merkez Bankası rezervleri 7 milyar dolar iken; 5 Nisan 1994 kararları sonrasında döviz kuru 38.000 TL/\$ olmuş, rezervler ise 3 milyar Dolara kadar düşmüştür. Enflasyon oranı TEFE %121, TÜFE %106 olmuştur. Ülkeden 1994 yılındaki net sermaye çıkışı 4.2 milyar doları aşmış, hazine bonusu faizleri %400'ü geçmiştir. 1994 yılında ekonomi %6 küçülmüş, işsizlik %20'ye çıkmıştır. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'yi yatırımlarda riskli ülke olarak göstermesiyle birlikte borçlanma maliyetleri yükselmiş ve bu bağlamda, borç bulmak son derece güç hale gelmiştir. Kısa vadeli borçlar 18.5 milyar dolara yükselerek tarihi bir rekor kırmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 120-122; Durgut, 2002: 45-52; Macovei, 2009: 2-5).

1994 Krizi'nden sonra özel sektörün dışarıdan kredi bulabilmesini mümkün hale getirebilmek için, bu kredilere "devlet garantisi" verilmiş, ülkede tasarrufları artırabilmek için yurtiçi bankalardaki mevduatlara Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) eliyle güvence getirilmiştir. Ancak, bu girişimler zamanla iktisat teorisinde "moral hazard" olarak bilinen ahlaki çöküntüye neden olup bankalar tarafından

suistimal edildiği için Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri şekillenmeye başlamıştır<sup>52</sup> (Kazgan, 2002: 20-21).

Bozulan ekonomik dengeleri yeniden sağlamak ve piyasalardaki panik havasını ortadan kaldırabilmek için 1994 Krizi'nden sonra 5 Nisan Kararları olarak anılan, ekonomik istikrarı sağlama kararları alınmış ve kamuoyu ile paylaşılmıştır. Bu kararların *genel amaçları* şöyledir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 123):

- Kısa vadede; bozulan dış denge ve döviz piyasasında istikrarı yeniden sağlamak,
- Orta vadede; kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmek,
- Uzun vadede; ihracatı özendirerek tedbirler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi mümkün kılmaktır.

5 Nisan Kararları ile birlikte ilk önce döviz kurları serbest bırakılmıştır. Merkez Bankası, piyasa koşullarına uygun gerçekçi kur uygulamasına geçmiştir. Buna göre Merkez Bankası, üçer aylık dönemler itibarıyla zorunlu döviz-efektif devir ve satışları en yüksek olan 10 bankanın, bankalararası döviz piyasasında saat 15.00'teki döviz satış kurlarını esas alarak günlük kurlar belirlemeye başlamıştır (TCMB, 1994: 16). TL'nin çok fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla, Merkez Bankası 20 Ocak 1994 tarihine kadar müdahale etmediği bankalararası para piyasasına müdahale ederek gecelik faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmıştır. Ayrıca, Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) faiz oranları %50'lere kadar yükseltilmiş ve bu senetlerden alınan stopaj kaldırılmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 122).

5 Nisan Kararları ile getirilen diğer düzenlemeler şunlardır (TCMB, 1994: 16; Tüğen, 1994: 9-10; Kar ve Kara, 2002: 70-71):

- Tasarruf mevduatı sigortası tavanı genişletilmiştir. Bu da banka paniklerini önlemede yetersiz kalınca bütün tasarruf mevduatlarına sınırsız devlet garantisi getirilmiştir.

---

<sup>52</sup> 2001 Krizi nedeniyle ülkede batan banka sayısı 25'tir ve bu bankaların devlete getirdiği yük 25-30 milyar Dolar arasındadır. Ayrıca, kriz sonrasında 1 milyon kişi işsiz kalmış, 2 milyon kişinin ve batan 120-130 bin işyerinin vergisinden devlet mahrum kalmıştır (Kazgan, 2002: 22).

- Kamu harcamaları ve yatırımları azaltılmıştır.
- Ücret, maaş ve taban fiyatlarına sınırlama getirilmiştir.
- Bir defaya mahsus özel vergi çıkarılmıştır.
- Özelleştirmeye ağırlık verilmesi planlanmıştır.
- Disponibilite oranları yeniden düzenlenmiştir.
- Hazinesinin avans kullanma yetkisi azaltılmıştır (%15'ten %12'ye düşürülmüştür).
- Üç aylık dönem sonunda %50 net faiz getiren süper hazine bonoları çıkarılmıştır.

5 Nisan Kararları ile enflasyon oranı % 88'e geriletilebilmiş olmasına rağmen yaşanan spekülasyon atakları, bankalararası piyasada gecelik faiz oranını %1000'lere kadar çıkardığı için bankacılık sektöründe ciddi sarsılmalar yaşanmıştır. Ayrıca, TCMB, TL faizlerini indirince bazı bankalar panik haliyle döviz yönüne yönelmişlerdir. Bu arada yaşanan banka panikleri nedeniyle mali bünyeleri oldukça zayıflayan TYT Bank, Marmara Bank ve Impexbank'a TMSF tarafından el konulmuş ve bu bankalar, ilerleyen dönemlerde de tasfiye edilmiştir (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999: 12; Özer, 1999: 67).

5 Nisan Krizi'nin ardından uygulanan istikrar programından kısa vadede sonuç alınsa da program, orta vadede başarılı olamamıştır. Kısa dönemde; ihracat artışı sağlanmış, cari işlemler dengesi düzelmiş ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)'nin GSYH'ye oranı düşmüştür. Ancak, 1996'dan itibaren cari işlemler açığı yine yükselmeye başlamıştır (Parasız, 2002: 396).

5 Nisan Kararları'ndan sonra enflasyon, faiz oranları, döviz kurları, ithalat ve üretim maliyetlerinde yaşanan artış düşürülemedi, maliye politikası ve vergiler konusunda hedefler tutturulamamış, özelleştirme gibi değişikliklerin yapılmasında geç kalınmıştır. Aşırı spekülasyon sermaye girişinin, ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz etkilerini Türkiye kadar ağır yaşamış olan gelişmekte olan bazı ülkelerde krizin ortaya çıkmasıyla birlikte alınan önlemler, krizin daha hafif atlatılmasına imkan sağlamıştır.

Ancak, Türkiye’de başvurulan uygulamalar ve alınan kararlar, krizin boyutlarını daha da artırıcı etki yapmıştır.

### **1.6.5.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri**

1994 Krizi’nin aksine, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Finansal Krizleri’nin oluşumuna ve bu krizlerde bankacılık sisteminin kırılma eğiliminin önemine vurgu yapan çok sayıda çalışma<sup>53</sup> bulunmaktadır.

Bu bölümde öncelikle 1994-2000 arası dönem, sonrasında Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri incelenmiştir.

#### **1.6.5.2.1. Nisan 1994 – Kasım 2000 Arası Dönem**

Türkiye ekonomisi 1994 Krizi’nin ardından 1995 Meksika, 1997 Doğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinden olumsuz etkilense de bu dönemde önemli bir ekonomik kriz yaşamamıştır. 1995’de alınan ekonomik önlemlerle dolarizasyonun azaldığı görülmektedir. 1995 yılından sonra ise artan ithalat talebi dış ticaret açığına neden olmuştur. Faiz ve enflasyon oranları, son yıllardaki en yüksek düzeyine çıkmıştır. Kısa dönemli sermaye girişleri sonucunda ise TL, yabancı paralar karşısında değer kazandığı için kur riskinin önüne geçilememiştir. Bu dönemde, KKGB’ye bakıldığında Türkiye ekonomisindeki en önemli sorunun, kamu kesimi olduğu görülmektedir. 1995 yılında KKGB’nin GSYH’ye oranı %5 iken bu oran artarak devam etmiş ve 1999 yılında %15.5’e yükselmiştir. 1996’dan itibaren ekonomide ciddi bir dolarizasyon söz konusudur. 1997 Doğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinin etkisiyle borsa endeksi hızla düşmüş, ülkeden önemli miktarda sermaye çıkışları olmuş ve bu bağlamda TCMB döviz rezervleri azalmıştır. Kişi başına GSYH büyümesi, 1997’de %8.3 iken, 1998’de %3.8 düzeyine inmiştir (Celasun, 1998: 18-20; Dorukkaya ve Yılmaz, 1999: 12).

---

<sup>53</sup> Akyüz ve Boratav 2002; Alper 2001; Boratav 2002; Celasun 2001, 2002; Çolak, Ardor ve Mengü 2002; Ertuğrul ve Selçuk 2002; Ertürk 2003; Işık 2004; Işık ve Togay 2002; Karabulut 2002; Öniş ve Alper 2002; Özatay ve Sak 2002; Sönmez 2003; Togan 2001; Uygur 2001; Voyvoda ve Yeldan 2002; Yeldan 2001a, 2001b, 2001c, 2002; Yentürk 2001.

1998 yılından itibaren, finansal nedenler, Türkiye'nin ekonomik krize sürüklenmesinde etkili olmuştur. Türkiye ekonomisi, yaşanan 1994 Krizi'nin ardından 1998 yılına kadar her yıl ortalama %7 oranında bir büyüme gerçekleştirirken 1998 yılında bu oran %4'e düşmüştür; 1999 yılının sonuna doğru ise ekonomi %6 oranında küçülmüştür. Ekonomide meydana gelen bu küçülmenin başlıca nedenleri; yüksek enflasyon, sürdürülemez bütçe açıkları ve bu bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanma yoluna gidilmesi sonucunda faiz oranlarının giderek artması, Rusya'da yaşanan kriz sonrasında ihracatta yaşanan düşüş ve ülkede erken seçim yapılmasının kararlaştırılması sonucunda ekonomide oluşan belirsizliklerdir. 1998 yılında Türkiye ekonomisinde oluşan yüksek enflasyon ve yüksek düzeylerdeki kamu açıkları sonrasında, orta vadeli bir istikrar programı hazırlanmıştır. Tüm bu gelişmeler, ekonominin artık sürdürülemez bir hal aldığı göstermektedir. *Temmuz 1998'de IMF ile imzalanan Stand-By Anlaşması*'nda, iyi bir para politikası ile enflasyonun düşürülmesi amaçlanmıştır. IMF tarafından başarılı bulunmuş olan bu program sayesinde bütçe dengesinin oluşması ve uluslararası piyasalardan borçlanma kredibilitimizin artması gibi olumlu ekonomik gelişmeler yaşanmıştır. Bu kapsamda IMF'ye sunulan niyet mektubunda; uygulanacak sıkı para ve maliye politikası, enflasyonun ve faiz oranlarının düşürülmesi, döviz kurlarındaki belirsizliğin kaldırılması, bankacılık alanında düzenlemeler ve gelirler politikasında iyileştirme hedefleri yer almıştır (Günel, 2001: 36-37; Dufour ve Orhangazi, 2007: 5).

1999 yılında %-7. büyüme ve bir önceki yıla göre %5 düşmekle birlikte %53.2 enflasyon oranı kaydedilmiştir. Aralık 1999 sonunda yaklaşık 100 trilyon (günümüzdeki para birimiyle 100 milyon) lira olan tüketici kredileri, 2000 yılının Ekim ayı sonunda 4 katrilyon 504 trilyon (günümüzdeki para birimiyle 4 milyar 504 milyon) liraya ulaşmıştır (Uygur, 2001a: 13). Böylece, 1999 yılına gelindiğinde, büyük bir problem olan yüksek enflasyon<sup>54</sup>; sermaye hareketlerindeki istikrarsızlık, bankacılık sistemindeki sorunlar ve devlet borçlanma gereksinimlerinin artması ile

---

<sup>54</sup> 1999 yılı sonuna kadar geçen süreçte Türkiye, enflasyon sorununu, sıkı para ve sıkı maliye politikalarını uygulayarak ve dövizini bir çıpa olarak kullanarak kur politikalarıyla aşmaya çalışmıştır. Krizden sonra izlenen yüksek faiz yoluyla yabancı sermayeyi artırma politikası, borçlanmayı daha da artırmıştır (Karaçor, 2001: 88).

ekonomi çıkmaza girmiştir ve bu bağlamda, 2000 ve 2001 yıllarında art arda 2 büyük kriz yaşanmıştır (Turgut, 2006: -251).

Finansal liberalizasyon sürecine girilmesiyle birlikte, Türkiye ekonomisi için büyük bir sorun olan cari açıkların giderek artması<sup>55</sup> ve o dönemde, bu açıkları kapatmak için en önemli kaynak olan yabancı yatırımların yetersiz kalması, dış borçlanma yoluna gidilmesine neden olmuştur. Dış borçlanmanın gündeme gelmesiyle birlikte 1998 yılında %45.5 olan dış borç/GSYH oranı ilk krizin gerçekleştiği 2000 yılında %14 artarak %59.3'e ve bir sonraki kriz yılında ise daha da artarak %77'ye ulaşmıştır. Aynı şekilde, iç borçlanmanın GSYH'ye oranı incelendiğinde, genelde %20'lerde seyreden bu oran, 1999 yılına gelindiğinde %29.3 gibi yüksek bir seviyeye, 2001 yılında ise %77'ye yükselmiştir. Cari işlemlerde meydana gelen bu artışla birlikte özelleştirme konusunda yapılması beklenen reformlarda gecikmeler yaşanması, gerek iç piyasalarda gerekse de dış piyasalarda yaşanan tedirginliği artırmış ve oluşan bu tedirgin ortam sermaye girişlerine olumsuz yansıtılarak kısa vadeli faiz oranlarında artış yaşanmasına neden olmuştur (Özatay ve Sak, 2002: 25; BDDK, 2009: 359).

Yaşanan tüm olumsuzlukları gidererek ekonomide yeniden istikrarı sağlayabilmek amacıyla daha kapsamlı bir ekonomik program gerekliliği sonucunda Türkiye, 9 Aralık 1999 yılında yeni bir ekonomi programı hazırlayarak IMF'ye sunmuş ve kabul edilen "Niyet Mektubu" sonrasında, 1 Ocak 2000'den itibaren 3 yıllık süreci kapsayan maliye, para, döviz kuru ve gelir politikalarının yanısıra yapısal değişimleri de içeren enflasyonu düşürme programı olan 17. Stand By Anlaşması'nı uygulamaya koymuştur (Parasız, 2001: 425; Cansızlar, 2001: 6). IMF'ye verilen niyet mektubunda, *2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı (17. Stand By Anlaşması)*'nin genel çerçevesi üç temel unsur üzerine kurulmuştur. Bunlar (Erçel, 1999: 15-16):

- Sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlayı artırmak, yapısal reformları gerçekleştirmek ve özelleştirmeyi hızlandırmak,
- Enflasyon hedefiyle uyumlu gelir politikası uygulamak

<sup>55</sup> Cari işlemler açığı 1999'da 0.925 milyar dolar iken 2000 yılında on kattan fazla artarak 9.92 milyar dolara ulaşmıştır (IMF, 2018b).



- Enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yönelik katkıyı destekleyip ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikaları uygulamaktır.

2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nda, kamu maliyesinde şeffaflaştırma yapmak; KKBG'ni ve faiz ödemelerini azaltmak; sosyal güvenlik, özelleştirme, sermaye piyasası (özellikle bankacılık), vergi ve tarım konularında reformlar yapmak amaçlanmıştır (Doğan, 2000: 14-23). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nda enflasyonun kontrol altına alınmasında, ücretlerin çıpa olarak kullanılması da göze çarpmaktadır. Programa bir yıl boyunca ücretlerin %25, kurların ise %20 civarında artması eklenmiştir. 2000 yılı istikrar programı, bütçe harcamalarının kontrol altında tutulmasını ve faiz dışı bütçe dengesinin %5 fazla vermesini hedeflemiştir (Ertuna, 2005: 80-84).

Programın bir yıllık uygulanma süreci sonunda, hedefleri aşan ve hedeflerin altında kalan değişkenler<sup>56</sup> olmuştur. Para ve döviz kuru politikalarında kısa süreli de olsa başarılı sonuçlar alınmasına karşın, ekonominin yeniden yapılandırılması konusunda diğer hedeflere ulaşamadığı görülmüştür. Artan enerji fiyatları dikkate alınmadığı için TÜFE %39 ile tahminlerin üzerinde gerçekleşirken, Türk lirası bir önceki yıla göre %13 değer kazanmıştır. Tüketici kredilerinin, bu bağlamda, cari işlemler açığının büyük oranda arttığı görülmüştür. Cari açığın beklenenden fazla artmasının arkasında, TL'nin aşırı değerlenmesi ile birlikte ithalatın artması ve petrol fiyatlarının 1999 yılına oranla üç kattan fazla yükselmesi yatmaktadır (Turan, 2011: 70). Aslında bu cari açıkların kronikleşmesi ve önüne geçilememesi, para krizinin başladığını açıkça göstermektedir. Programın odağında bulunan enflasyonun, 2000 yılı sonunda %25 olması planlanmış ancak %39 olmuştur. Programda, 2000 yılı büyüme oranı %5 olarak hedeflenmiştir; ancak, bu hedef aşılarak ekonomi %6.3 oranında büyümüştür. Dış ticaret açığı 22.3 milyar dolara, cari açık ise 9.8 milyar dolara yükselerek hedeflenen değerlerin çok üstüne çıkmıştır (Çarıkçı, 2001: 477).

---

<sup>56</sup> Örneğin; ödemeler dengesi göstergelerinde olumsuzluk yaşanmıştır. İthalatın artıp ihracatın düştüğü, dolayısıyla da cari işlem dengesinin bozulduğu görülmüştür.

2000 yılında 8.4 milyar dolar olarak gerçekleşen sermaye girişlerinden kısa vadeli sermaye girişleri, bir önceki yıla göre 3.2 milyar dolar artarak 4.2 milyar dolara yükselmiştir. 2000’li yılların sonuna gelindiğinde ise programın uygulamasında yaşanan aksaklıklarla beraber, aynı tarihlerde Arjantin’de yaşanan krizin yarattığı güvensizlik ortamı neticesinde yatırımcılar tedirgin olmuş ve ülkeden sermaye çıkışları<sup>57</sup> başlamıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 155). Yaşanan bu ciddi sermaye çıkışı sonrasında panik havası oluşmuş, döviz talebi sıkıntısı başladığı için bankalar, yükümlülüklerini yerine getiremez hale gelmişlerdir. Bankaların, likidite sorunu yaşamaya başlamaları ile birlikte Kasım 2000’de kriz artık iyice belirmiştir.

#### **1.6.5.2.2. Kasım 2000 Krizi**

Kasım 2000’deki krizin bir likidite krizi olduğu yönünde görüş birliği olmakla beraber, krizi, IMF politikalarındaki yanlışlıklara ve temel makroekonomik göstergelerin zayıflığına bağlayan araştırmacılar da bulunmaktadır. Kasım 2000’de yaşanan likidite krizi ve ardından meydana gelen Şubat 2001 Krizi<sup>58</sup>, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı’ndan az da olsa uzaklaşılmasının ekonomi üzerinde ne kadar etkili olduğunu göstermektedir.

Türkiye, 1 Ocak 2000 itibarıyla enflasyonu düşürme programı uygulamaya başlamış ve bu kapsamda *sabit döviz kuru rejimine* geçmiştir. Ülkeye yönelik sermaye hareketlerini sınırlandırmak ve maliyet enflasyonunu azaltabilmek amacıyla 2000 yılının ilk yarısında faiz oranları hızla aşağı çekilmiştir. Bunun üzerine, küçük ve orta büyüklükteki bankalar ellerinde bulunan hazine kâğıtlarını (bono ve tahvil) zararına satmaya başlamışlardır. Likidite krizine giren bu bankalardan Demirbank, Kasım 2000’de bankalararası piyasadan 300 milyon dolar borçlanmak istemiş ve başarısız olmuştur. Ayrıca, Türk Lirası’nın aşırı değerlenmesi ve Türkiye’de yatırım yapan yabancıların toplu halde ülkeden çıkış yapmaya başlamaları, bankaları pozisyon kapatmaya yöneltmiştir. Yerli ve yabancı yatırımcıların dolar satın alma isteği, piyasada bir likidite sıkışmasına neden olmuştur. Net sermaye çıkışı sonucunda cari

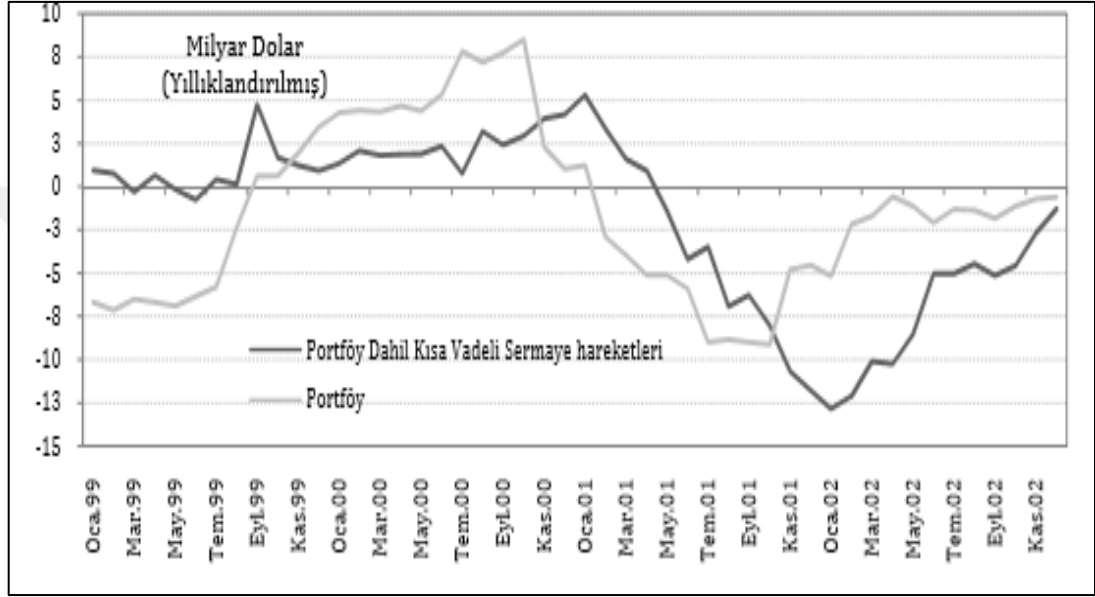
<sup>57</sup> Ekonomide, Kasım 2000 Krizi’nin ardından sermaye çıkışı durdurulamamıştır ve bu süreç, Şubat 2001 krizi ile devam etmiştir. Ülkeden çıkan sermaye miktarı Kasım 2000-Haziran 2001 yılları arasında 12.8 milyar doları aşmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 155).

<sup>58</sup> Şubat 2001’de yaşanan krizin kaynağı, Kasım 2000 Krizi’dir (Güloğlu, 2001: 526).

işlemler açığının artmasına Türk bankacılık sektörünün kırılgan ve sağlıksız yapısı da eklenince ülke krize sürüklenmiştir (Çarıkçı, 2001: 477; Ateş, 2004: 198).

Yaşanan bu gelişmelerden sonra 2000 yılının Kasım ayının ikinci yarısında, faiz oranları önemli oranda artırılmıştır. Ancak, büyük miktarda sermaye kaçışını engellemeye yetmemiştir. Bu durum Grafik 1'den izlenebilir.

**Grafik 1: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri**



**Kaynak:** TCMB (2003: 55-60).

Grafik 1'den görüldüğü üzere; 1999 yılı ortalarından itibaren ülkeye önemli ölçüde yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Ancak, Kasım 2000'den itibaren bu akış tersine dönmüş ve ülkeden sermaye çıkışı Kasım 2002'ye kadar devam etmiştir. Bu süreçte, paralarını dövize çevirerek çıkış yapmak isteyen yabancı yatırımcıların döviz talebinin ve ülkede başlayan dolarizasyon sürecinin etkisiyle kurlar hızla artma eğilimine girmiştir. TCMB, sabit kuru devam ettirebilmek için Kasım 2000'de 27 milyar dolar olan rezervlerinden kullanmaya başlamıştır. Uluslararası rezervler erimeye başladığı için ülkede sabit kur rejiminin sürdürülebileceğine ilişkin endişeler artmıştır, ekonomide genel bir güvensizlik ortamı oluşmuştur ve bu bağlamda, tüm finans piyasaları kaosa sürüklenmeye başlamıştır.

Kriz döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) endeksinin seyri Grafik 2'den izlenebilir.

**Grafik 2: İMKB Ulusal 100 Endeksi**



**Kaynak:** EVDS (2018r).

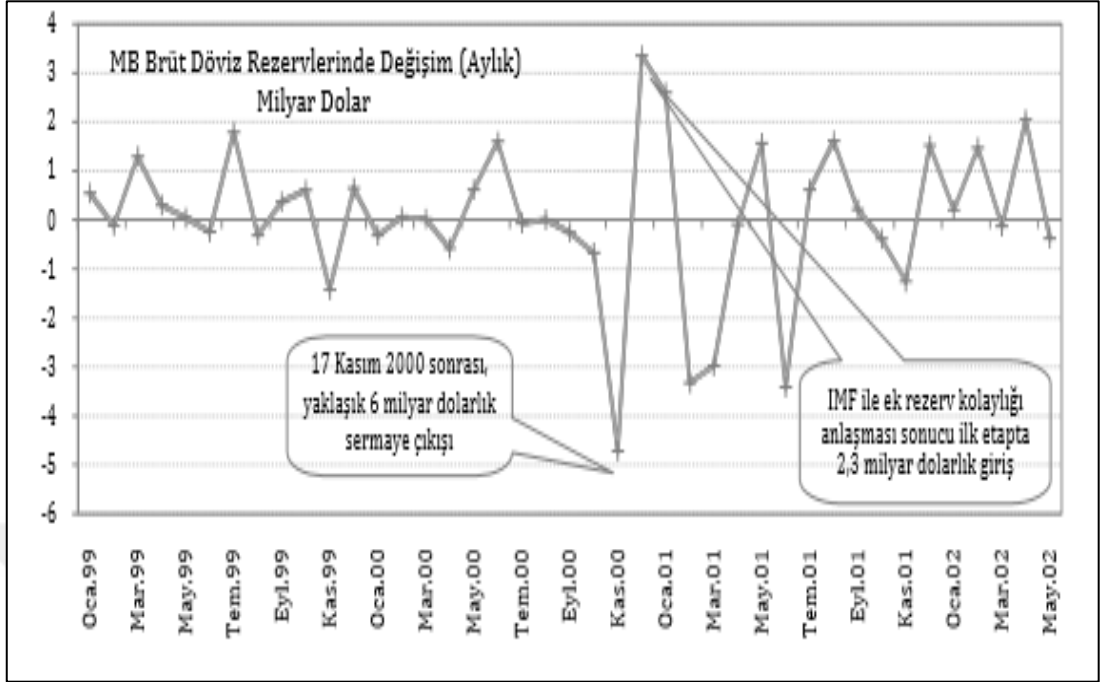
Grafik 2’den görüldüğü üzere; 2000 yılı Kasım ayı başında 15000 puan seviyesinde olan İMKB endeksi (yeni ismiyle BIST 100 endeksi), %50’den fazla değer kaybederek, Aralık 2000’de 7400 puana kadar düşmüştür. Sonra kısmi bir toparlanma yaşanmışsa da Şubat 2001 Krizi’nin etkisiyle 7100 puana kadar gerilemiştir.

Krizin daha da derinleşmesini önlemek amacıyla 2000 yılının Kasım-Aralık döneminde bir dizi önlem alınmıştır. Bu kapsamda, döviz kuru ve likidite baskısını hafifletmek amacıyla yurt içi kaynaklara işlerlik kazandırılmasına ek olarak, yürütülmekte olan 17. Stand By Anlaşması, *Ek Rezerv Kolaylığı*<sup>59</sup> ile desteklenmiştir.

Kriz döneminde Merkez Bankası rezervlerindeki değişim Grafik 3’te yer almaktadır.

<sup>59</sup>Kasım 2000 Krizi’ni takip eden dönemde IMF’den sağlanan “ek rezerv kolaylığı” adındaki yeni kredi, piyasada TL’den dövizde kayımlarını önlemede yarar sağlamış olsa da, kısa vadeli ve yüksek maliyetli bir kredi olmuştur (Danışoğlu, 2007: 8).

**Grafik 3: TCMB Brüt Döviz Rezervleri**



**Kaynak:** TCMB (2003: 63).

Grafik 3'ten izlenebileceği gibi 17 Kasım 2000 sonrasında TCMB rezervleri 5 milyar dolara yakın azalmıştır. IMF ile imzalanan "Ek Rezerv Kolaylığı" sayesinde Merkez Bankası rezervleri 2.3 milyar dolar artmıştır ve dolayısıyla da, finansal piyasalardaki dalgalanmalar kısmen giderilmiştir. Ancak, faiz oranlarının kriz öncesi döneme göre yüksek seviyelerde kalması; özellikle aşırı dercede gecelik borçlanma ihtiyacı duyan kamu bankalarıyla, portföyünde yoğun olarak DİBS bulunduran TMSF kapsamındaki bankaların mali yapılarını daha da bozmuştur (BDDK, 2001: 5-6).

Dornbusch (2001: 5), Kasım 2000 Krizi'nin bir bankacılık krizi olduğunu ve kötü durumda olan bankaların vermiş oldukları kredileri geri çekme isteklerinin krizi tetiklediğini belirtmiştir. Merkez Bankası'nın, döviz satışından elde ettiği likiditeyi, yeniden satın alınması için bankalara kredi olarak pompaladığını ve sonucunda oluşan rezerv kaybının, IMF destekli döviz kuruna dayalı istikrar programına büyük oranda zarar verdiğini ifade etmiştir. Yay (2001: 51-55), Kasım 2000 ekonomik krizinin nedenlerini; makroekonomik sorunlar, bankacılık kesiminden kaynaklanan sorunlar, sabit kura dayalı istikrar programının getirdiği sorunlar, kısa vadeli sermaye hareketlerinin değişkenliğinden kaynaklanan sorunlar, 2000 yılında başlanan dezenflasyon programının güçlendirilememesi ve politik istikrarsızlıklar şeklinde

sıralamıştır. Eren ve Süslü (2001: 664-665), Kasım 2000 Krizi'ni, izlenen döviz kuru politikasının güvenilirlik kazanamaması, denetimi etkin bir şekilde yapılamayan bankacılık kesiminin sorunları, 2000 yılında başlanan dezenflasyon programının güçlendirilememesi ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsız bir zemin oluşturması sebeplerine bağlamıştır. Boratav (2000: 24-25), Kasım 2000 krizinin nedenleri arasında; hedeflenen özelleştirmelerin yapılamaması, 780 milyon dolarlık Dünya Bankası kredisinin askıya alınması, Ziraat Bankası ile Halk Bank'ın görev zararlarının 2000 yılına kadar 21 milyar Dolara yükselmesi, 1999 yılında yaşanan Marmara ve Düzce depremlerinin devlete olan 12 milyar dolarlık maliyetinin de sayılabileceğini ifade etmiştir. Fischer (2001: 20) ise cari açığın, en önemli kriz nedeni olduğunu, Kasım 2000 Krizi üzerinde bankacılık kesimi ile birlikte yüksek cari işlemler açığının da etkilerinin olduğunu belirtmiştir. Özatay ve Sak (2002: 24-26)'a göre ise Kasım 2000 Finansal Krizi'nin temel nedenleri; cari işlemler açığı, enflasyon oranının ve finansal kesimin yükümlülüklerinin döviz rezervlerine oranının yüksek olması, aşırı değerli döviz kuru, yüksek KKBG ve bunun finansmanındaki yanlışlıklardan kaynaklanan bankacılık sektörü kırılganlıklarıdır<sup>60</sup>.

Özetlemek gerekirse; Kasım 2000 Krizi öncesinde faiz oranı, borsa, iktisadi büyüme gibi temel makroekonomik değişkenler olumlu gelişme gösterirken enflasyonun beklenildiği gibi düşük gerçekleşmemesi, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının artması, bütçe dengesinin bozulması gibi temel makroekonomik değişkenlerin olumsuz gelişme göstermesinin dışında KKBG'nin yüksek olması ve bankacılık sisteminin denetimsiz faaliyetleri döviz kurunu çıpa olarak alan programın sürdürülebilirliği konusunda hanehalklarında uygulanan programa karşı ciddi kuşuklara neden olmuştur. Sonuç olarak; krizden önce sabit kur sistemine olan güvensizlikten dolayı oluşan yabancı para stoku, uygulanan programları başarısız konuma düşürmüştü ve Şubat 2001 Krizi'nin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

---

<sup>60</sup>Akyüz ve Boratav (2002: 39), Şubat 2001 Krizi'nin oluşumunda bankacılık sistemindeki kırılganlığın rolünü şöyle açıklamaktadır: "Türk bankacılık sisteminin yapısını, zaafalarını ve kur çıpası kullanan istikrar politikalarının dinamiğini bilen herhangi bir kişi, nominal faiz oranlarında hedeflenen hızlı düşüş gerçekleşirken ortaya çıkacak sorunları ve sermaye akımlarındaki sert dalgalanmaların yaratacağı risklere karşı Türk ekonomisinin ne denli hassas (kırılgan) olduğunu bilmeliydi".

### 1.6.5.2.3. Şubat 2001 Krizi

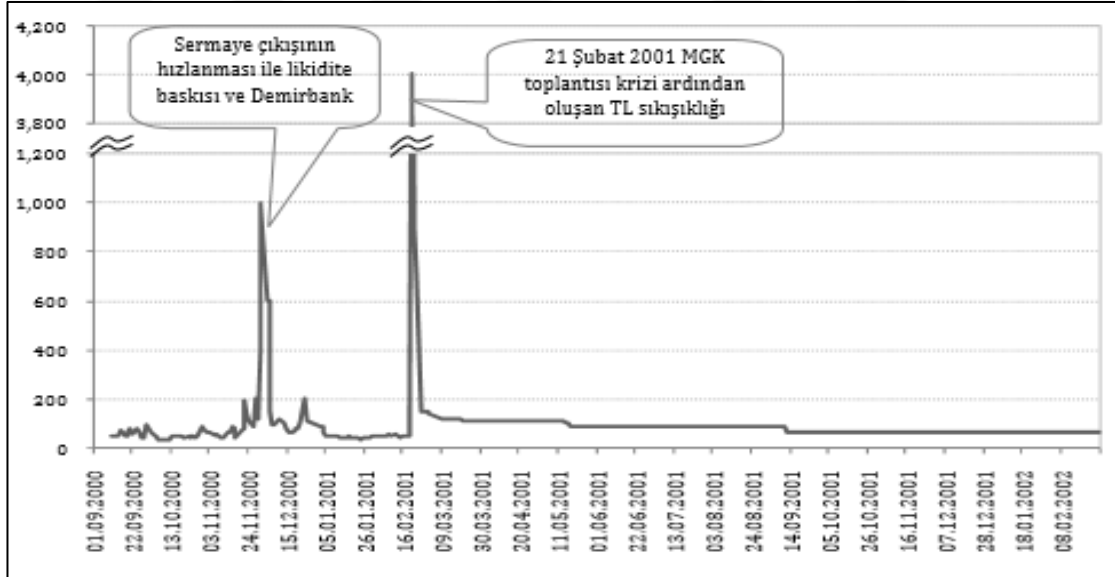
Alınan önlemlerle birlikte, 2000 yılı Aralık ayının ikinci haftasından itibaren Kasım 2000 Krizi'nin etkileri azalmaya başlasa da piyasalardaki tedirginlik tam olarak giderilememiştir. Ardından, bu psikolojik ortamda 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan siyasi gerilim, uygulanmakta olan istikrar programının sürdürülebileceğine yönelik güvenin tamamen kaybolmasına yol açmıştır. Bu bağlamda, hem yurtdışı hem de yurtiçi yerleşikler yoğun bir şekilde döviz talep ederek ikinci bir spekülasyon saldırısının başlamasına ve dolayısıyla da Türk Lirasının önemli ölçüde değer kaybetmesine neden olmuşlardır. TCMB, bunun üzerine, başlangıçta kur rejimini savunmak ve rezerv kaybını önlemek amacıyla piyasaya verdiği Türk Lirası likiditeyi, oluşan durumdan ötürü sınırlamaya çalışmak istemiş ve bankalara 4 milyar dolar (yaklaşık 3 katrilyon TL) aktararak piyasadaki likidite krizini engellemeye çalışmıştır. Ancak, bu uygulama sonucunda gecelik faizler %1000 seviyesinin üzerine çıkmıştır. Bu aktarmanın da etkisiyle 16 Şubat'ta 27.94 milyar dolar olan TCMB döviz rezervleri, 5.36 milyar dolar azalarak 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara kadar inmiştir. 19 Şubat'ta 1\$=686500 TL olan döviz kuru, 23 Şubat'ta 920000 TL'ye çıkmıştır. Yüksek döviz talebine karşı dayanma gücü kalmayan TCMB, 22 Şubat 2001'de sabit kur rejimi uygulamasına son verdiğini ve kuru dalgalanmaya bıraktığını açıklamıştır (Kar ve Kara, 2002: 72; Güloğlu, 2001: 526). Bunun üzerine de kur, çok hızlı bir şekilde artmaya başlamıştır.

2000 yılı başında, enflasyondan kurtulmayı, ekonomiyi istikrarlı bir yapıya kavuşturmayı amaçlayan 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, Kasım 2000'de derin bir yara almış ve Şubat 2001'de tamamen çökmüştür (Danışoğlu, 2007: 8). Şubat 2001 Krizi, Kasım 2000 Krizi'nin devamı niteliğinde olup, 19 Şubat 2001'de döviz krizi şeklinde ortaya çıkmıştır. Şubat 2001 Krizi, siyasi olarak da piyasalara güvensizlik olarak yansımıştır. 1 Ocak 2000'den itibaren uygulanmakta olan IMF destekli programda yer alan sabit kur ve finansal serbestleşme uygulamaları, şirket ve banka bilançolarındaki bozulmalara ve dışarıdan borçlanmaya neden olmuştur. Bu durum, Şubat 2001 Krizi'nde etkin rol oynamıştır. Şubat 2001 Krizi ile ekonomi, %9.4 oranında küçülmüştür. Ulusal paradaki değer kaybının %75'lerde olması ithalatı pahalılaştırırken, ihracatı da artırmıştır. Dış ticaret açığı 4.4

milyar dolara düşmüş, cari işlemler hesabı 3.3 milyar dolar fazla vermiştir. Enflasyon ise TEFE’de %86.6’ya yükselmiştir. Kamu dış borç stokunun GSYH’ye oranı %77’ye yükselmiş, iç borç stokunda da artışlar gözlenmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye girişi azalmış, TL’ye güven kaybolmuş ve kişi başına GSYH ise 2123 dolara gerilemiştir. Bu göstergeler ifade etmektedir ki 2001 yılı, Türkiye ekonomisi için kötü bir yıl olmuştur (DİE, 2003).

Bankacılık kesiminde Demirbank, Bank Kapital ve Etibank’ın TMSF’ye devredilmesiyle başlayan tartışmaların ciddi boyutlara ulaşması, bazı küçük ölçekli bankaların bankacılık yapma yetkilerinin ellerinden alınması, kamu bankalarının mevduatlarının, bu bankaların görev zararlarını kapatmak için kullanılması ve özel bankaların mevduatlarının çoğuyla devlet tahvili alınması, ekonomide önemli bir likidite sorununa neden olmuştur. Özellikle, Şubat 2001 Krizi’ni de kapsayan dönemlerde banka kredilerinin azaldığı ve banka öz kaynaklarının reel anlamda hızla eridiği görülmüştür (BDDK, 2001: 1-3). Kriz döneminde faizde yaşanan dalgalanma Grafik 4’te görülmektedir.

**Grafik 4: TCMB Gecelik Faiz Oranları**



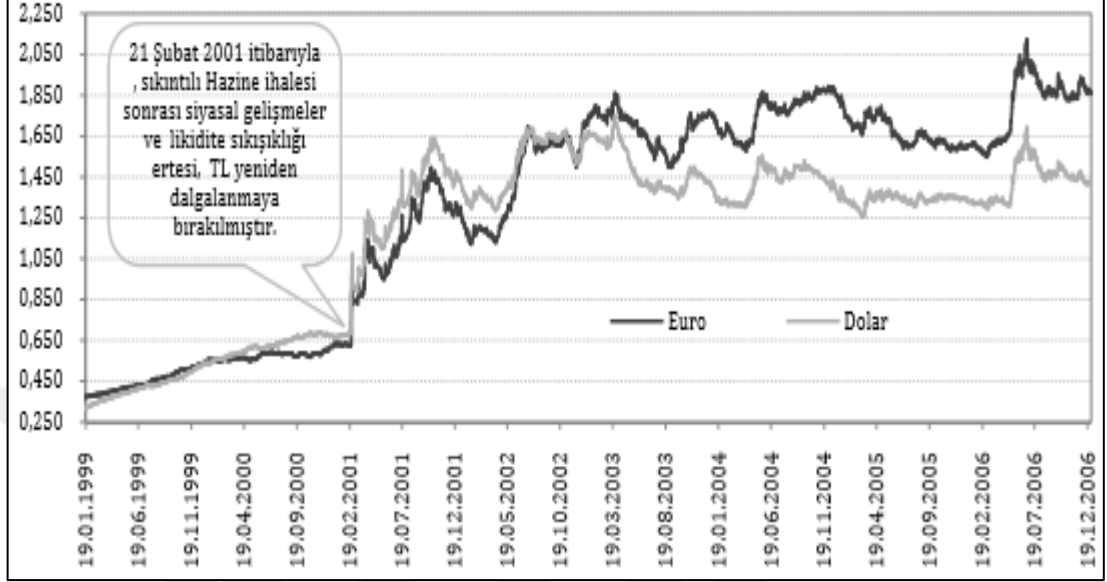
**Kaynak:** TCMB (2003: 110-113)

Grafik 4’te yer alan ilk sivri yer, gecelik faizlerin %1000’e ulaştığı Kasım 2000 Krizi’ni göstermektedir. 21 Şubat 2001’de ise gecelik borçlanma faizleri %4000 sınırına dayanmıştır. Kara Çarşamba olarak da adlandırılan 21 Şubat 2001 tarihinde, TCMB’nin para politikalarının ve likidite yönetiminin etkinliği ortadan kalkmış,



dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Şubat 2001 Krizi döneminde döviz kurunda yaşanan gelişmeler Grafik 5'te yer almaktadır.

**Grafik 5: Döviz Kuru Gelişmeleri**



**Kaynak:** TCMB (2003: 53, 63).

Grafik 5'te görüldüğü üzere, sabit kur rejiminin uygulandığı 1 Ocak 2000-19 Şubat 2001 döneminde döviz kurları istikrarlı tutulurken, 19 Şubat 2001'den itibaren kurda ani bir yükseliş görülmektedir. 22 Şubat 2001 tarihinde tamamen dalgalı kur rejimine geçilmiş ve 2001 yılı sonunda ABD Doları 1465000 TL'ye, Euro 1650000 TL'ye kadar yükselmiştir.

Alper (2001: 51-71), Şubat 2001 Krizi'nin nedenlerini; olumsuz dış faktörler (petrol fiyatlarının, uluslararası faiz oranlarının ve Dolar/Euro paritesinin artması) ve uygulanmakta olan IMF programındaki tasarım yanlışlıkları olarak belirtmektedir.

Özatay ve Sak (2002: 2-8), kamu kesimi borçlanma gereği, kamu borcunun GSYH'ye oranı, cari işlemler açığı, enflasyon oranı, finansal kesimin yükümlülüklerinin döviz rezervlerine oranı, döviz kuru gibi 2000 yılı makroekonomik göstergelerinin yüksek olmasına rağmen bankacılık sisteminin gerektiği kadar sağlam olması durumunda Şubat 2001 Krizi'nin ortaya çıkmaması olacağını ifade etmektedir.

Durgut (2002: 55-56)'a göre; cari işlemler açığı, aşırı değerli döviz kuru, zayıf bankacılık sistemi, finans piyasalarında yapılan hatalar, faiz oranlarındaki düzensizlikler ve portföy yatırımları Şubat 2001 Krizi'nde etkili olmuştur.

Togan (2001: 511) ise mali disiplinin bozuk ve reel döviz kurunun aşırı değerli olmasının, Nisan 1994 ve Şubat 2001 Finansal (döviz) Krizleri'nin temel nedeni olduğunu ileri sürmektedir.

Karabulut (2002: 160-166), Türkiye ekonomisindeki döviz krizlerine yönelik olarak gerçekleştirmiş olduğu 1989-2001 dönemini kapsayan çalışmasında; devlet tarafından açıklanan resmi döviz kuru ile piyasalarda geçerli döviz kuru arasındaki farkın en yüksek olduğu Mart 1994 ve Şubat 2001 arası dönemde finansal krizlerin ortaya çıktığı sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmasının önemi; Şubat 2001 Krizi için finansal kriz kavramı yerine döviz krizi kavramını kullanmış olmasıdır. Karabulut (2002)'a göre döviz krizlerinin temel nedeni; kriz öncesinde döviz kurlarına baskı yapan ve böylece paranın aşırı değerlenmesine yol açan kur politikalarıdır. Yazar, Türkiye'deki krizlerin de aynı şekilde, kriz öncesinde döviz kurunun görmüş olduğu baskı sonucunda ulusal paradaki aşırı değerlenmeden kaynaklandığını belirtmektedir.

Kısaca özetlenecek olursa; Şubat 2001 Krizi öncesinde kamu kesiminin iç ve dış borç stokunun yüksekliği ve bankacılık sisteminin denetimsiz faaliyetleri, ekonomik birimlerde uygulanan programa karşı bir güvensizlik oluşturmuştur. Şubat 2001 Krizi öncesinde ekonominin temel makroekonomik değişkenlerine bakıldığında; faiz oranı, borsa ve ekonomik büyümede olumlu gelişmeler yaşanırken, enflasyonun beklenilenden yüksek çıkması, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, cari açığın artması ve bütçe dengesinin bozulması sebepleri döviz kurunu çıpa olarak alan programın sürdürülebilirliği konusunda ciddi kuşku oluşturmuştur. Uygulanan sabit kur rejiminin sürdürülemeyeceğine yönelik beklentiler ve Merkez Bankası rezervlerinin hızla erimesi de krizi iyice tetiklemiştir (Işık vd., 2004: 62-63).

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Çalışmanın bu bölümünde, finansal istikrarla ilgili temel bilgiler verildikten sonra Büyük Resesyon detaylı bir şekilde incelenecektir; ayrıca, finansal sistemi daha istikrarlı hale getirebilmek için uygulanan *Basel Bankacılık Düzenleme Kurulu*'nun yapmış olduğu uygulamalar hakkında bilgiler sunulduktan sonra finansal istikrarı sağlayabilmek için kullanılacak politika araçları ayrıntılı bir şekilde tartışılacaktır.

#### 2.1. FİNANSAL İSTİKRAR

Çalışmanın bu bölümünde finansal istikrar ve finansal istikrarsızlık kavramlarının tanımları literatür taranarak sunulmuştur.

##### 2.1.1. Finansal İstikrar

Ekonomilerde likit varlıkların kullanımının artmasıyla birlikte sermaye hareketleri, finansal piyasalar aracılığıyla makro ekonomik sonuçlara yol açmaya başlamıştır. Bu nedenle finansal istikrar kavramı bütün ülkeler için önemli hale gelmiştir (Schinasi, 2004: 6). Ancak, finansal sistemin yapısının dinamik olup ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi ve bu bağlamda sistemdeki gelişmelerin tahmininin çok zor olması, finansal istikrarın tanımlanması ve sağlanması hususunda hangi tür politikaların uygulanması gerektiğine dair genel kabul görmüş bir tanımın oluşamamasına neden olmuştur (Crockett, 1996: 531-532). İlerleyen süreçte, finansal istikrarın bir para politikası hedefi haline getirilmesiyle birlikte finansal istikrar kavramının tanımlanmasına yönelik çalışmalar hızla artmış olmasına rağmen yine de net bir görüş birliğine ulaşılamamıştır (Borio ve Drehmann, 2009: 3).

Finansal istikrar tanımının tam olarak yapılabilmesi için, finansal sisteme dair tüm faktörlerin göz önünde bulundurulması gerekir. Bu anlamda; finansal araçlar (bankalar, borsa aracı kurumları, forex kuruluşları, vb.), organize ve organize olmayan piyasalar (menkul kıymet borsaları, vadeli işlem borsaları, altın ve emtia borsaları), sistemin işleyiş düzeni, finansal sistemi destekleyen teknolojik altyapı, yasal çerçeve,

düzenleyici kanunlar ile denetleyici ve düzenleyici kurumlar finansal istikrarın bir bileşeni olarak göz önünde bulundurulmalıdır (Padoa-Schioppa, 2003: 271).

Finansal istikrar kavramı doğal bilimlerde kullanılan denge kavramı<sup>61</sup> ile benzerlik göstermektedir. Finansal sistem, bir sapmaya uğradıktan sonra tekrar ilk konumuna dönebiliyorsa istikrarlıdır ya da dengededir denilebilir. Bahsedilen bu sapsmalar; bankaların bilançolarının bozulması, şirketlerin iflas etmesi, faizlerde veya döviz kurlarında meydana gelen beklenmedik şoklar, para ve maliye politikalarında yapılan ani değişiklikler, tüketici tercihlerinde ya da teknolojide meydana gelen beklenmedik değişiklikler vb. olarak ifade edilebilir (Allen ve Wood, 2006: 154-155).

Schinasi (2004: 8)'e göre finansal istikrar; finansal sistemin, ekonomideki kaynakların dağılımında, üretiminde ve bölüşümünde etkinliğe sahip olabilmesi, refah artışını ve ekonomik büyümeyi kolaylaştırabilmesi, ekonomide oluşan finansal riskleri değerlendirip yorumlayabilmesi, fiyatlama ve yönetme kabiliyeti sayesinde söz konusu fonksiyonların içsel ya da dışsal şoklar karşısında kendi kendini düzeltip performansını sürdürebilmesidir.

Finansal sistemin, şokların, gerilme durumlarının ve şiddetli yapısal değişimlerin gerçekleştiği dönemlerde bile kaynakların dağıtımı; risklerin yayılması; ödeme hesaplarının kapanması gibi kilit ekonomik fonksiyonları etkin bir şekilde yerine getirdiği durağan duruma finansal istikrar denilmektedir (Deutsche Bundesbank, 2003: 8).

Finansal sistemi oluşturan politika araçlarının, piyasaların ve kurumların düzgün bir şekilde çalışmasına finansal istikrar adı verilmektedir (Duisenberg, 2001: 39). Daha genel bir ifadeyle; finansal sistemin, ekonomik ve siyasi şokların, yurtiçi ve yurtdışı baskıların/atakların, önemli yapısal değişimlerin gerçekleştiği dönemlerde bile kaynakların etkin dağıtımı, risklerin yayılması, ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilebilmesi gibi kritik ekonomik fonksiyonların yerine getirilebildiği durağan duruma finansal istikrar denilmektedir (Deutsche Bundesbank, 2003: 8).

---

<sup>61</sup> Doğal bilimlerde; herhangi bir sistem, başlangıç noktasından sapma gösterdikten sonra tekrar aynı noktaya dönebiliyorsa denge söz konusudur ve bu durum, istikrar olarak kabul edilmektedir (Allen ve Wood, 2006: 154).

Crockett (1997: 13), finansal istikrarı kurumlar ve piyasalar açısından ayrı ayrı tanımlamıştır. Buna göre finansal kurumlar açısından finansal istikrar; yapılan sözleşmelere bağlı olarak yürütülen faaliyetlerin herhangi bir kesintiye uğramadan ve dışarıdan bir müdahale olmadan güven içinde sürdürülmesi olarak tanımlanırken, piyasalar açısından finansal istikrar; finansal piyasalarda faaliyet gösteren tüm katılımcıların, işlemlerini piyasada oluşan fiyatlardan rahatlıkla gerçekleştirebilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Padoa-Schioppa (2003: 270) finansal istikrarı; ekonomide yaşanacak bir şok karşısında, tasarrufların yatırıma dönüşme sürecinde bir sorun yaşanmaması ve ekonomideki ödeme sisteminin işlerliğinin bozulmaması durumu şeklinde tanımlamaktadır.

Norges Bank (2015: 5) ise finansal istikrarın tanımını, istikrar olgusundan hareket ederek yapmıştır. Buna göre finansal istikrar; şoklara karşı dirençli olan, fonları doğru biçimde kanalize edebilen, ödemeleri gerçekleştirebilen ve riskleri etkin şekilde dağıtabilen finansal yapıdır.

ECB (2017: 2-6) de finansal istikrarı; finansal sistem aracılarının, finans piyasalarının ve finansal sistem piyasa yapılarının finans hizmetlerinde büyük aksamalar olmadan şoklara karşı koyarak işlevlerini yerine getirebilme durumu şeklinde tanımlamaktadır.

Sonuç olarak, literatürdeki çalışmalara göre finansal istikrarsızlığa neden olan ulusal ve uluslararası temel unsurları; reel kredi büyümesi, cari açığın sürdürülemez hale gelmesi, ekonomideki oynaklığın artması, yabancı sermaye hareketlerinin iyi yönetilememesi, finansal türev araçlarının piyasaya olumsuz etkide bulunması, bankalardaki ve banka dışı finansal kurumlardaki finansal düzenlemelerin yetersizliği, sürdürülmesi mümkün olmayan makroekonomi politikalarının etkinliğini yitirmiş olması şeklinde özetleyebiliriz (TCMB, 2015a: 8-11).

### **2.1.2. Finansal İstikrarsızlık**

Literatürde, finansal istikrarı kavram olarak tanımlamaya çalışan iktisadi düşünürler ya da finansal kuruluşlar, daha çok kendi alanlarına uygun tanımlamalar

yapmışlardır. Bu tanımlamalar, yapılan çalışmaya ve çalışmayı yapan kuruma bağlı olarak finansal istikrar kavramının sadece bir yönünü ele almaktadır. Bu durum, finansal istikrarsızlık konusunda tanımlama yapmanın daha geçerli olacağı konusunda bir görüş birliğinin oluşmasına neden olmuştur.

Finansal istikrarsızlık; ekonominin çeşitli kanallarından gelebilecek şokların, yayılma etkisi ile birlikte tüm finansal sistemi etkisi altına alması durumudur (Large, 2003: 171). Bu etkiler; sistemin likidite sağlama özelliğini kaybetmesi ve yapılan sözleşmelerin yerine getirilmesinde sorunlar yaşanması şeklindedir.

Finansal istikrarsızlığın tanımlanmasında, istikrarsızlığın göstergelerini içeren tanımlamalar da mevcuttur. Bunlara göre finansal istikrarsızlık; varlık fiyatlarında aşırı dalgalanma olması, finansal kurumların risk altına girmesi ve çıktı performansının düşmesi şeklinde olabilmektedir (Driffill vd., 2006: 100-101).

Crockett (2000: 4) ise, finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların potansiyel olarak ekonomik performansı tehdit etmesini ya da finansal katılımcıların, sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini yerine getirme yeteneklerini kaybetmesini finansal istikrarsızlık olarak nitelendirmiştir.

Haldane vd., (2001: 23), sadece tasarruf-yatırım eşitliği açısından olaya bakmakta ve finansal sistemde yaşanan bir şok nedeniyle oluşan dalgalanmanın tasarruf-yatırım dengesinde bozulmaya yol açmasını finansal istikrarsızlık olarak adlandırmaktadır.

Mishkin (1999: 6), finansal istikrarsızlık kavramını yatırımlarla ilişkilendirmekte ve bu bağlamda asimetrik bilgi<sup>62</sup> akışından dolayı finansal sistemin, kaynakları verimli yatırım fırsatlarına kanalize edememesi nedeniyle finansal istikrarın bozulacağını ifade etmektedir.

---

<sup>62</sup> Finansal istikrarsızlığın kaynağını oluşturan asimetrik bilginin dört nedeni vardır. Bunlar; belirsizlik artışı, faiz oranlarındaki artış, finansal sektör bilançolarındaki bozulma ve finans dışı sektörlerin bilançolarındaki bozulmadır (Mishkin, 1999: 6).

Chant vd., (2003: 3-4), finansal istikrarsızlık kavramını; finans piyasalarında meydana gelen ve finansal sistemin yanlış çalışması nedeniyle, ekonominin işleyişine zarar veren koşullar olarak ifade etmiştir.

### **2.1.3. Sistemik Risk**

Büyük Resesyon ve bunun olumsuz etkileri, dikkatleri sistemik riske ve finansal kuruluşlara yöneltmiştir. Bu bağlamda sistemik risk; finansal sistemde yaşanan sorunlar nedeniyle finansal aracılık faaliyetlerinin büyük oranda kesintiye uğraması ve reel ekonomide yıkıcı sonuçların ortaya çıkması ihtimalidir (TCMB, 2014b: 2).

Sistemik risk; finansal sistemin bir bölümünde oluşan aksaklıkların, sistemin tamamını veya büyük bir kısmını etkileyerek finansal hizmetlerin işleyişini engelleme olasılığıdır. Aksaklıkların yayılma etkisi, sistemik riske neden olabilmektedir (TCMB, 2015a: 6).

Sistemik risk; finansal kurumlar, finansal enstrümanlar, toplam şoklar, finans piyasaları, piyasa yapıları, uygulanan politikalar ve reel ekonomideki dengesizlikler gibi finansal sistemin asli unsurlarından kaynaklanan risklerdir (Smaga, 2014: 5). Başka bir ifadeye sistemik risk; sadece bir bölümün unsuru olmanın dışında, birbiri ile ilişkili olan sistemin bütün parçalarında aksaklıklar çıkabilme ihtimalidir. Bankacılık sektöründeki sistemik risk ise, bir ülkedeki banka iflaslarının yüksek bir korelasyon ile birbirini etkilemesi, hatta daha da ileri giderek, bir başka ülkenin bankacılık sistemini ve bütün dünyayı etkilemesi şeklinde ifade edilmektedir (Kaufman ve Scott, 2003: 371-372).

ECB (2009: 134) sistemik riski; finansal istikrarsızlığın çok fazla yaygınlaşarak, ekonomik büyümeyi ve refahı zarar görece kadar etkilemesi neticesinde, finansal sistemin işleyişinin bozulması ihtimali olarak tanımlamıştır.

Eijffinger (2012: 316), sistemik riski, finansal sistemin işleyişi bağlamında, belirsizliğin artmasına, güven kaybının yaşanmasına ve reel ekonomi üzerinde olumsuz sonuçların ortaya çıkmasına neden olan faktör olarak tanımlamıştır.

Mishkin (1995: 32)'e göre sistemik risk, finansal piyasalardaki enformasyon alışverişini bozarak, fonların, çok üretken yatırım fırsatlarına aktarılmasına engel olan, genellikle beklenmeyen ve aniden çıkma olasılığına sahip olgudur.

Finansal kurumların ve ekonomik birimlerin faaliyetleri ve problemleri, finansal sistemin geneline yayılabilmektedir (Claessens vd., 2013: 157-158). Sistemik risk, finansal sistemin işleyişinde meydana gelen ve reel ekonomide çok önemli sorunlara yol açabilecek büyüklükte olup, finansal sistemin geneline yayılmış problemler olarak da tanımlanabilir (Bank of England, 2015: 2).

Günümüz küresel ekonomisinde, ülke içinde ve ülkeler arasında finansal bağların artması nedeniyle, ekonominin belirli bir alanında ortaya çıkabilecek sorunlar, diğer alanlara da sıçrama potansiyeli kazanmıştır. Bu ihtimale, sistemik risk adı verilmektedir. Finansal istikrar, sistemik risk ile yakından ilgilidir (Schoenmaker, 2011: 57). Bu bağlamda, Acharya (2009: 224-225)'e göre pek çok bankanın aynı anda başarısız olması ve bu durumun salgın yaratarak, diğer birçok bankanın da başarısızlığına neden olması sistemik riske güzel bir örnektir. Çünkü risklerdeki yayılma (bulaşıcılık), ekonomideki toplam yatırımları azaltmaktadır.

Görülmektedir ki, finansal sistemde genel istikrarı sağlama amacıyla olan makro ihtiyati politikaların odağında sistemik riskler bulunmaktadır. 2008 yılında yaşanan Büyük Resesyona, ekonomileri derinden etkilemiş ve finansal sistemde oluşan sistemik riskleri ön plana çıkarmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminde ortaya çıkan sistemik risklerin asıl nedeni, küreselleşme sürecinden sonra farklı ülke ekonomilerinin birbirleriyle etkileşiminin artmasıdır. Farklı ülke ekonomilerinin etkileşim düzeyinin artması sonucunda, risk algısındaki değişimlerin ve sıcak para hareketlerindeki dalgalanmaların finansal sistem üzerindeki etkisi de artmıştır. Bu bağlamda, sistemik risklerin önlenmesi açısından, ekonominin sermaye hareketlerine karşı kırılganlığını azaltmak çok önemlidir (TCMB, 2012f: 3).



## **2.2. FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI**

Çalışmanın bu bölümünde finansal istikrarı sağlamada para politikalarının rolü ve bu politikaların uygulayıcısı konumunda olan merkez bankalarının etkileri incelendikten sonra fiyat istikrarının ve kredi genişlemesinin finansal istikrara olan etkileri tartışılacaktır.

### **2.2.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasında ve Sürdürülmesinde Para Politikalarının Etkisi**

Literatürde, finansal sistemde oluşabilecek dengesizlikleri sınırlamak ve sistemik risklerin oluşmasını engellemek amacıyla para politikasına çeşitli roller verilmiştir. Büyük Resesyon'dan önceki dönemde para politikasının yalnızca fiyat istikrarına odaklanması gerektiği yönündeki genel hakim görüş, krizden sonra değişmiştir. Bu bağlamda, Bernanke (2010: 22), istisnai durumlarda para politikasının makroekonomik istikrarı sağlama hedefinin ötesine geçmesi gerektiğini ileri sürerken, Borio ve Drehmann (2009: 3-5), finansal istikrarı sağlayabilmek için para politikasının kullanılması gerektiğini ifade etmiştir.

İstikrarlı ve düşük bir enflasyon düzeyinin sağlanması, finansal piyasalara ilişkin beklentileri de istikrarlı hale getirecek ve bu sayede borç alanlarla, borç verenler arasında, enflasyondan kaynaklanan reel gelir transferlerini önleyecektir. Yani, para politikasıyla sağlanan fiyat istikrarı, finansal istikrarı da olumlu yönde etkileyecektir (Cuaresma ve Gnan, 2008: 80).

Merkez bankaları; enflasyona, çıktı açığına ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonlara para politikası uygulamaları ile müdahalede bulunabilmektedir. Literatürde bu duruma “rüzgâra karşı durma politikası” denilmektedir. Bu politika; merkez bankalarının, enflasyon ve çıktı açığı tahminlerine verdiği tepkilerin yanısıra varlık fiyatlarında görülen sapmalara da sistemik bir şekilde tepki vermesinin makroekonomik performansı olumlu yönde etkileyeceğini göstermektedir (Wadhvani, 2008: 25, 26). Rüzgâra karşı durma politikasıyla ilgili olarak, özellikle son yıllarda yapılan teorik ve ampirik çalışmalar, para politikası uygulamalarındaki çok küçük değişikliklerin bile

finansal istikrarsızlıkları ortadan kaldırmada başarılı olabileceğini göstermiştir (Issing, 2011: 7-8).

Finansal piyasaların düzgün işleyişi, para politikası üzerinde olumlu etkilere neden olup finansal istikrarın sağlanmasına yol açmaktadır. Para politikasının fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirememesi durumunda, enflasyonun dalgalanıp beklenmedik bir şekilde artması, gelirin borç verenlerden borç alanlara doğru akmasına yol açacaktır. Enflasyonun dalgalanıp beklenmedik bir şekilde düşmesi ise tam tersi bir sonuca neden olacaktır. Neticede, her iki durumda da kredi kalitesi olumsuz yönde etkilenecek ve banka iflaslarıyla karşılaşılacaktır. İlgili bankaların büyüklüğüne ya da çokluğuna göre de finansal istikrarsızlık oluşacaktır (Sinclair, 2000: 387-388).

Ülke ekonomisinde finansal istikrarın sağlanamadığı durumlarda para politikası araçları istenilen şekilde kullanılamaz ve uygulanan politikalardan beklenen etki sağlanamaz. Kredi piyasasında ve döviz kuru piyasasında yaşanan dalgalanmalar, etkin kaynak dağılımının bozulmasına neden olup likidite fazlasının veya likidite açığının aşırı düzeylere ulaşmasıyla birlikte parasal aktarım mekanizmasının zayıflamasına yol açabilmektedir (TCMB, 2015a: 7).

Para politikasının şeffaf bir şekilde uygulanması ve anlaşılır olması, finansal sektörün merkez bankası politikalarını yorumlamasını kolaylaştıracağı gibi kısa vadeli faiz oranı ile temel makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Bu kazanımlar, finansal istikrara katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak, fiyat istikrarını amaçlayan para politikaları, piyasa bozukluklarını ortadan kaldırarak ve enflasyon belirsizliğine son vererek finansal istikrarın sağlanması konusunda da önemli bir işlevi yerine getirecektir (Papademos, 2006: 4).

Sonuç olarak, finansal sistemin kendi içinde istikrarsızlığa girme eğiliminde olmasından dolayı, para politikasının yalnızca enflasyonla ilgili gelişmelere odaklanmaması, aynı zamanda, orta vadede finansal istikrarı ve makroekonomik istikrarı da dikkate alması gerektiği, literatürdeki politika yapımcıların çalışmalarıyla da desteklendiği gibi açıkça anlaşılmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları, risk algısını ve varlık fiyatlarını etkilediği için merkez bankalarının, varlık fiyatlarındaki balon patlamadan önce finansal sistemdeki dengesizliklere müdahale etmesi gerektiği görüşü

ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla doğru zamanda ve doğru ölçüde uygulanacak para politikaları, ülkelerde finansal istikrarın korunmasına yardım edebilecektir.

## **2.2.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasında ve Sürdürülmesinde Merkez Bankalarının Rolü**

1980 sonrasında liberal ekonomik yapılanmaların ağırlık kazandığı dönemde, uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesiyle ve işbirliğinin artmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelere doğru yönelen yüksek miktarda sermaye girişleri, teknolojik alanda hızlı gelişmelerin görülmesine ve bu gelişmelere bağlı olarak bankacılık sisteminin etkinleşmesine yol açmıştır (King, 1999: 5; Borio, 2005: 84).

Ağustos 2007’de öncü göstergeleri beliren ve Eylül 2008’de Lehman Brothers isimli ABD’li dev yatırım bankasının çöküşü ile iyice belirginleşen büyük finansal krizin yol açmış olduğu küresel ekonomik faaliyetteki daralma, politika yapıcıların mevcut politikaları tekrar gözden geçirmesine neden olmuştur (Bean vd., 2010: 2). Bu bağlamda, Büyük Resesyon ile birlikte merkez bankalarının finansal istikrar amacı ve son ödünç verme mercii olma fonksiyonu gündeme gelmiştir (Cukierman, 2011: 32-33).

Merkez bankalarının finansal istikrar amacına yönelmesinde aşağıdaki faktörler etkili olmuştur (Schinasi, 2003: 13; Padoa-Schioppa, 2003: 274):

- Merkez bankaları, yasal ödeme aracının ve likiditenin tek sağlayıcısıdır,
- Merkez bankaları ülkedeki ödeme sistemlerinin sağlıklı biçimde çalışmasını sağlamakla görevlidirler,
- Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar parasal aktarım mekanizmalarının etkin biçimde işlemesine engel olmaktadır,
- Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında açık bir ilişki olduğu için finansal istikrarsızlık, para politikalarının etkisizleşmesine neden olabilmektedir.

Finansal istikrarın sağlanması bağlamında, finansal piyasa katılımcılarının tüm piyasayı kapsayacak şekilde bir bilgi ağına sahip olabilmesi ve finansal kurumlar arasında tam bir koordinasyon sağlanabilmesi için merkez bankalarının politikalarına ve uygulamalarına mutlaka ihtiyaç duyulmaktadır. Bahse konu olan bilgi birikiminin ve

koordinasyonun sağlanması, merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Ayrıca, merkez bankalarının, finansal piyasalardaki işleyişi icra edecek uzmanlaşmış kurullara ve likidite durumunu yönlendirecek para politikası araçlarına sahip olması, onları finansal piyasalarda zorunlu hale getirmektedir (Padoa-Schioppa, 2003: 278).

Literatürdeki genel kanıya göre ise, merkez bankalarına, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlama görevi birlikte verilmelidir (Borio ve Lowe, 2002: 22). Günümüzde artık, merkez bankalarının finansal istikrarı hedeflemesinin gerekip gerekmediği konusunda bir tartışma yaşanmamaktadır. Günümüzde artık, merkez bankalarının, fiyat istikrarının yanında finansal istikrara da ne kadar ağırlık vermesi gerektiği, finansal istikrara yönelik politikaların ve düzenlemelerin çeşitleri ve boyutları gibi konularda yorumlar yapılmaktadır (Ferguson, 2002: 16).

### **2.2.3. Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki**

Literatürde, fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalara bakıldığında, iki temel görüş dikkat çekmektedir:

*Birinci görüşe göre*, fiyat istikrarı sağlandığı takdirde, finansal istikrar da kendiliğinden sağlanmaktadır. Merkez bankalarının para arzını artırması sonucunda ortaya çıkan yüksek enflasyon, varlık fiyatlarında balonlara neden olmakta ve yatırımlardan elde edilecek reel getirilerin doğru bir biçimde tahmin edilmesini engellemektedir. Bu görüşe göre; düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyinin sağlanması halinde, finansal piyasalarda söz konusu olan bu sorunlar ortaya çıkmayacak, dolayısıyla da finansal istikrar kendiliğinden sağlanmış olacaktır. Nitekim, 1980'li yılların başından itibaren pek çok ülkede enflasyonun düşürülmesine ve istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikaları uygulanmaya başlanmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde de özellikle gelişmiş ülkelerin hemen hemen tamamında istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikalarının etkisiyle birlikte finansal istikrar hedefine ulaşıldığı görülmüştür (Issing, 2003: 17).

Papademos (2006: 3)'a göre, fiyat istikrarının sağlanması halinde faiz oranlarına eklenen risk primleri düşecek ve finansal piyasalardaki fiyat hareketleri daha öngörülebilir hale gelecektir. Finansal varlıkların fiyatları, ekonomik temellerle uyumlu

hale geleceği için de finansal piyasalarda istikrar sağlanacaktır. Bu bağlamda, fiyat istikrarının sağlanması sonucunda finansal varlıklarda aşırı risk alma eğiliminin azalması, finansal istikrara olumlu bir şekilde yansıtacaktır.

*İkinci görüşe göre* ise, birinci görüşün aksine, 2000’li yılların başında, düşük ve istikrarlı enflasyon düzeylerinde bile finansal krizlerin ortaya çıkması ve yüksek enflasyon dönemlerindeki gibi ciddi üretim kayıplarıyla karşılaşılması, fiyat istikrarının tek başına finansal istikrarı sağlamaya yetmediğini göstermektedir (Crockett, 2003: 1).

Cuaresma ve Gnan (2008: 80) ve TCMB (2015a: 6)’ye göre, Büyük Resesyon’a kadar olan süreçte merkez bankacılığındaki hâkim politika, fiyat istikrarının sağlanmasıydı. Ancak, birçok ülkede fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilebilmesine karşın finansal piyasalarda istikrar sağlanamamış ve sık sık finansal krizlerle karşılaşmıştır. Büyük Resesyon’dan sonra, fiyat istikrarının yanında finansal istikrar kavramı da ön plana çıkmaya başlamış ve fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birlikte sağlanması gerektiği görülmüştür.

Büyük Resesyon, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından istikrarlı bir fiyat düzeyinin tek başına yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bu bağlamda, merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin rolleri tartışılmaya başlanmış ve finansal piyasalarda yaşanan sorunlar karşısında krizler ortaya çıkmadan önce çeşitli önlemlerin alınması gerektiği üzerinde durulmuştur. Söz konusu süreçte pek çok merkez bankası, politika uygulamalarında fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrar hedefini de göz önünde bulundurmaya başlamıştır (Issing, 2003: 18-19).

Sonuç olarak, finansal sistemde oluşabilecek aksaklıklar, reel ekonomiyi ciddi boyutta etkileyebileceği için finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi şarttır. Finansal istikrar için gerekli bir unsur olan fiyat istikrarının sağlanması hususunda da merkez bankalarının sorumluluğu bulunmaktadır. Merkez bankasının gevşek para politikası uygulayarak piyasadaki likiditeyi artırdığı durumlarda enflasyonda artış meydana gelmektedir. Merkez bankasının sıkı para politikası uygulaması halinde ise likidite sıkışıklığı nedeniyle enflasyonda düşüş görülmektedir. Hem bankalardan kredi alanlara doğru reel anlamda refahın kaymasına neden olan yüksek enflasyon ortamı, hem de bankacılık sektörü açısından menkul kıymet yatırımlarını daha cazip hale

getirmesi nedeniyle kredi akışını zayıflatan düşük enflasyon ortamı, finansal istikrarı olumsuz yönde etkilemektedir (Herrero ve Rio, 2003: 16-17). Fiyat istikrarı tek başına finansal istikrarı sağlamaya yetmediği için söz konusu süreçte pek çok merkez bankası, politika uygulamalarında, artık fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrar hedefini de göz önünde bulundurmaya başlamıştır.

#### **2.2.4. Kredi Genişlemesinin, Finansal İstikrar ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi**

Jorda vd. (2010: 36-37), cari işlemler açığının finansal krizler üzerindeki etkisini analiz ettikleri çalışmalarında; hızlı kredi genişlemesinin, cari işlemlerdeki oynaklıkla beraber gerçekleştiğini ancak, finansal krizlerin oluşmasında kredi genişlemesinin çok daha fazla etkili olduğunu belirlemişlerdir.

Schularick ve Taylor (2009: 25, 28), gelişmiş ülkeler için oldukça kapsamlı bir veri seti kullanarak yaptıkları analizde, hızlı kredi büyümesinin finansal krizlere neden olduğunu tespit etmişlerdir.

Makroekonomik riskten uzak bir kredi büyümesi, GSYH'nin büyümesini sağlayıp ekonomiye olumlu katkıda bulunurken; aşırı kredi büyümesi, cari işlemler dengesi üzerinde bozulmalara neden olduğu için ekonomiye zarar verip finansal krizlere neden olabilmektedir (Vinals, 2011: 18; Lee vd., 2017: 22).

Mendoza ve Terrones (2008: 4, 15, 28); Bianchi ve Mendoza (2010: 1-4, 20), yapmış oldukları çalışmalarda aşırı kredi büyümesinin, bankacılık sektörünün kırılganlığını artırdığını ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere neden olduğunu belirlemişlerdir. Farklı bir bakış açısıyla da aşırı kredi genişlemesinin; özel sektöre verilen kredi miktarını artırdığını, bunun da varlık fiyatlarına yansyıp ekonomik dalgalanmalara neden olduğunu, ardından da finansal krizlerin ortaya çıktığını dile getirmişlerdir.

Bir yandan ABD'deki genişletici para politikaları diğer yandan da küresel likidite arzı sayesinde ucuz ve kolay sağlanan kredi imkânı, ipotekli konut kredilerinde hızlı bir artış yaratarak konut sektöründeki talebi artırmıştır. Bu da, konut fiyatlarındaki

ani yükselişi körükleyip konut fiyat balonuna, dolayısıyla da, finansal krize neden olmuştur (FCIC, 2011: 418; Roubini ve Mihm, 2012: 89-90; Mishkin, 2013: 236-237).

Caprio ve Honohan (2008: 7-8) tarafından yapılan çalışmada ise Amerika'daki mortgage krizinde, 1995 Meksika krizinde ve 1990'larda yaşanan Asya krizlerinde, krizi oluşturan en temel nedenin aşırı kredi genişlemesi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çünkü, ekonomik büyümede oluşan iyimser bir ortam, kredi genişlemesiyle beraber kaldıraç oranlarında artışa ve zorunlu karşılıklarda gereksiz bir düşüşe yol açmaktadır. Bankalar, bu iyimser ortama inanmasalar bile piyasada oluşan payı kaybetmemek için kredi standartlarını düşürüp, risk ayırımı gözetmeden kredileri onaylamaktadırlar. Böylelikle de, borçluların borçlarını kredilerle finanse edebildikleri aşırı kredi genişlemesine yol açan bir durum oluşmaktadır. Bu durum bile finansal krizlerin oluşmasındaki en öncü göstergenin kredi genişlemesi olduğunu ortaya koymaktadır.

Rose ve Spiegel (2009: 15-27) ise yapmış oldukları çalışmada, finansal krizi oluşturmada yüksek cari açığın ve varlık fiyatlarında ciddi artışların, aşırı kredi genişlemesine nazaran daha etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Literatürde hâkim olan görüşün dışında, Claessens vd. (2010: 5-6) aşırı kredi genişlemesinin kriz olasılığını artırdığını ama kesin olarak finansal krize yol açmadığını belirtmişlerdir. Bu araştırmacılar yapmış oldukları çalışmada, Büyük Resesyon'un hemen öncesinde hızlı kredi büyümesine<sup>63</sup> ve yüksek kaldıraç oranlarına sahip ABD'de, varlık fiyatlarında oluşan balonlar, sürdürülemez cari açıklara neden olmuştur. Bu örnek üzerinden genelleme yapılacak olursa, sürdürülemez cari açıklara sahip olan ülkelerin, finansal krizlere daha çok yatkın oldukları görülmektedir. Ayrıca, aşırı kredi genişlemesinin hacmi ve süresi uzadıkça krizin oluşma ihtimalinin arttığı ve daha fazla derinleştiği de aynı çalışmada belirlenmiştir.

---

<sup>63</sup> 1990'ların sonundan itibaren özellikle Çin, gelişmekte olan diğer Asya ülkeleri ve Ortadoğu'nun petrol üreten ülkeleri büyük tasarruflar oluşturmaya başlamışlardır. Yatırım arayışındaki bu tasarruf havuzu, soluğu ABD'de almış ve ülkeyi kendi imkânlarının üzerine taşımıştır ki; yurtdışından düşük faiz oranları karşılığında gelen ucuz para, bu ülkede kredi patlamasına yol açmıştır (Roubini ve Mihm, 2012: 89-90).

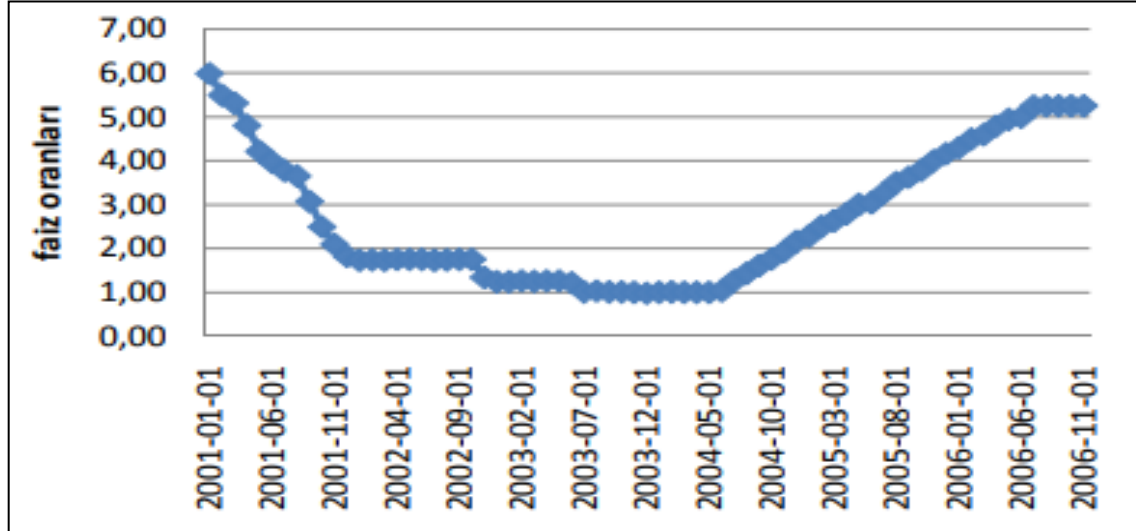
## 2.3. BÜYÜK RESESYON

Finansal istikrarın önemini, bu istikrarı bozan unsurları ve finansal istikrarın sağlanabilmesi için alınması gereken makro ihtiyati tedbirleri daha iyi görebilmek için çalışmanın bu bölümünde Büyük Resesyona hakkında detaylı bilgiler verilecektir.

### 2.3.1. Büyük Resesyona Oluşumu ve Küreselleşmesi

Dünyanın en büyük ekonomisi durumundaki ABD’de, 2007 yılında subprime<sup>64</sup> kredi krizi olarak başlayan Büyük Resesyona’un belirtileri 2000 yılına kadar uzanmaktadır. ABD’de; 2000 yılında yüksek teknoloji şirketlerine ait hisse senetlerinin oluşturmuş olduğu balon patlamış ve ardından da 11 Eylül 2001’de Dünya Ticaret Merkezi’ne ait ikiz kulelere saldırı gerçekleştirilmiştir. Meydana gelen bu olaylar, 2001 ve 2002’de ABD ekonomisinin durgunluk yaşamasına neden olmuştur. ABD Merkez Bankası FED, bu durgunluğu aşabilmek için 2001 yılında %6.5 seviyesinde olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003 yılında %1’e kadar indirmiştir. 2001-2006 döneminde FED’in uygulamış olduğu faiz oranları (Effective Federal Funds Rates) Grafik 6’dan izlenebilmektedir.

**Grafik 6: 2001 – 2006 Yılları Arasında ABD Faiz Oranları**



**Kaynak:** Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis.

<sup>64</sup> ABD’de bankalar tarafından düşük gelir grubunda yer alan kişilere kullanılan ve geri ödenmeme riski yüksek olan krediler için kullanılan “subprime” terimi, Türkçe’ye “eşik altı” şeklinde çevrelebilmektedir.



Grafik 6'dan görüldüğü üzere 2001-2003 döneminde faiz oranları radikal bir şekilde düşürülürken, 2004 yılından sonra tekrar hızlı bir şekilde artırılmaya başlanmıştır. İlk dönemde kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi, “değişken faizli” ipotekli konut kredileri (mortgage) için uygulanan faiz oranlarının da düşmesine neden olmuştur. Bu bağlamda, düşük faiz oranlarının bir sonucu olarak konut satın alma maliyetleri düşmeye başladığı için konuta olan talep artmış ve konut fiyatları yükselmeye başlamıştır. Bu dönemde artan konut fiyatları, konutu önemli bir yatırım aracı haline dönüştürmüştür. Finans kuruluşları, ellerindeki fazla likiditeyi<sup>65</sup> kredi olarak satabilmek (dağıtabilmek) için ve bu yolla karlarını artırabilmek için daha fazla risk almaya başlamış ve düşük gelirli hanehalkına da mortgage kredisi kullandırmaya başlamıştır (Boeri ve Guiso, 2007: 38-39; Alantar, 2008: 2; Michael Tucker, 2008: 3; Hedlund ve Kahn, 2009: 2-3).

ABD’de ortaya çıktıktan sonra hızla diğer ülkelere de sıçrayan Büyük Resesyon’un temelinde büyük bir gayrimenkul ve kredi balonu yatmaktadır. Konut balonu oluşmadan önce mortgage kredilerinin büyük bölümünü, prime mortgage denen ve geri ödeme gücü yüksek kişilere verilen krediler oluşturmaktaydı. Ancak konut fiyatları artmaya başlayınca, ödeme gücü daha düşük kişilere kullanılan (subprime mortgage) kredilerin ağırlığı hızla artmaya başlamıştır. Nitekim, 2001-2006 yılları arasında kullanılan eşik altı ipotekli konut kredilerinin hacmi 2.5 trilyon doları aşmıştır (Gorton ve Metrick, 2012: 430). Büyük çoğunluğu değişken faizli olan subprime ipotekli konut kredilerine, ilk iki ya da üç yıl boyunca düşük sabit faiz oranı ve daha sonra 6 ayda bir ise belirli bir endekse göre ayarlanan değişken faiz oranları uygulanmıştır. Yüksek likidite, düşük faiz oranları ve finans kuruluşlarının risk iştahının artması, subprime mortgage hacmini artırmıştır<sup>66</sup> (Gup, 2008: 143; ECLAC, 2008: 1; Maechler ve Ong, 2009: 13).

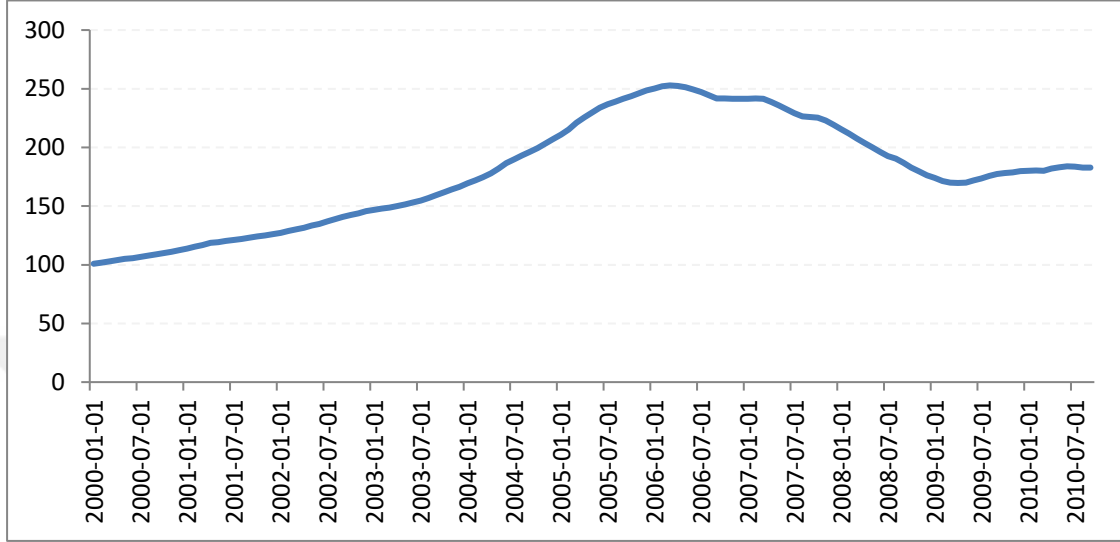
---

<sup>65</sup> Küresel likidite, 2000-2006 yılları arasında giderek artmıştır. Artan likidite, finans kuruluşlarınca işi ve geliri olmayan kişilere kredi olarak dağıtılmıştır (Alantar, 2008: 2). Yatırım fonları, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, büyük ülkelere ait fonlar ve petrol ya da diğer emtia ticareti yapan ülkelerdeki yatırımcılar yüksek küresel likiditenin arkasındaki temel aktörlerdir. Bu aktörler, 2000 yılından itibaren 11.5 trilyon dolara ulaşan varlıkları ile küresel finans sistemini yönlendirmeye başlamış ve yüksek miktarda tasarruf fazlasını finansal sisteme enjekte etmiştir (TC Chicago Başkonsolosluğu, 2008: 2).

<sup>66</sup> 2001’de yaklaşık 180 milyar dolarlık subprime ipotekli konut kredisi kullanılmışken, bu tutar 2006’da 600 milyar dolara yükselmiştir. 2001’de 154.000 subprime ipotekli konut kredisi verilmişken,

ABD'deki konut fiyatlarının izlenmesinde önemli bir gösterge olarak kabul edilen "Case Shiller Endeksi"nin 2000-2010 döneminde aldığı değerler Grafik 7'de görülmektedir.

**Grafik 7: Case Shiller Endeksi**



**Kaynak:** S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices (2018).

Grafik 7'den görüldüğü üzere ABD'de konut fiyatları Haziran 2006'da en yüksek seviyesine ulaşmış, sonra düşmeye başlamıştır. Mayıs 2009'a kadar devam eden düşüş, sonrasında durmuş ve yerini kısmi bir artışa bırakmıştır.

Görülmektedir ki, ucuz parayla sürekli alışveriş yapılan bu yıllarda sunulmuş olan mortgage ürünü, tamamıyla kredi kullandıran finans şirketlerini korumaya yöneliktir. Finans şirketleri, yüksek işlem maliyetleri ve birdenbire fırlayan ödemeler anlamına gelen değişken faiz oranları ile karlarını maksimize etmeye odaklanmışlardır. Fakat bu arada, konutların değerinin düşmesi veya insanların işsiz kalması gibi riskler için hiçbir önlem alınmamıştır. Halbuki, düşük işlem maliyetleri ve düşük sabit faiz oranları ile ev sahibi olunabilseydi insanlar riski kolaylıkla yönetebileceklerdi (Stiglitz, 2012: 42).

2000'li yılların başından itibaren bankalar, daha fazla finansman elde edebilmek amacıyla ipotekli konut kredilerini, teminatlı borç senetleri haline getirip menkul

---

2006'da aynı tür 753.000 kredi kullanılmıştır. 2001-2006 yılları arasında yaklaşık 5 milyon konut, subprime ipotekli konut kredileri ile finanse edilerek satın alınmıştır (Jaffee, 2008: 10-11).

kıymetleştirmişlerdir<sup>67</sup>(Mishkin, 2011: 55). Faiz oranlarının düşük olması sebebiyle geleneksel yatırım araçlarındaki düşük getiri, yatırımcıları, bankalarda satılan bu yeni menkul kıymetleri alarak daha çok gelir elde etmeye yönlendirmiştir. Bu bağlamda, riskli eşik altı ipotekli konut kredilerinin hacmi artmış ve sonrasında bu yüksek riskli kredilerden doğan alacakların önemli bir bölümü menkul kıymetleştirilmiştir<sup>68</sup> (Boeri ve Guiso, 2007: 39). Konut kredilerinin ikincil piyasada işlem görmesini sağlayan menkul kıymetleştirme işlemi, bankanın, kredi verdiği gayrimenkule ipotek koyarak gayrimenkul değeri kadar menkul kıymet ihraç etmesi ile çalışmaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemi, kısaca, nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler türetilmesi<sup>69</sup> olarak tanımlanmaktadır (Maechler ve Ong, 2009: 9). Kredi veren kuruluşların çıkarmış oldukları menkul kıymetlerin faiz oranı Amerikan hazine bonosu faizinin oldukça üzerinde olduğu için, riskli enstrümanlara yatırım yaparak yüksek getiri sağlamaya çalışan serbest fonlar bu menkul kıymetlere büyük ilgi göstermişlerdir. Bu mekanizma ile konut kredileri, yatırımcılara uzun vadeli bir enstrüman olarak satılmıştır (Stein, 2010: 41). Bu bağlamda; konut kredileri, menkul kıymet şeklinde yeni bir yatırım aracına çevrilmiş ve bankaların kredi vermek için ihtiyaç duydukları fonlama yeniden sağlanmıştır. Menkul kıymetleştirme ile, mortgage kredisi kullananların ödemiş oldukları faiz gideri, menkul kıymete yatırım yapan yatırımcılara faiz geliri olarak transfer edilmektedir. Bu sistemde, krediyi kullandıran finansal kurumlar, hem bilançolarında taşıdıkları faiz riskini azaltmakta hem de çıkardıkları menkul kıymetlerden aracılık ve komisyon geliri elde etmektedirler.

2004 yılında FED'in; hane halkı gelirlerinin satın alamayacağı şekilde artan konut fiyatlarının şişirdiği ekonomiyi rahatlatmak ve artmakta olan enflasyon oranını düşürmek için faiz oranlarını yükseltmesi, krize giden yolun başlangıcı olmuştur. FED,

---

<sup>67</sup> Menkul kıymetleştirme; likit olmayan varlıkların (ipotekli konut kredileri, otomobil kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı borçları, kurumsal krediler, vb.) teminatlı borç senedi haline getirilip alım satımına konu olabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir (Mishkin, 2011: 255).

<sup>68</sup> Subprime ipotekli konut kredilerinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde 2001'de 87.1; 2002'de 122.7; 2003'te 195; 2004'te 362.63; 2005'te 465 ve 2006'da 448.6 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymet (Mortgage Backed Security: MBS) ihraç edilmiştir. Kullanılan subprime konut kredisi tutarının 2001'de yaklaşık %46'sı menkul kıymetleştirilirken, 2006'da bu oran %75'e çıkmıştır (Ashcraft ve Schuermann, 2008: 2).

<sup>69</sup> Buradaki türetme işleminden dolayı bu varlıklara türev finansal ürünler adı verilmektedir.

2004-2006 yılları arasında faiz oranlarını 17 defa artırmıştır; bu bağlamda faiz oranları, 2004 yılındaki %1 seviyesinden 2006 yılındaki %5.25 seviyesine kadar çıkmıştır. Yaşanan tüm bu gelişmelerden sonra ilerleyen süreçte, konut balonu patlamış ve 2006 yılında zirve yapan konut fiyatları düşmeye başlamıştır. Artan faiz oranları nedeniyle, değişken faizli konut kredisi kullanan kişilerin kredi taksitleri hızla artmış ve birçok subprime kredi borçlusunu kredi ödemelerini yapamaz hale gelmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi ve dolayısıyla konut fiyatlarının düşmesi; hanehalkının sahip oldukları borçlarının, konutlarının değerini aşmasına neden olmuştur (Bianco, 2008: 5; Hedlund ve Kahn, 2009: 5). 2007'nin başlarından itibaren geri ödenemeyen kredi sayısı<sup>70</sup> artmaya başlamıştır. Ekim 2007 itibarıyla geri ödenemeyen subprime kredi sayısının, toplam subprime kredi sayısına oranı %16 olmuştur. Ocak 2008 itibarıyla ise subprime konut kredilerinin %24'üne haciz işlemi uygulanmıştır. Bu oran subprime dışındaki ipotekli krediler için %3.7'ye ve tüm ipotekli krediler için de %7.3'e yükselmiştir. 2007 yılında haciz edilen konut sayısı 2006'ya oranla %79 artarak 1.3 milyona ulaşmıştır<sup>71</sup>(Sapir, 2008: 90). Araştırmalar 2005 ile 2008'in ikinci çeyreği arasında konut fiyatları ile geri ödenemeyen subprime kredi sayısı arasında güçlü bir negatif korelasyon olduğunu ortaya koymuştur (Sanders, 2008: 261).

Subprime kredi borçluları, borçlarını geri ödeyememeye başlayınca bu kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerleri de düşmeye başlamıştır. Ağırlıklı bu ipoteye dayalı menkul kıymetlerin teminat olarak gösterilmesiyle ihraç edilen teminatlı borç senetlerinin de değerleri düşmeye başlamış ve bu bağlamda, teminatlı borç senedi piyasasında likidite azalmaya başlamıştır. Teminatlı borç senedi piyasasında likiditenin azalması ve piyasanın gerilemeye başlamasıyla da, ipotekli konut kredisi veren kuruluşlar bu kredileri yatırım bankalarına satamamaya başlamışlardır. Teminatlı borç senetlerinin değerlerinin keskin bir şekilde düşmesiyle birlikte yatırımcılar teminatlı borç senetlerini orijinal değerlerin %20'si ile %40'ı arasındaki fiyatlarda satmak

---

<sup>70</sup> Kriz günlerinin meşhur ifadesiyle bunlara toksik (zararlı) varlıklar adı verilmiştir.

<sup>71</sup> 2006 yılı ortalarında konutların reel değerlerinden koptuğunun ortaya çıkmasıyla başlayan konut fiyatlarındaki düşüş, kredi borcunu ödeyemeyen kişilerin ellerindeki konutları satmaya çalışmasıyla hızlanmış, bankaların haczettikleri konutları paraya çevirebilmek için bu konutları satmaya çalışmalarıyla daha da hız kazanmıştır (Bianco, 2008: 5).

zorunda kalmışlardır. Güvensizliğin artmasıyla gelecekteki muhtemel kayıpları dikkate alan bankalar birbirlerine borç vermeyi durdurmuş ve tüm kredi piyasası daralmaya başlamıştır. Bu gelişmelerin paralelinde, 2007'nin üçüncü çeyreğinden itibaren teminatlı borç senedi ve devlet garantisi taşımayan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı bir anda durmuştur (Crouhy vd., 2008: 3-4; Hedlund ve Kahn, 2009: 6). Bu dönemde sadece riskli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değil, az riskli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin de değerleri düşmeye başlamıştır (Sapir, 2008: 94).

ABD'deki finansal sistem kaynaklı olarak ortaya çıkan ve hızla diğer ekonomilere de yayılan küresel mali krizin olumsuz etkileri, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren yıkıcı bir şekilde ortaya çıkmıştır. Bankalar, menkul kıymetleştirme yoluyla kredi geri ödemelerini diğer finansal kurumlara sattığı için bu süreçte yaşanan zararlar, domino etkisiyle bir finansal kurumdan diğerine yayılarak artmıştır. Birçok ülkenin banka portföylerinde ABD'deki finans piyasalarına ait sorunlu hisse senetlerini ve türevlerini bulundurması krizi küresel hale getirmiştir (Maechler ve Ong, 2009: 5-9; Raddatz, 2010: 2).

Temmuz 2008'de FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation: Federal Mevduat Sigorta Şirketi<sup>72</sup>), Indymac Banka'ya el koymuştur ki, bu finansal kuruluşun iflası ülke tarihinin en büyük ikinci iflası olarak kayıtlara geçmiştir. Freddie Mac ve Fannie Mae'nin hisse senetlerinin %70'lere varan oranlarda düşmesi ise krizi iyice derinleştirmiştir. Nitekim, Eylül 2008'de hükümetin bu iki kuruluşu (Freddie Mac ve Fannie Mae'ye) el koyması, ekonomide paniği artırmıştır. Eylül 2008'de mali kriz, hızını daha da artırmaya başlamıştır. Bu bağlamda, Merrill Lynch, Bank of America tarafından satın alınmıştır; FED, ABD'nin en büyük sigorta ve finansal hizmetler şirketi olan AIG'ye mali yardımda bulunmuştur. 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'de iflas etmesiyle birlikte kriz, gün yüzüne çıkmıştır. Yatırım bankalarının zor duruma düşmelerine; özellikle sermayelerine göre çok daha fazla borçlanmış olmaları, ipotekli konut kredileriyle bağlantılı riskli menkul kıymetlere büyük yatırımlar yapmış olmaları ve etkin bir risk yönetimi uygulaması yapmamış

---

<sup>72</sup> Türkiye'deki Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun bir benzeri.

olmaları neden olmuştur (Richards, 2008: 11, 16, 17, 21-26; Stiglitz, 2012: 49-50, 77-78).

ABD ekonomisi çok büyük bir ekonomi olduğu için küresel etkileri tartışılmazdır. Bu yüzden, ABD ekonomisinin düşüşe geçmesi, küresel piyasaların iç içe geçmiş olmasından dolayı yabancı ekonomileri de etkilemiştir. ABD’de ipotekli konut kredilerine bağlı türev ürünlerin yaklaşık dörtte biri yurtdışına gittiği için kriz, hızlı bir şekilde bütün dünyaya yayılmıştır. AIG’yi kurtarma planında, ABD hükümetinin en büyük üç finansöründen ikisinin yabancı bankalar olması da krizin küreselleştiğinin somut bir ispatıdır (Stiglitz, 2012: 61).

### **2.3.2. Büyük Resesyonun Nedenleri**

Stiglitz (2012: 39); kendi kısıtlamalarından kurtulup aşırı likidite ve düşük faiz oranları içinde boğulmuş bir piyasanın, bol miktarda riskli subprime kredilendirme sonucu oluşmuş küresel bir gayrimenkul balonu ile birleşmesinin, Büyük Resesyon’un en önemli nedeni olduğunu ifade etmiştir.

Robert Kuttner (2013: 1-4)’e göre; konut kredilerinin spekülasyona dönüştürülmesine izin verilmesi, Moody’s ve Standard & Poors gibi denetleme yetkisi olmayan bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının bono derecelendirmesi yapması, eşik altı kredilerin denetlenmesinde zaaf gösterilmesi, yüksek kaldıraç oranlarının sınırlandırılmasında başarılı olunamaması, çıkar çatışmalarını gözetim altında tutmada yaşanan başarısızlık, hedge fonlarının<sup>73</sup> ve girişim sermayesinin düzenlenmesinde yaşanan başarısızlık, yatırım bankacılığı ve ticari bankacılık faaliyetlerini birbirinden ayıran Glass-Steagall Yasası’nın (GSA) yürürlükten kaldırılması gibi nedenler Büyük Resesyon’a yol açmıştır.

Roubini ve Mihm (2012: 69-94)’e göre; finansal yenilikler ve menkul kıymetleştirme, kredi derecelendirme kuruluşları, ahlaki tehlike, deregülasyon (sıkı

---

<sup>73</sup>Genel olarak, “hedge fon” terimi; geleneksel olarak karmaşık ve zengin yatırımcılarla sınırlı olan yatırım stratejilerini gerçekleştirmek için bir takım kaldıraç kullanan kayıt dışı yatırım havuzlarını tanımlamak için kullanılan özel yatırım ortaklıklarını ifade etmektedir. Hedge fonları yatırım fonu değildir ve bu nedenle de çok sayıda yönetmelikten muaf tutulmuştur (Becker ve Doherty-Minicozzi, 2000: 3).

denetimlerin gevşetilmesi, belirli sektörlerin ve işlemlerin denetim dışına çıkartılması), GSA'nın yürürlükten kaldırılması ve gölge bankacılık sistemi<sup>74</sup>, küresel finansman ve kaldıraç gibi nedenler Büyük Resesyon'a yol açmıştır.

Mishkin (2011: 257-258)'e göre; finansal yeniliklerin finansal sistemi daha verimli hale getirme potansiyeli bulunmaktadır. Ancak, bu krizde subprime mortgage için yapılan finansal yenilikler yıkıcı bir etkiye neden olmuştur.

Hevner (2009: 135)'e göre; krizin temelinde düşük gelirli ve zayıf kredi geçmişine sahip hanehalklarına verilen yüksek riskli subprime ipotekli konut kredileri (subprime mortgage loan) bulunmaktadır.

Alantar (2008: 1) ve Swan (2009: 127)'a göre; özensiz biçimde dağıtılan konut kredileri, aşırı menkul kıymetleştirme, yetersiz şeffaflık, kredi derecelendirme kuruluşlarının yetersizlikleri, düzenleyici ve denetleyici kuruluşların doğru zamanda müdahalede bulunamaması sonucunda ABD'de ortaya çıkan eşik altı kredi krizi, zamanla küresel bir finans krizine dönüşmüştür.

Büyük Resesyon öncesinde yatırımcıların daha yüksek risk karşılığında daha yüksek getiri talebinde bulunmaları, teminatlı borç senetlerinin<sup>75</sup>(CDO) hacmini de artırmıştır (Crouhy vd., 2008: 5). Subprime kredi krizinin başlamasında en önemli unsurlardan biri olarak kabul edilen CDO'lar önemli bir türev menkul kıymet türüdür. Subprime kredilerin yaygınlaşmasıyla birlikte teminatlı borç senetleri, ağırlıklı olarak subprime kredilerin karşılığında çıkarılan ipoteğe dayalı menkul kıymetler olarak ihraç edilmeye başlanmıştır. Bu bağlamda, teminatlı borç senedi ihracı, özellikle 2004'ten itibaren artmaya başlamıştır. 2004 yılında 157 milyar dolarlık teminatlı borç senedi çıkarılmışken, 2006'da bu tutar 559 milyar dolara yükselmiştir (Abrahams ve Zhang, 2009: 223-224).

Literatürde, Büyük Resesyon'un nedenleri ile ilgili yapılan çalışmalar, genel olarak benzer nedenlere dayanmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki alt başlıklarında,

---

<sup>74</sup> Türev ürünlerin işlem gördüğü bankacılık sistemi.

<sup>75</sup> Teminatlı borç senetleri; ipotekli konut kredileri, otomobil kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı borçları, kurumsal krediler gibi birçok farklı varlığın bir araya getirilmesi ve kendi içinde sınıflandırılmasıyla oluşturulmaktadır (Rosen, 2007: 3; Michael Tucker, 2008: 3; Crouhy vd., 2008: 6).

literatürdeki düşünceler de dikkate alınarak Büyük Resesyon'un genel nedenleri hakkında ayrıntılı bilgiler sunulmuştur.

### 2.3.2.1. Küresel Finansman ve Konut Fiyatı Balonu

ABD'de sürekli artan cari açık ve diğer ülkelerde oluşan tasarruf fazlalığı<sup>76</sup> sonucunda meydana gelen küresel ekonomik dengesizlik, krizin yaşanmasında etkili olan en önemli faktörlerden biridir. Daha somut bir ifadeyle, küresel finansmanın yol açtığı kredi bolluğu, krizin en önemli tetikleyicileri arasındadır (FCIC, 2011: 417-418).

1990'ların sonundan itibaren özellikle Çin, gelişmekte olan diğer Asya ülkeleri ve Ortadoğu'nun petrol üreten ülkeleri<sup>77</sup> büyük tasarruflar oluşturmaya başlamıştır. Yatırım arayışındaki bu tasarruflar, düşük faiz oranları karşılığında genellikle ABD'ye yönelerek bu ülkenin kendi imkânlarının üzerine çıkmasına ve bu bağlamda, kredi patlamasının yaşanmasına neden olmuşlardır. Bir yandan ABD'deki genişletici para politikaları, diğer yandan da küresel likidite arzı sayesinde ucuz ve kolay sağlanan kredi, ipotekli konu kredilerinde hızlı bir artışa neden olarak konut sektöründeki talebi artırmıştır. Bu da, konut fiyatlarındaki ani yükselişi körükleyerek konut fiyat balonuna, ardından da finansal ve ekonomik zararlara neden olmuştur (FCIC, 2011: 418; Roubini ve Mihm, 2012: 89-90; Mishkin, 2013: 236-237).

Konut fiyatlarının 2006 yılında görmüş olduğu zirve değerinin ardından düşüşe geçmesi, finansal sistemdeki çürümeyi de göstermeye başlamıştır. Konut fiyatlarındaki düşüş ile birlikte birçok riskli borçlu, ipoteklerinin batık durumda olduğunu görmüştür. Çünkü konutun değeri, ipoteğin değerinin altına düşmüştür<sup>78</sup>. Ödenemeyen ipotekler hızla çoğalmış ve sonunda milyonlarca ipotek hacze düşmüştür (Mishkin, 2013: 237).

---

<sup>76</sup> 1990'larda pek çok gelişmekte olan ülke finansal kriz yaşamıştır. Bu ülkeler, daha sonra toparlanma sürecine girip ihtiyatlı davranarak rezerv biriktirmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde oluşan bu küresel sermaye, daha sonra gelişmiş ülkelere doğru yönelmiştir. Bu sermaye akımları, ilerleyen süreçte ABD gibi gelişmiş ülkelerin cari işlemler açığını ve bütçe açıklarını finanse eder hale gelmiştir. Ancak likidite fazlalığına yol açtığı için konut balonunun oluşmasına da zemin hazırlamıştır (Alantar, 2008: 2).

<sup>77</sup> Petrol fiyatlarındaki artış, petrol ihraç eden ülkelerin gelirlerini daha da artırmıştır.

<sup>78</sup> Artan konut fiyatları, borçluların evlerinin değeri arttığında daha büyük krediler ile evlerini yeniden finanse edebileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, yükselen konut fiyatları sayesinde söz konusu borçluların, krediyi ödemek için evlerini satmaları mümkün olduğundan, temerrüde düşme ihtimallerinin de düşük olduğu varsayılmıştır. Bu kredilerden gelen gelir akımlarına bağlı menkul kıymetlerin büyük



### 2.3.2.2. Geleneksel Ticari Bankacılığın Gerileyişi ve Gölge Bankacılık

Geleneksel ticari bankalar; mevduatlarının kısa vadeli, plasmanlarının (bu fonları yönlendirdikleri, kullandırdıkları alanların) uzun vadeli olması nedeniyle temerrüde düşme tehlikesi ile karşı karşıya kalabilirler. Bu durumda, iki enstrüman bankaların imdadına yetişebilmektedir. Bunlardan biri nihai kredi mercii olan *merkez bankaları*, diğeri de *mevduat sigortası*dır. Bankalara yönelen bir hücum durumunda bir yandan merkez bankaları, bankaların mudilerine ödeme yapabilmeleri için yeterli nakde erişmelerini sağlayarak varlıklarını yok pahasına satmalarını engeller<sup>79</sup>; diğeryandan da mevduat sigortası, bankalar likit bulamazsa hatta borçlarını ödeyemez hale gelirse mudilere paralarını geri alma güvencesi vererek bankalara hücumu daha yolun başında önler. Ancak, bu iki enstrümanın katılımcı bankalar için bir de maliyeti bulunmaktadır. Bankalar, subjektif risk sorunundan kaçınmak amacıyla özerkliklerinin bir kısmından vazgeçerek bu maliyeti ödemek zorunda kalmıştır. Buna ilave olarak, Basel I ve Basel II gibi uluslararası düzenlemeler<sup>80</sup> de eklenirse, geleneksel ticari bankaların arkasında sıkı bir güvenlik ağı kurulmuş olduğunu açıkça görürüz (Roubini ve Mihm, 2012: 86-87).

Ticari bankaların geleneksel finansal aracılık rolü<sup>81</sup>; kısa vadeli mevduat ihracı ile toplanan fonların, uzun vadeli kredi olarak verildiği “kısa dönemli borç al ve uzun

---

getiriler sağlaması da yatırımcıları ayrıca memnun etmiştir. Bu yüzden, eşik altı kesime kredi vermede de ani bir artış yaşanmıştır (Krugman ve Wells, 2011: 407).

<sup>79</sup> Bankacılık kanunu gereği; ticari bankalar piyasadan topladıkları mevduatların tamamını kredi olarak dağıtamazlar. Bu paraların belirli bir kısmını merkez bankalarındaki kendi hesaplarına yatırmak zorunda bırakılırlar. Bu işleme zorunlu karşılık işlemi, merkez bankasına yatırılan paranın toplam mevduata oranına da zorunlu karşılık oranı adı verilmektedir. Herhangi bir panik durumunda merkez bankaları ticari bankalara bu hesapta tuttıkları paralardan vermek suretiyle, bankaların mudilerine ödeme yapabilmelerini sağlamaktadır. Zorunlu karşılıklar yetmediğinde ise merkez bankaları ticari bankalara kısa vadeli borç verir.

<sup>80</sup> Bu düzenlemeler hakkında Bölüm 2.3.2.9’da detaylı bilgiler verilecektir.

<sup>81</sup> Bankalar, kısa vadeli parayı ödünç alırlar. Bunlar, genelde mudilerin bankaya borç verdiği mevduatlardır. Bu mevduatlar, bankanın yükümlülüklerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Mudiler, her an paralarını geri isteyebilirler. Böyle durumlarda bankalar bu paraları geri vermek dışında bir seçeneğe sahip değildirler. Bankalar kendilerine verilen bu mevduatları, ipotek kredisi veya diğeryuzun vadeli yatırımlar şeklinde ödünç verirler. Verdikleri kredilerden aldıkları faiz, mevduatlara verdikleri faizden daha yüksek olup aradaki fark bankaların karını oluşturmaktadır. Bankaların yükümlülükleri, mevduat şeklinde likittir. Varlıkları ise genellikle ticari kredi, tüketici ve konut kredisi şeklinde hemen nakde dönüşemeyecek durumdaki varlıklardan oluştuğu için likit değildir. Diğerybir ifadeyle, likit olan mevduatlar, hemen nakde dönüştürülemezlik likit olmayan yatırımlara çevrilmiştir. Bankaların likit olan kısa vadeli yükümlülüklerinin (bilançonun pasif tarafı) ve likit olmayan uzun süreli varlıklarının

dönemli borç ver” şeklinde ifade edilen varlık dönüşüm sürecidir. 1980’lerden sonra finansal hizmetler sektörüne giren çok sayıda kişi, bankacılık sektöründe güvenlik ağı oluşturulmadığı takdirde çok daha fazla para kazanılabileceğini fark etmiştir (Arıkan, 2008: 23). Bankacılık sektörü düzenlemelerinin (özellikle Basel I ve Basel II) dışında kalarak bankacılık yapmanın yolları vardı ama bu durumda, bankalara sağlanan koruyucu önlemlerin dışında kalmak gerekmektedir. Bu bağlamda, daha fazla kar elde edebilmek amacıyla kasten düzenlemelerden kaçınma anlamına gelen “düzenleyici arbitraj” kullanılmaya başlanmıştır. Bu arayış, geleneksel ticari bankacılığın gerilemesine ve *gölge bankacılık* sektörünün yükselmesine neden olmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 88).

Gölge bankacılık sistemi, banka olmayan ama her yönden bankalar gibi görünüp faaliyet gösteren ve hiçbir şekilde onlar gibi düzenlenip denetlenemeyen finansal kuruluşlardan oluşmaktadır. Mevduat bankaları ile gölge bankalar, farklı özelliklere sahiplerdir ama her iki tip banka da banka hücumlarına (mudilerin aniden paralarını çekmek istemelerine) maruz kalabilmektedir. Bu bankaların tek bir ortak özelliği vardır; o da, vade uyumsuzluğudur. Mevduat bankaları da gölge bankalar da çoğunlukla kısa vadeli likit piyasalardan borçlanmakta, sonra da uzun vadeli, likit olmayan varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Vade ve likidite dönüşümü yapan banka dışı finansal kuruluşlar olarak tanımlanan gölge bankalar, ticari bankalara hücum durumunda olduğu gibi, onlarla aynı kırılabilirliği taşımaktadır. Büyük Resesyon’un hemen öncesinde mudilerde panik başladığında, geleneksel bankalar ve gölge bankalar kısa vadeli kredilerini yenileyememiş, likit olmayan hale gelmişlerdir. Gölge bankalar bu halleriyle krizin merkezinde yer almıştır. ABD’de konut balonu patladığında, bankaların ve banka dışı finansal kurumların zararları finansal sistemde yaygın iflaslara yol açmıştır (Krugman ve Wells, 2011: 407-408; Roubini ve Mihm, 2012: 87-88; Krugman, 2015: 146-147).

---

(bilançonun aktif tarafı) vadeleri birbirinden farklıdır. Bu farka “vade uyumsuzluğu” adı verilmektedir. Bu farklılık, bütün mudiler aynı anda paralarını geri almak için bankaya hücum etmedikleri sürece, sorun teşkil etmemektedir. Ancak, “büyük buhran” döneminde paniğe kapılmış mudiler aynı anda hücum ederek paralarını çekmek istediklerinde bankalar bu talebe cevap veremeyip batmış ve finansal kriz yaşanmıştır. Bu durumdaki bir bankanın, varlıklarını, yani ipotek ve diğer kredilerini satması söz konusu olacaktır. Fakat bankacılık sistemini genel bir panik sarmışsa, tüm bankalar aynı şeyi yapmaya çalışacaktır. Dolayısıyla, bu satışlar, bankalara normal zamanlarda olabileceğinden çok daha küçük bir nakit getirecektir. Bu bağlamda, likidite hücumuna maruz kalan bankaların hızlı bir şekilde temerrüde düşmeleri sözkonusu olacaktır (Roubini ve Mihm, 2012: 85).

Krugman (2015: 148-149)'a göre; Büyük Resesyon'un merkezinde, finansal savunmasızlığa yol açtığı için gölge bankacılık sistemi bulunmaktadır. Geleneksel bankaların yaptığı her şeyi yapan ve krizlerde bankalar gibi kurtarılması gereken söz konusu bu karanlık finans kuruluşları, bankalar için oluşturulmuş kurallara tabi olup finansal güvenlik ağının içinde yer almalıydı.

### **2.3.2.3. Menkul Kıymetleştirme**

2000'li yılların başından itibaren bankalar, daha fazla finansman elde edebilmek amacıyla, etkinliklerinin ve kar kaynaklarının en önemli girdisi olan konut kredisi alacaklarını, dünyadaki kurumsal yatırımcılar ve fon kuruluşları (özellikle de olası zararlara karşı tedbirli kabul edilen fon kuruluşları: hedge fonlar ve off shore) için farklı finansal ürünlere (türev ürünlere) dönüştürmeye başlamıştır. Bankalar, böylece, ellerindeki en riskli alacaklarını özellikle de ödeme gücü düşük olanlara verilen kredileri, risklerine göre ayırıp paketler halinde gruplandırmıştır. *Gayrimenkul ipotekli menkul kıymetler grubu (residential mortgage-backed securities)*; bazı tüccarların kayıp para olarak adlandırdığı en riskli anapara grubunu oluşturmakta olup özellikle bu krediler, türev finansal araçlarla elden çıkartılmaya çalışılmıştır. Benzer bir işlem *orta derecede riskli kredi grubu (mezzanine level)* için de gerçekleştirilmiştir. Bu türev ürünlerin getirisi taşıdığı risk oranıyla doğru orantılıdır. Bankalar, bu şekilde gruplandıkları paketleri piyasada satışa sunmuştur. Daha somut bir ifadeyle, bu işlemler sayesinde likit olamayan finansal varlıklar (mortgage kredisi, otomobil kredisi, kredi kartı alacakları...), alım satıma konu olabilir sermaye piyasası menkul kıymetlerine dönüştürülmüştür. Bu süreç, "menkul kıymetleştirme" işlemi adı verilmektedir (Lucas vd., 2006: 7; Mishkin 2013: 55; Attali, 2015: 48-49).

Menkul kıymetleştirme öncesinde ABD'deki uygulama, geleneksel konut kredisi sistemiydi. Bu sistemde konut kredisi veren bankalar, "oluştur ve elde tut (OTH: Originate to Hold)" modelini izlemekteydi. Bu işlem, konut alıcısı ile kredi veren banka arasında gerçekleşmekte olup, ipotek kredisini oluşturan banka, ipoteği elinde tutmaktaydı. Banka, krediyi verir sonra da borçludan anapara ve faiz ödemelerini tahsil ederdi. Menkul kıymetleştirme adlı finansal yenilik sonucunda bu sistem, önemli ölçüde değiştirilmiştir. Menkul kıymetleştirme sürecinin başlangıcı, 1970'lerde mortgage taksit

ödemelerinin belirli bir havuzda toplanmasına kadar uzanır. 1970’lerde ‘Ginnie Mae: Government National Mortgage Association (Devlet İpotek Ulusal Birliği)’, ipotekli kredilerin bir kısmını gayrimenkul ipotek garantili menkul kıymetler şeklinde satışa çıkarmıştır. Yani ilk kez, ipoteğe dayalı menkul kıymet (MBS: Mortgage - Backed Security) çıkarılarak “oluştur ve dağıt (OTD: Originate to Distribute)” modeline geçilmiştir. Oluşturulan bu ipotekler bir havuzda toplanmış, sonra da bu havuza dayalı bonolar olarak ihraç edilmiştir. Sonuç olarak; ipotek ödemelerini tahsil etmek için 30 yıl beklemek yerine bonoyu satın alanlardan toplu bir tutar tahsil edilmiştir. Bonolara yatırım yapanlar ise karşılığında, binlerce konut sahibinin yapmış olduğu ipotek ödemelerinin belirli bir tutarını gelir olarak elde etmiştir. Menkul kıymetleştirme sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar, bir havuzda toplanıp piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüştürülmüştür (Papadatos, 2009: 175; Roubini ve Mihm, 2012: 71).

Menkul kıymetleştirme, uzun bir süreçten oluşmaktadır. Yatırım bankaları, bankalardan gelen borç senetlerini (ipotekli konut kredilerini, kredi kartı borçlarını, öğrenci kredilerini ve kurumsal kredileri), teminatlı borç senetleri (CDO: Collateralized Debt Obligations) şekline getirip yeni menkul kıymetlere dönüştürmüştür. Teminatlı borç senetleri; 1987’de piyasada henüz yer bulmaya başlamasına rağmen 1998 yılına gelindiğinde yıllık 100 milyar dolarlık ihraç rakamına ulaşmıştır. 2005 yılı itibarıyla da 1.1 trilyon dolara ulaşan CDO’lar, en hızlı büyüyen yatırım aracı haline gelmiştir. Bu büyüme, CDO’ların yöneticiler ve yatırımcılar açısından ne denli popüler olduğunun en somut göstergesidir (Lucas vd., 2006: 3).

Menkul kıymetleştirme ilk başlarda, en çok krediye değer, düşük riskli ve birincil (prime) kişilere verilen ipotekli konut kredileri ile sınırlıydı. Bu durumda konut balonu söz konusu değildi. Ancak, konut balonunun oluşmaya başlamasından sonra en az krediye değer, eşik altı, yüksek riskli ve ikincil (subprime) kişilere verilen ipotekli konut kredilerinde büyük bir artış yaşanmış ve bu bağlamda, bu krediler de CDO kapsamına alınmıştır. Kapsamı, büyük ölçüde genişletilmiş olan CDO’nun yatırım aracı olarak bu kadar popüler olmaya başlaması, bankaların konut kredileri arzını sınırsızca artırmasının da önünü açmıştır. Geleneksel konut piyasası talebinin doymasıyla birlikte

bankalar, geçmişte kredi vermedikleri eşik altı (subprime) kişilere de kredi vererek risk almaya başlamıştır.

Finans kurumlarının, üstlenebileceklerinden çok daha fazla risk altına girmelerine neden olan diğer bir faaliyeti ise kredi temerrüt sözleşmeleri (CDS: Credit Default Swaps)'dir. CDS'ler; borç senetlerini (ipotekli konut kredilerini, kredi kartı borçlarını, öğrenci kredilerini ve kurumsal kredileri) kullanan borçluların borçlarını ödeyememesi durumunda, anlaşma yapılan finans kurumunun, sorumluluğu üzerine alması esasına dayanan bir taahhüt sözleşmesidir. Bu sözleşmeler görünürde çok kârlıdır. Çünkü, borç ödendiği sürece hiç bir işlem yapmadan düzenli olarak elde edilen bir gelir söz konusudur. Ödenmediği takdirde ise (ki bu ihtimal göz önünde bulundurulmadığı için Büyük Resesyon ortaya çıkmıştır), CDS işlemini kabul eden finans kurumu, borçlunun borcunu ödemeyi taahhüt etmiş olduğu için hesapta olmayan bir giderle baş başa kalmıştır (Santos, 2009: 150).

Olağanüstü kazanç vaadi taşıyan menkul kıymetlendirilmiş türev ürünler, yani CDO'lar; Bear Stearns, Merrill Lynch, Citigroup, Lehman Brothers, AIG gibi finans kurumları tarafından yatırımcılara satılmıştır. ABD'nin en büyük sigorta ve finansal hizmetler şirketi olan AIG, bu bağlamda, özel bir türev ürün olan CDS'yi sigorta olarak satmaya başlamıştır. Bu borç senetlerinin geri ödenememesi ihtimali dahilinde, geleneksel olarak bankalar kredi operasyonlarını sigortalatmak zorunda oldukları için, CDS'ler, son derece karmaşık CDO'ları satın alan yatırımcılar tarafından alınmayı gerektirmiştir. CDS'lerin çekiciliği de bu gerçekte yatmaktadır ki, bu durum, daha fazla kredi verilmesini mümkün hale getirmiştir (Stiglitz, 2012: 270-272; Attali, 2015: 48-50). CDS'lerin asıl genişlemesi ise, 1998 yılında JP Morgan Chase<sup>82</sup>'in türev ürün uzmanlarının, American International Group (AIG) adlı devasa şirketi, CDS'leri CDO'lar için yazmaya ikna etmesiyle başlamıştır (Gowan, 2009: 14).

Menkul kıymetleştirme olarak bilinen süreç içerisinde bu mortgagelar, parçalara ayrılıp tekrar tekrar paketlenmiş ve ülkedeki her bankaya ve yatırım fonuna

---

<sup>82</sup> JPMorgan Chase&Co., ABD merkezli, uluslararası bankacılık ve finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren bir şirkettir. 2000 yılında Chase Manhattan Corporation'un, J.P. Morgan&Co. ile birleşmesiyle kurulmuştur. Şirket, ABD'nin en büyük, dünyanın altıncı büyük bankasıdır.

aktarılmıştır. O dönemde bankalar ya da olası zararlara karşı tedbirli fonlar (hedge fonlar) da riskleri öngörebilecek bilgiye sahip değildi (Attali, 2015: 51). Çok güvenilir olmayan bu finansal araç sisteminin çökmesi; Leman Brothers, Bear Sterns ve Merrill Lynch gibi çok önemli kurumlarını da beraberinde götürmüştür. Üstelik bu çöküş sadece ABD sınırları içinde kalmamış, neredeyse bütün ülkeleri etkilemiştir. Dünyanın her köşesine satılmış çok sayıda menkul kıymetleştirilmiş mortgage, Norveç'ten Bahreyn ve Çin'e kadar pek çok banka ve yatırım şirketi için tehlikeli bir hal almıştır (Stiglitz, 2012: 144-145).

#### **2.3.2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Nesnel Olmayan Davranışları**

Kredi derecelendirme kuruluşları; borçlanma senetlerinin kalitesini temerrüde düşme açısından bağımsız ve tarafsız olarak değerlendiren yatırım danışmanı kuruluşlarıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları, mortgage piyasalarındaki ürünlerin fiyatlaması açısından kritik önem taşımaktadır. Bu kuruluşlar, verdikleri notlarla, şirketlerin kredi alabilmek için ödemek zorunda oldukları faiz oranlarını belirler (Attali, 2015: 54).

Genel olarak bakıldığında kredi derecelendirme kuruluşlarının, kamu kuruluşu, uluslararası ajans ya da en azından kâr amacı gütmeyen kurumlar olması gerektiği düşünülebilir. Ancak, bunlar çoğunlukla kar maksimizasyonu amaçlı özel şirketlerdir. Bu şirketlerin başında *Standard&Poor's*, *Moody's* ve *Fitch* gelmektedir. ABD'de borç senedi ihraç etmek isteyen her firmanın, bu kredi derecelendirme kuruluşlarından not alması gerekmektedir. Bu üç kuruluş, imajlarını ve saygınlıklarını koruyabilmek için işlerini olabildiğince dikkatli ve objektif şekilde yapmak zorundadır. Ama diğer yandan da, müşterilerinin hoşuna gidecek şekilde davranmak da çıkarları açısından gereklidir. Çünkü müşteriler, yetersiz şekilde derecelendirildiklerini düşünürlerse rakip bir derecelendirme kuruluşunu tercih edebilmektedir (Attali, 2015: 55; Roubini ve Mihm, 2012: 207).

Yapılandırılmış finansal ürünü bir araya getiren bir yatırım bankasının, bir kredi derecelendirme kuruluşuna giderek mümkün olan en iyi notu alabilmek için söz konusu ürünü nasıl yapılandırması gerektiği konusunda tavsiye alma karşılığında ücret ödemesi;

kredi derecelendirme kuruluşlarının, ilerleyen süreçte yozlaşmalarına ve daha fazla para kazanmak için nesnel olmayan davranışlar içerisine girmelerine neden olmuştur. Bu bağlamda; derecelendirme yapmaları istenen menkul kıymetleri üreten bankalar tarafından ücretleri ödenen Standard&Poor's, Moody's ve Fitch, kendilerine ödeme yapanları mutlu etme dürtüsüyle hareket etmeye başlamıştır. Bu durum, dibe doğru bir yarışın başladığını göstermektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 208; Stiglitz, 2012: 162).

### **2.3.2.5. Ahlaki Tehlike**

Finans piyasaları ile ilgili ahlaki eleştiriler, her zaman, insanların bilgilenmeden (şeffaflıktan) yoksun kalmaları ile başlar. Dolayısıyla, Büyük Resesyon'un ardından da bilgilenme olgusu oldukça tartışılmıştır. Finans piyasalarının görevi; gerekli bilgileri bulup çıkarmak ve bu sınırlı bilgilere dayanarak, riskler ve getiriler ile ilgili değerlendirmeler yapmaktır. Stiglitz'e göre, şeffaflık konusu tamamen hilekârlıkla ilgilidir. Krize giden süreçte, ABD bankaları, riskleri bilançolarından silerek insanların kendilerini tam olarak değerlendirememelerine neden olmuştur. Yapılan hilekârlığın boyutu akıl almaz düzeydeydi. Öyle ki, batısından kısa bir süre önce bilançosundaki açık 200 milyar dolara yaklaştığında bile Lehman Brothers, net değerinin 26 milyar dolar olduğunu belirtmiştir. Bu da finans piyasalarında şeffaflık kavramının ne kadar göz ardı edildiğinin açık ispatıdır. (Stiglitz, 2012: 255).

Ahlaki tehlike olgusunun tartışılmasında asil-vekil sorunu da önemli bir rol oynamıştır. Finansal hizmetler endüstrisinde; şirketin hissedarları ve yönetim kurulu üyeleri asilleri, şirketin yöneticileri ise vekilleri temsil etmektedir. Asiller, şirketin uzun dönem performansını gözetirken; buna karşılık vekiller, kendi kişisel çıkarlarını kollama eğilimindedir (Bocutoğlu, 2014a: 93). Buradaki sorun, vekillerin hırsızlık yapması değil en yüksek primi alabilmek için şirketin kaynaklarını gereğinden fazla riskli bahislere yatırmasıdır. Bu, tipik bir finans kurumunun yapısıdır. Büyük Resesyon, asil vekil arasındaki düzenlemenin tehlikelerini daha da görünür hale getirmiştir. AIG'nin çöküşü; subjektif risk sorununun, asil-vekil ve asimetric bilgi sorununun en aşırı uç örneği olarak görülebilir. Çünkü, Londra'daki küçük bir çalışan grubunun hareketleri, AIG'nin küresel finansal sistemle birlikte çökmesine neden olmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 78).

Ahlaki tehlikenin yaşanmasında diğerk bir olgu olan Glass-Steagall Yasası (GSA)'nın 1980-1999 döneminde aşındırılması; finansal hizmetler endüstrisinin tekelleşip finansal gücünün artmasına, finansal gücü artan endüstrinin lobi faaliyetleri yoluyla siyasi erki etkilemesine ve bu yolla da regülasyonları (finansal sektörün işleyişine yönelik düzenlemeleri) azaltmasına yol açmıştır. Azalan regülasyonlar da finansal hizmetler endüstrisinde çıkar çatışmalarına, muhasebe kayıtlarında oynamalara ve kredi derecelendirme kuruluşları ile kural dışı ilişkilerin geliştirilmesine sebebiyet vererek Büyük Resesyon'u tetiklemiştir (Bocutoğlu, 2014b: 27).

### **2.3.2.6. Glass – Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması ve Dev Finans Şirketlerinin Kurulması**

1929 Büyük Buhranı'ndan sonra finansal sisteme getirilmiş olan regülasyonlar, 1980 yılından itibaren hafifletilmiş ya da kaldırılmıştır. Bunlardan en dikkat çeken ise 1933'te çıkartılan Glass-Steagall Yasası (GSA)'dır. GSA, ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında kesin bir ayırım yapmış ve faaliyet alanlarını kalın çizgilerle belirlemiştir. Bu bağlamda da, ticari bankaların menkul kıymetler endüstrisi ile riskli ortaklıklar kurup spekülâtif işlemler yapmasını engellemiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 243; Carpenter, Murphy ve Murphy, 2016: 5). Geleneksel ticari bankacılık ve menkul kıymet faaliyetlerinin sınırlarını belirleyen 1933 tarihli GSA ile kurulmuş olan güvenlik duvarı 1980'lerde erimeye başlamış, en sonunda da 1999'da kabul edilen Gram-Leach-Bliley Yasası (GLBA: Gram-Leach-Bliley Act) ile tamamen ortadan kaldırılmıştır (Carpenter vd., 2016: 15).

Yatırım bankaları ile ticari bankalar, iki farklı kategoridedir ve birbirleriyle örgülü bir ilişki içinde bulunmamalıdır. GSA'nın bu açık hükümlerine rağmen 1980'li yılların başında, GSA'nın zımni olarak delinmesine ve yatırım bankaları ile ticari bankaların birbirine daha fazla benzemesine izin verilmiştir. İlerleyen süreçte; Citigroup, 1999'a kadar içinde ticari banka, yatırım bankası, hisse senedi brokerliği ve sigorta şirketi bulunan bir "süpermarket" oluşturduğunda, GSA'nın içi öylesine boşaltılmıştır ki bu yasa pratik olarak zaten yürürlükten kalkmıştı. GLBA ise sadece GSA'yı yasal olarak sonlandırmıştır. Ticaret ve yatırım bankaları arasındaki ayırımın ortadan kaldırılmış olması, finansal ekonominin reel ekonomiye finansman sağlama fonksiyonunu ikinci plana atmış ve finansal sisteme spekülasyon hâkim olmaya



başlamıştır. Bu bağlamda, spekülasyondan orta sınıf istifade edip daha fazla zenginleşmiş, Büyük Resesyon'un doğurduğu finansal risk ise vergi ödeyenlerin üzerine kalmıştır (Roubini ve Mihm, 2012: 244).

Robert Kuttner (2013: 1-4)'e göre; GSA'nın 1999 yılında yürürlükten kaldırılması<sup>83</sup>, Büyük Resesyon'u tetiklemiştir. GLBA'nın yürürlüğe girmesinden sonra ticari bankalar, yatırım bankaları ve sigorta şirketleri birlikte hareket edip mega tekelleşme<sup>84</sup> girişimlerine başlamıştır. Bunun sonucunda da, batmasına izin verilemeyecek büyüklükte<sup>85</sup> dev finans şirketleri kurulmaya başlamıştır. 8 Ekim 1998'de, bankacılık devi Citicorp ile finans şirketleri grubu Travellers Group'un birleşmesiyle Citigroup adlı dev finans şirketi kurulmuştur. Citigroup, Forbes Global 2000<sup>86</sup> verilerine göre dünyanın en büyük şirketidir. Citigroup, Büyük Resesyon sırasında çok büyük kayıplar yaşamış olduğu halde, Kasım 2008'de ABD Hükümeti'nin büyük bir teşvik paketiyle kurtarılmıştır. 2008 yılında, Büyük Resesyon sırasında, yatırım bankaları Bear Stearns, Lehman Brothers ile birlikte sigorta şirketi AIG de büyük kayıplar yaşamıştır. FED ve ABD Hazinesi, aynı şekilde bu finansal kurumlara da fon sağlamıştır. İflas durumuna yaklaşmaları halinde sistemik riske yol açıp ülke ekonomisinde krize neden olabilecekleri sözkonusu olduğu için bu tarz finans kuruluşları, kamu kaynakları kullanılarak hükümet tarafından desteklenmiştir (FCIC, 2011: 260-262). Böylece, söz konusu kuruluşlara yönelik alınan tedbirler sayesinde, büyük ve sistemik önemi bulunan kurumların olası iflası durumunda reel ekonomi

---

<sup>83</sup> Bariyerlerin yıkılması; mevduat sigortası ve nihai kredi merci desteğine erişimi olan bankaların, bankacılıktan ziyade kumar oynamayı andıran riski yüksek faaliyetlerde bulunması anlamına gelmekteydi. Bu, finansal sistem ve ekonomi için genelde kötü bir uygulamaydı. Bu konuda, Keynes'in 1936'da yapmış olduğu tespit şu şekildedir: "Bir ülkenin sermaye gelişimi, bir kumarhanenin yan işleri haline geldiği zaman, iş muhtemelen kötü yapılmış demektir" (Roubini ve Mihm, 2012: 244).

<sup>84</sup> 2007 yılı itibarıyla, ABD'deki en büyük beş ticari banka ile en büyük beş yatırım bankasının varlıkları toplamı, ABD'nin 2007 GSYH'sinin %80'ine ulaşmıştır. Bunun parasal karşılığı da 11.4 trilyon dolardır. Dolayısıyla, bu büyüklükteki bir finansal gücün yasama organı üzerinde lobi faaliyetleri yoluyla baskı kurması beklenen bir durumdur (Bocutoğlu, 2014b: 26).

<sup>85</sup> Finansal birleşmelerin bir sonucu olarak bankaların ölçekleri artmış ve daha büyük finans kurumları haline gelmişlerdir. Bu büyük kurumların iflası durumunda, finansal sistemin sistemik risk ile karşılaşması beklenen bir gerçektir. Sistemik riskin piyasalara vereceği zarar da dikkate alındığında, bu büyük finans kurumlarının ayakta kalması zorunludur. Finansal birleşmeler sonucu oluşan bu büyük kurumlar "iflas edemeyecek kadar büyük" olarak nitelendirilmişlerdir (Mishkin, 2011: 283; Stiglitz, 2012: 54).

<sup>86</sup> Forbes Global 2000, Forbes dergisi tarafından hazırlanmış, dünyanın en büyük şirketlerinin yer aldığı listedir.

üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkiler de önlenebilmiştir. Ancak, batmalarına izin verilmeyeceğini bilmek, bu finans şirketlerini daha fazla risk alma yönünde (ahlaki tehlike) teşvik etmiş ve finansal sistemin kırılganlığını da artırmıştır (Stiglitz, 2012: 54; TCMB, 2013a: 123).

### 2.3.2.7. FED'in Gevşek Para Politikası ve Düşük Faiz Oranları

Dönemin FED Başkanı Greenspan, regülasyonlardan<sup>87</sup> ve piyasalara devlet müdahalesinden hoşlanmadığı için, serbest piyasa ekonomisini ve düşük faiz politikasını savunmuştur. Ayrıca, Greenspan, yüksek riskli kredi vermede görülen artışın iyi bir gelişme olduğuna inanıyordu (Stiglitz, 2012: 262-264).

Greenspan'ın başkanlığı döneminde izlediği düşük faiz politikası, konut balonunun oluşmasında önemli bir rol oynamıştır. Hanelerin ve şirketlerin borçlanmasına dayalı gidişatın devamlılığı için faiz oranlarının düşük olması gerekmektedir. FED de bu yönde karar almıştır. Greenspan'ın alındığında herkes tarafından olumlu karşılanan bu kararının uzun vadede aslında bir hata olduğu zamanla anlaşılmıştır. Alınan bu karar, şirketlere, yatırım fonlarına ve kişilere daha fazla kredi alma imkânı sağlamıştır. Bu bağlamda, borç içindeki hanehalkı daha fazla borçlanmış, daha fazla tüketmiştir; dolayısıyla da varlıkların fiyatları daha da yükselmiştir (Attali, 2015: 47).

2003'de ABD faiz oranları; kısmen FED politikası yüzünden kısmen diğer ülkelerden özellikle de Çin'den gelen büyük miktardaki sermaye girişleriyle tarihteki en düşük seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu düşük faiz oranları, konut piyasasında bir patlama yaşanmasına yol açıp ABD ekonomisinin 2001 resesyonu sonrası yaşanan durgunluktan çıkmasına yardımcı olmuştur. Konut piyasasında yaşanan patlama, finans kuruluşlarını, giderek artan oranda riskler almaya teşvik etmiştir<sup>88</sup>. Bu riskleri

---

<sup>87</sup>ABD'de regülasyonların devamlı olarak azaltılmasında Greenspan ve ekibinin önemli derecede payı bulunmaktadır (Bocutoğlu, 2014a: 93-95).

<sup>88</sup> Dönemin FED başkanı Greenspan da risk alınmasını desteklemiştir. 2004'te yaptığı konuşmasında "Konut sahipleri geçen on yılda sabit faizli mortgagelar yerine, değişken faizli mortgagelar almış olsaydılar onbinlerce dolar kazanmış olurlardı" demiştir. Karşılatabilecekleri en büyük mortgageları almaları için yapılan resmi çağrıya uyan kişiler, birden bire bütçelerini aşan ödemelerle karşılaşmıştır. Sonra hepsi birden evlerini satmaya çalışınca, konut fiyatları hızla düşmüştür (Stiglitz, 2012: 156-157).

almalarının nedeni, FED'in aksi bir durumda kendilerini nasıl olsa kurtaracağı düşüncesidir. Yani, finansal yatırımcılar, FED'in sürekli genişletici para politikası uygulayıp balonları şişireceğini ve balonlar patladıktan sonra da yatırımları kurtarmaya koşacağını bilmekteydiler. "Greenspan Putu" denen bu olgu, geniş ölçekte bir ahlaki tehlikeye neden olmuştur (Bocutoğlu, 2014a: 93).

Önce hisse senetlerinde, ardından da konut piyasasında ortaya çıkan iki varlık balonu sırasında FED başkanlığı yapan Greenspan, krizin patlak vermesi ile birlikte hedef tahtası haline gelmiştir. (Krugman, 2015: 129). Kriz belirmeye başladığında FED başkanı Bernanke idi. Bernanke de, krizin patlak vermeye başladığı dönemde finansal balonu sürdürmeye devam etmiştir. Piyasalar kötüye gittiğinde FED'in müdahalesini gerektiren Greenspan katkısı, yerini Bernanke katkısına bırakmıştır. Bu katkı, balonu daha da şişirmiş ve aşırı risk iştahını kabartmıştır. 2007 yılı yaz aylarında sorunların ilk işaretleri belirdiğinde, FED ve Avrupa Merkez Bankası piyasalara çok yüksek miktarda likidite sağlamıştır. Ağustos'un ilk iki haftasında Avrupa Merkez Bankası 274 milyar doları, FED ise 2007 Ağustos başında 38 milyar dolar parayı piyasaya sürmüştür. Krizin patlak vermesiyle birlikte FED, piyasaları likiditeye boğup faiz oranlarını sıfıra yakın seviyelere kadar indirmiş olmasına rağmen finansal sistemin çöküşünü engelleyememiş ve ekonomiye hareket kazandıramamıştır. Çünkü, şirketler, ucuz maliyetli para bulmuş olmalarına rağmen yatırım yapmaya yanaşmamışlar ve parayı ellerinde tutmuşlardır; bankalar da elde ettikleri ucuz maliyetli parayı yine ellerinde tutarak piyasaya yeni kredi olarak sunmamıştır (Stiglitz, 2012: 221-222).

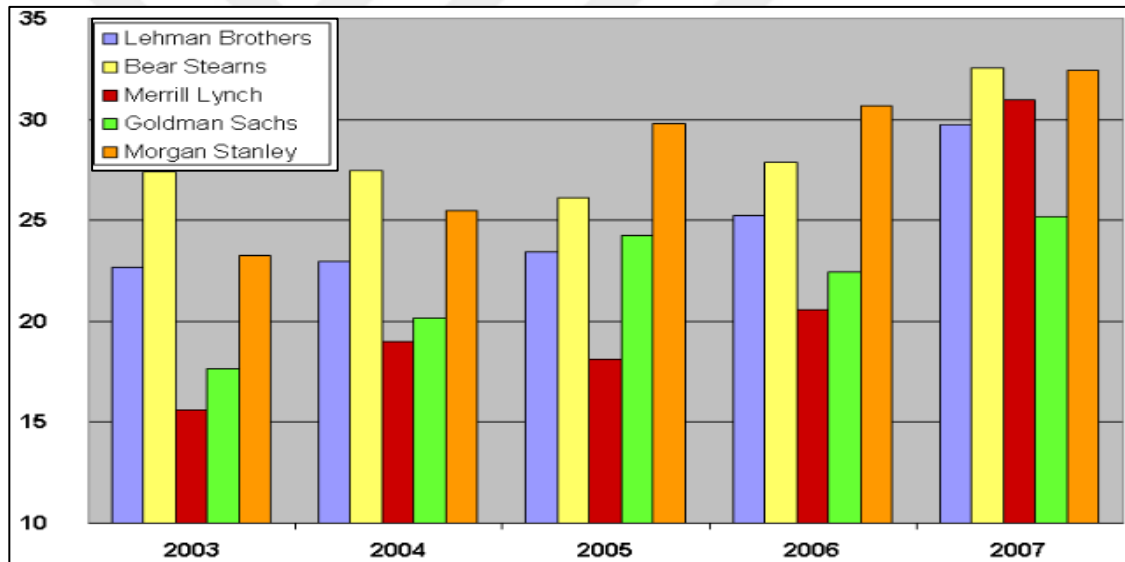
### **2.3.2.8. Kaldıraç Kullanımı**

Kaldıraç; bir finansal kuruluşun, yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finanse ettiği anlamına gelmektedir. Borç ve kaldırıca ne kadar ağırlık verilirse finansal sistem de o kadar kırılğan hale dönüşmektedir. Bir ekonominin oyuncularının, faaliyetlerini finanse etmek amacıyla borçlanmaya yönelmeleri, onların iflasa yatkın hale geldiğini göstermektedir. Kaldıraç kullanımı ile Büyük Resesyon arasında yakın bir bağlantı olduğu bilinen bir gerçektir (Attali, 2015, 47-48).

Çoğu kriz, belirli aktif varlıkların, gerçek değerinin çok üzerine çıktığı bir süreçten sonra başlar. Yatırımcılar, yükselişten pay alabilmek için genellikle

borçlanırlar ve bu süreç sonrasında balonlar oluşur. Varlık değerlerinin hızla artması, yani balonun oluşması, kredi arzındaki aşırı artışla doğru orantılıdır. Bu durum, finansal sistemin yeterince sıkı bir düzenlemeye tabi tutulmadığını, hatta merkez bankasının gevşek bir para politikası uyguladığını göstermektedir. Kredi giderek ucuzlayıp bollaştıkça, talep gören varlığın satın alınması giderek kolaylaşmaktadır. Talebin artarak arzın üstüne çıkması sonucunda ise fiyatlar yükselmektedir. Balonun merkezindeki varlıklar teminat olarak gösterilebildiği ve teminatın fiyatı artmaya devam ettiği sürece her geçen gün daha fazla borçlanılabilme imkânı doğmaktadır. Görülmektedir ki, kredi alanlar kaldıraç gücünden yararlanabilmektedir (Colander vd. 2009: 12-13; Roubini ve Mihm, 2012: 25-27). 2003-2007 yılları arasında ABD'nin beş büyük yatırım bankasının kaldıraç oranları Grafik 8'de yer almaktadır.

**Grafik 8: 2003 – 2007 Dönemi Yatırım Bankaları Kaldıraç Oranları**



**Kaynak:** Company Annual Reports (SEC Form 10K)<sup>89</sup>.  
[https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Leverage\\_Ratios.png](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Leverage_Ratios.png)

Grafik 8'den görüldüğü üzere; 2003-2007 yılları arasında ABD'de beş büyük yatırım bankasının (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs ve

<sup>89</sup> *Lehman Brothers*: <http://www.secinfo.com/d11MXs.t5Bb.htm#1stPage>

*Bear Stearns*: [http://www.bearstearns.com/sitewide/investor\\_relations/sec\\_filings/proxy/index.htm](http://www.bearstearns.com/sitewide/investor_relations/sec_filings/proxy/index.htm)

*Merrill Lynch*: <http://ir.ml.com/sec.cfm?DocType=Annual&Year=2008>

*Goldman Sachs*: <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/current/annual-reports/revised-financial-section-2007.pdf>

*Morgan Stanley*: <http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/10k2007/10k11302007.pdf>

Morgan Stanley) finans sistemindeki kaldıraç oranları ürkütücü boyutlara ulaşmıştır. Öyle ki, bu dönemde yatırım bankalarının kaldıraç oranı 33'e 1 seviyesine kadar yükselmiştir. Yani, bankanın kullandığı paranın sadece 33'te 1'i kendi sermayesinden oluşmaktadır. Bu da, varlıklarındaki %3'lük bir değer kaybının iflas etmelerine yol açabileceğini göstermektedir. Söz konusu bankalar, varlık değerlerinin yükseldiği durumlarda buna cevap olarak bilanço boyutlarını artırmış ve daha fazla kaldıraç kullanarak daha fazla borçlanır hale gelmiştir.

Büyük Resesyon'a doğru yaklaştıkça, 2007 yılı ortalarında insanlar ve şirketler, konut fiyatlarının daha fazla yükselmeyeceğini, borçlanmanın giderek zorlaştığını ve finans piyasasının çökmeye başladığını anlamışlardır (Roubini ve Mihm, 2012: 26-27). Bu süreç, 2007 ve 2008'de tam anlamıyla gerçekleşmiştir. Ev sahipleri, ipotekli konut kredilerini ödeyemedikçe, bu kredilerden türetilmiş olan menkul kıymetlerin değeri hızla düşmüş ve çöküş başlamıştır. Yüksek borçlu finansal kurumların uğradığı zararlar, onları maruz kaldıkları riski azaltmak için harekete geçirmiştir. Bankalar, kredi vermeyi durdurmuş ve böylelikle bütün ekonomiye yayılan bir likidite ve kredi krizi sorununu tetiklemiştir. Finansal sistemdeki güven çöküşü, finansal firmaların büyük zararları ile birleşince ciddi bir ters kaldıraç döngüsüne (varlıktan paraya geçerken kredilerin geri çağırılması) ve tüm ekonomide bir kredi krizine yol açmıştır. Bireyler ve kurumlar mevcut kredilerini yenileyememiş, borçlarını yeniden finanse edememiş, mal ve hizmetlere çok daha az harcama yapar hale gelmişlerdir. Dolayısıyla da ekonomi küçülmeye başlamıştır.

### **2.3.2.9. Basel I ve Basel II Düzenlemelerinin Eksiklikleri**

Bu bölümde; Basel I ve Basel II düzenlemeleri hakkında ayrı ayrı bilgiler verilmiştir.

### 2.3.2.9.1. Basel I

1974 yılında bankaların küresel çapta ortak standartlarda çalışmasını sağlamak üzere, G10<sup>90</sup>'un merkez bankası yöneticileri tarafından Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS: Basel Committee on Banking Supervision) kurulmuştur. BCBS, 1988 yılında sermaye yeterliliğine ilişkin olarak ilk uzlaşısı olan Basel I'yi yayımlamıştır. Küresel finans sektöründe birçok ülkenin yürürlüğe koyduğu Basel I, bir bankanın batması halinde mevduat sahiplerinin karşılaşılabileceği maliyetleri en aza indirmek için asgari olarak tutulması gereken asgari sermaye gerekliliği (yeterliliği) üzerine odaklanmıştır. Bu bağlamda, Basel I'de yer alan en önemli oran, finansal kurumun sağlığını gösteren *sermaye yeterlilik oranıdır*. Bu standartlar, ülkelerde faaliyet gösteren düzenleyici kurumlar (Merkez bankaları, hazine ve ekonomiden sorumlu devlet birimleri...) tarafından belirlenmektedir. Sermaye yeterlilik oranı, piyasada faaliyet gösteren finansal kurumun karşılaşılabileceği risklerin bertaraf edilebilmesi amacıyla oluşturulmuş tampon kaynaktır. Bu oran; “Sermaye Yeterlilik Oranı = Toplam Sermaye / Kredi Riskine Maruz Varlıklar” şeklinde ifade edilmektedir (Gültekin, 2018: 51-52).

Bu sistem; bankaların, muhafaza ettikleri varlıklarının risklerine göre ne kadar sermaye bulundurması gerektiğini belirlemiştir. Bu bağlamda bankalar, ellerinde bulundurdukları değişik varlık sınıflarını, maruz kaldıkları göreceli risklerin daha iyi değerlendirilebilmesi açısından ayırtırmak zorundadır. Başlangıçta, yalnızca “kredi riski” ne yer veren Basel I, 1996 yılında “piyasa riski” ni de uygulama alanına eklemiştir (TCMB, 2015a: 19; BDDK, 2005: 2).

Basel I düzenlemesine ihtiyaç duyulma nedenlerini iki ana başlıkta toplayabiliriz (Kapstein 1994, Norton 1995 ve Reinicke 1995): 1) Küreselleşme süreci ile birlikte muhtemel bozulmalara uğrayabilen finansal istikrarı yeniden sağlayıp sürdürebilmek amacıyla, üye ülkelerin banka sermayelerini güçlü tutmak, 2) Düşük sermaye ile ilgili herhangi bir yaptırımın bulunmadığı ülkede faaliyet gösteren bankaların, yüksek

---

<sup>90</sup> G10 şu ülkelerden oluşmaktadır: Belçika, Fransa, Almanya, Kanada, Japonya, İtalya, İsveç, İsviçre, Hollanda, İngiltere ve ABD. 1964 Yılında İsviçre'nin G10 grubuna dâhil olmasıyla birlikte üye sayısı 11'e çıkmış, ancak G10 adlandırması sürdürülmüştür (<http://www.uzhaber.com/ekonomi/g10-nedir-g10-ulkeleri-hangileri-h18995.html>).

sermaye gerekliliği bulunduran ÷lkede faaliyet gösteren bankalara göre rekabet avantajını kaybetmemesi.

Basel I'in, piyasadaki oyuncular için kuralları olan adil bir rekabet ortamı oluşturması ve bu düzenlemeyi uygulayacak üye ÷lkelerde faaliyet gösteren bankalara, sermaye<sup>91</sup> yeterlilik oranını en az %8 olarak zorunlu kılması finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmuştur (BDDK, 2005: 3). Basel I, her ne kadar bankaların olası şoklara ve krizlere karşı sermaye yapısını kuvvetlendirmeyi amaç edinmiş olsa da günümüz dünyasında gör÷len risklerin artması, çeşitlenmesi ve takibinin kolaylaşması, Basel I kriterlerinin, sürecin gerisinde kalmasına neden olmuştur (BDDK, 2005: 4).

### 2.3.2.9.2. Basel II

Finansal sistemin gelişmesi, finansal işlemlerin karmaşıklaşması ve finansal türev araçlarının oluşması sonucunda Basel I Kriterleri'nin yeterli olmadığı tespit edilmiş ve yeni standartlar oluşturmak için çalışmalar başlatılmıştır. Basel I'in eksikliklerinin uygulama döneminde belirginleşmesi üzerine 2004 yılında "Basel II Sermaye Uzlaşısı" olarak adlandırılan döküman oluşturulmuştur. 2006 yılında da, bu uzlaşının geniş kapsamlı versiyonu ortaya çıkarılarak yayınlanmıştır. Basel I içinde yer alan "kredi ve piyasa riski"ne, "operasyonel risk"i de dâhil eden bu kurallar çoğu ÷lke tarafından benimsenmiştir. Basel I'e yönelik olarak yapılmış olan eleştirilerin en temel dayanağını; asgari sermaye gereksinimi (yeterliliği) oluşturmaktadır. Basel II; risklerin daha duyarlı ölç÷lmesi, her bankanın risk profilinin ayrı ayrı belirlenmesi, banka üst yönetimine düşen sorumlulukların artırılması ve finansal tabloların bankanın gerçek durumunu en iyi biçimde yansıtacak şekilde açıklanması yollarıyla finans sektörünün oyuncuları arasındaki asimetrik bilginin minimize edilmesini ve bu bağlamda daha

---

<sup>91</sup> Basel I 'e göre sermaye iki alt yapıdan oluşmaktadır (G÷ltekin, 2018: 51-52): Bunlardan ilki, *çekirdek sermaye* adı verilen kısımdır. Çekirdek sermaye şu kalemlerden oluşmaktadır: 1) Bankaların tasfiyesi halinde alacak hakkı diğer tüm alacaklardan sonra gelen ödenmiş sermaye, 2) Hisse senedi ihraç primleri, 3) Hisse senedi iptal kazançları, 4) Yedek akçeler, 5) Kâr yedekleri (Net dönem kârı, geçmiş yıllar kârı), 6) Riskler için ayrılan serbest karşılıklar, 7) Diğer (azınlık payları ve/veya ÷lkelerin uyguladığı çekirdek sermaye kapsamına giren diğer kalemler). İkincisi ise, *katkı sermaye* adı verilen kısımdır. Katkı sermaye şu kısımlardan oluşmaktadır: 1) Yeniden değerleme karşılıkları, 2) Sermaye benzeri borçlar (tasfiye halinde ödenecek borçların ödenmesinden sonraki borçlar), 3) Genel zarar karşılık rezervleri, 4) Diğer (÷lkelerin yerel uygulamalarına göre eklenen diğer katkı sermaye kapsamına girecek kalemler).

rekabetçi, daha sağlam ve daha istikrarlı bir finans sektörünün oluşmasını hedeflemiştir (BDDK, 2005: 4; TCMB, 2015a: 19).

Büyük Resesyon, Basel II'nin birçok eksikliğini ortaya koymuştur (Mishkin ve Eakins, 2012: 432):

- Basel II'ye göre; finansal kriz dönemlerinde bankaların, yeterli derecede asgari bir sermayeye sahip olması gerekmiyordu. Halbuki; Büyük Resesyon, bankaların daha yüksek kalitede daha fazla sermayeye ihtiyaçları olduğunu açıkça göstermiştir.
- Basel II'ye göre; risk ağırlıkları, büyük oranda kredi derecelendirmesine bağlı olarak belirlenmekteydi. Ancak, kredi derecelendirmesinin nesnellikten uzak oluşu, Büyük Resesyon'un oluşumunda etkili olan faktörlerden bir tanesidir.
- Basel II'ye yapılan en önemli eleştirilerden bir tanesi de, döngüsellelikle ilgilidir. Basel II'ye göre; bankalar iyi zamanlarda daha az, kötü zamanlarda daha fazla sermaye tutmalıdırlar. Ancak, bu durum, kredi döngülerini şiddetlendirmektedir. *Ekonominin yükseliş dönemlerinde* bankalar, ellerinde tuttıkları varlık fiyatlarının yükselmesiyle orantılı olarak sermaye ihtiyaçlarını azaltmış ve daha fazla risk almıştır. *Kriz dönemlerinde* ise varlık fiyatları düşmüş ve bankalar sermaye bulmanın çok zor olduğu bir anda daha çok sermayeye ihtiyaç duyar hale gelmiştir. Bu durum, özellikle Büyük Resesyon'un ardından ciddi bir endişe kaynağı olmuştur. Krizin bir sonucu olarak, bankaların sermaye dengeleri aşınıp erozyona uğramıştır. Bu bağlamda, ekonomi üzerinde büyük bir negatif etki olduğu için kredi vermede kısıtlamaya gidilmiştir. Dolayısıyla da Basel II, borç vermedeki bu kısıtlamayı daha da kötüleştirilmiş ve ekonomiye daha fazla zarar vermiştir.
- Basel II, Büyük Resesyon sırasında finans kuruluşlarının çöküşüne yol açan "likiditenin yok olması" tehlikesine yeterince odaklanmamıştır. Büyük Resesyon göstermiştir ki; tüm finans kuruluşları, likidite riskinin yönetimine daha fazla vurgu yapmak zorundadır. Bu yüzden, kurumlar, kısa vadeli borçlanmaktan kaçınarak yükümlülüklerinin vadesini ve süresini ciddi biçimde



uzatmalıdır; bu bağlamda, vade uyumsuzluğunu mümkün olduğunca azaltmalıdır.

## **2.4. BASEL III SÜRECİ VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA KAVRAMI**

Büyük Resesyon'un ardından, gelecekte karşılaşılabilecek krizlere karşı bankacılık ve finans sisteminin daha dirençli hale getirilmesi gerektiği düşüncesi ön plana çıkmıştır. Bu kapsamda, Basel III kriterleri yayınlanmış ve ilerleyen süreçte birçok makro ihtiyati önlem alınmaya başlamıştır.

### **2.4.1. Basel III Süreci**

Büyük Resesyon'un ortaya çıkardığı eksiklikleri gidermek amacıyla Basel III olarak adlandırılan düzenleme değişiklikleri gündeme gelmiştir. Basel III, Büyük Resesyon'un ardından bankacılık sektöründeki risk yönetiminin, risk denetiminin ve finansal düzenlemelerin sağlanması amacıyla Basel Komitesi tarafından 2009 yılında görüşülmeye başlanıp, 2010 yılında açıklanmış kapsamlı reform tedbirleridir.

Basel III düzenlemeleriyle ulaşılmak istenen hedefler; bankacılık sisteminde tutulan sermayenin nitelik ve niceliğinin artırılması, ekonomik döngülere göre ayarlanabilecek şekilde sermaye tamponu oluşturulması, risk bazlı olmayan kaldıraç oranı belirlenmesi ve bankaların likidite oranlarına yönelik düzenlemeler yapılması şeklindedir. Söz konusu düzenlemeler, Basel II'nin temel felsefesinden ciddi sapmalar göstermeyen ve yükümlülükleri daha da yoğunlaştıran bir özellik göstermektedir. Böylelikle, finansal krizden önce dikkate alınmayan risk olgusuna da vurgu yapılmıştır. Söz konusu uygulamalara, kademeli olarak, 2013 yılından 2019 yılına kadar geçiş yapılması planlanmıştır (BDDK, 2010a: 1-3).

Basel III'ten sonra, makro ihtiyati politikalar, sürecin çerçevesini oluşturmaya devam etmiştir. Kriz sonrası dönemde birçok ülke, makro ihtiyati politikalara başvurmaya başlamıştır.

## 2.4.2. Makro İhtiyati Politika Kavramı

### 2.4.2.1. Makro İhtiyati Politikaların Oluşumu, Tanımlanması ve Gelişimi

Literatürde, makro ihtiyati politika kavramından özellikle son yıllarda bahsedilmesine karşın, bu kavram, ilk kez 1979 yılında, gelişmekte olan ülkelere verilen kredilerdeki hızlı artışın neden olabileceği sistemik risklere çözüm bulmak amacıyla ortaya atılmıştır (Clement, 2010: 60). 1990'lı yılların sonunda ise, özellikle 1997 yılında meydana gelen Asya Krizi'nin de etkisiyle, "makro ihtiyati" kavramı kullanılmaya başlamıştır (IMF, 1998: 4). 2000'li yıllara gelindiğinde IMF, finansal sistemdeki kırılganlıkları ölçmek için istatistik çalışmalarının gelişmesiyle birlikte makro ihtiyati göstergeler<sup>92</sup> oluşturmaya başlamıştır (IMF, 2000: 4).

Clement (2010: 63, 64)'e göre makro ihtiyati politikalar için dönüm noktası, Crockett (2000: 5-7)'in ve Borio (2003: 2-3)'nün çalışmaları olmuştur. Bu çalışmalardaki genel düşünceye göre, finansal istikrarın sağlanabilmesi için mikro ve makro ihtiyati bakış açıları arasındaki ilişkinin güçlendirilmesi gerekmektedir. Yani, bu iki perspektifin daha analitik bir tanımının yapılması şarttır. Bu bağlamda; çalışmalarında finansal istikrarı, mikro ve makro boyutlar şeklinde ayırt ederek açıklamaya çalışmışlardır.

Crockett (2000) ve Borio (2003), çalışmalarıyla ön plana çıkartmış oldukları makro ihtiyati politika kavramının net bir tanımını yapamamışlardır. Ancak, küresel finansal sistemin tasarımından sorumlu olan kurumların (FSB<sup>93</sup>, IMF<sup>94</sup> ve BIS<sup>95</sup>) özellikle Büyük Resesyon sonrası dönemde makro ihtiyati politikalara yönelmeleriyle birlikte, ortak kabul gören bir tanımın yapılmasına ilişkin çalışmalara ağırlık verilmiştir. Bu çalışmalar sonucunda; Şubat 2011'de toplanan G20 zirvesinde oluşturulan raporda, makro ihtiyati politikalarla ilgili daha somut bir tanım yapılmıştır. Tanım şudur (FSB,

---

<sup>92</sup> IMF (2000) tarafından oluşturulan "makro ihtiyati göstergeler" kavramı, daha sonra IMF (2001) kurulu tarafından "finansal istikrar göstergeleri" olarak değiştirilmiştir.

<sup>93</sup> Financial Stability Board: Finansal İstikrar Kurulu.

<sup>94</sup> International Monetary Fund: Uluslararası Para Fonu

<sup>95</sup> Bank for International Settlements: Uluslararası Ödemeler Bankası.

IMF ve BIS, 2011: 2): “Makro ihtiyati politikalar; reel ekonomi için ciddi sonuçlara neden olabilen temel finansal hizmetlerin tahsisinde yaşanabilecek bozulmaları kısıtlamak amacıyla, sistemin genelinde oluşabilecek riski veya daha somut bir ifadeyle sistemik riski sınırlamada öncelikli olarak ihtiyati araçların kullanıldığı politikalar.”

Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemi bir bütün olarak ele alırken, mikro ihtiyati politikalar sadece, bireylerin ve şirketlerin finansal dirençliliğini sağlamayı hedeflemektedir. Bu çerçevede, mikro ihtiyati politikaların öncelikle dışsal riskleri gözetlediği ancak, sistemin bütünü ile entegre olmadığı görülmektedir. Büyük Resesyon, finansal istikrarı sağlamak ve finansal krizleri önlemek için mikro ihtiyati denetime odaklanmanın yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bir bütün olarak finansal sistemin güvenliğine ve sağlamlığına odaklanan makro ihtiyati denetime duyulan ihtiyacı açık bir şekilde göstermiştir. Gelişmiş ülkelerden başlayarak tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal krizin etkileri, finansal sistemin tümüne yönelik proaktif önlem ve düzenlemelerin hayata geçirilmesinin önünü açmıştır. Söz konusu önlem ve düzenlemelerin bütününe makro ihtiyati politikalar adı verilmiştir (Osiński, Seal ve Hoogduin, 2013: 6-9).

Büyük Resesyon’un ardından merkez bankalarının, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlamayı amaç edinmeleri, ekonomideki makro riskleri azaltmayı hedefleyen para politikası araçlarının önem kazanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda, finansal istikrar hedefi doğrultusunda, geleneksel araçlara ilave olarak geleneksel olmayan araçlar da kullanılmaya başlamıştır. Kriz sonrasında, gelişmiş ülke ekonomileri, krizin yol açtığı finansal sistemden kaynaklanan sorunları gidermeye çalışırken; gelişmekte olan ülke ekonomileri, sıcak para girişlerinin neden olduğu makro riskleri azaltmak için makro ihtiyati tedbirleri içeren para politikası uygulamalarını hayata geçirmeye başlamışlardır<sup>96</sup>. Bu politikalar, sistemik riskleri azaltmak gayesiyle bir dizi para politikası araçlarının birlikte kullanılmasını ifade etmektedir (Canuto ve Cavallari, 2013a: 6; Canuto ve Cavallari, 2013b: 128-132).

Merkez bankacılığındaki yeni anlayışa göre, fiyat istikrarının ve finansal istikrarın eşzamanlı olarak sağlanması şarttır. Büyük Resesyon’un merkez

<sup>96</sup> Çin, Hindistan, Kore, Malezya, Hong Kong, Filipinler ve Singapur (Caruana, 2010b: 3).

bankacılığında finansal istikrarı öne çıkartmasından sonra, daha önceki dönemde uygulanan politikalarda çok önemli değişikliklere gidilmiştir. En önemli değişiklik, krizi önlemede başarısız olması nedeniyle kriz öncesi dönemde temel politika olarak kullanılan kısa vadeli faizlerin temel araç olarak kullanıldığı enflasyon hedeflemesi rejiminin yerini, birden çok enstrümanın aynı anda kullanılmasına dayalı makro ihtiyati politikaların almasıdır (TCMB, 2012f: 4-5).

Merkez bankaları, Büyük Resesyon'dan sonra sadece fiyat istikrarı hedefi için değil aynı zamanda finansal istikrar hedefi için de politika yürütmek zorunda kalmıştır. Bu bağlamda, daha önce kullandıkları politika aracı olan gösterge faiz oranlarına ek olarak bir takım politika araçları da geliştirmek zorunda kalmıştır. Merkez bankaları, o güne kadar modern merkez bankacılığının en önemli göstergelerinden biri sayılan enflasyon hedeflemesi rejimini tek başına uygulamaktan vazgeçmiş, özellikle kredi ve varlık balonlarını söndürmeye dayalı makro ihtiyati politikaları ön plana çıkarmaya başlamıştır. Bu politikalar, tüm dünyada geleneksel para ve maliye politikalarının yanında üçüncü bir politika tipi olarak yer almaya başlamıştır (Frankel, 2009: 13-17).

Büyük Resesyon öncesi dönemde geçerli olan mikro ihtiyati denetim mantığıyla, bireysel kurumların tek tek güvenliğine ve sağlamlığına odaklanmak yerine; Büyük Resesyon sonrası oluşan finansal sistemin genel kapasitesini değerlendirerek sistem genelinde yok pahasına satışları ve tersine kaldıraç döngüsünü hafifletmeye çalışan makro ihtiyati denetime yönelmek, günümüzde artık daha etkili çözümler üretmektedir. Bu bağlamda; bir kredi patlamasını tetikleyerek varlık fiyatı balonunun oluşmasına yol açan aşırı risk alımını önlemek adına, makro ihtiyati tedbirler doğru bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### **2.4.2.2. Makro İhtiyati Politikaların Amaçları**

Makro ihtiyati politikaların amaçlarının neler olması gerektiği konusunda literatürde tam bir uzlaşma yoktur. Ancak, genel yaklaşıma göre, makro ihtiyati politikaların temel amacı, finansal riskleri ve sistemik krizlerin maliyetlerini sınırlandırmaktır (Crockett, 2000: 2; Borio, 2003: 183).

Makro ihtiyati politikalar; sistemik riski azaltmak amacıyla finansal sektöre yönelik düzenlemeler bütünüdür. Makro ihtiyati politikalar genel olarak, hızlı kredi büyümesi ve yükselen kaldıraç oranlarına karşı finansal sistemin dayanıklılığını artırmayı, kredi ve varlık fiyatlarındaki aşırı büyümeyi sınırlamayı hedeflemektedir. Başka bir ifadeyle, makro ihtiyati politikalar, finansal sistemle makroekonomi arasında birbirini besleyen ve ekonomik döngülerin şiddetini artıran etkileşimi zayıflatmayı amaçlamaktadır (TCMB, 2017e).

Büyük Resesyon sonrasında, para politikaları ve finansal istikrarı sağlamayı amaçlayan makro ihtiyati politikalar arasındaki koordinasyonun önemi artmıştır. Örnek olarak; hızlı kredi büyümesini önlemeyi amaçlayan makro ihtiyati politikalar, kredi büyümesinin önlenmesinin yanında ekonomideki toplam talebin de düşmesini sağlamaktadır. Bu durumda toplam talepteki düşüşü gidermek için para politikasının uygulanması gerekebilir. Benzer şekilde, ekonomiyi canlandırmak için faizlerin düşük tutulması durumunda aşırı kredi büyümesi görülme olasılığı yüksektir. Böyle bir durumda hızlı kredi büyümesinin önüne geçmek için makro ihtiyati politikalar devreye alınmalıdır (Mishkin, 2012: 18).

Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemde ya da bir bütün olarak ekonomide ortaya çıkmakta ve kurumların kendi risk yönetim araçları ile içselleştiremediği risklerin olumsuz yansımalarını kontrol altına almayı amaçlamaktadır (Nier, 2009: 27).

Makro ihtiyati politikaların temel amacı, finansal sistemde sistemik risklerin oluşumunu ve yayılarak sistemi tehdit etme olasılığını ortadan kaldırmaktır. Böylece finansal istikrarsızlık önlenmeye çalışılarak olası şokların etkisinin minimumda kalması hedeflenmektedir (Angelini vd., 2012: 3).

Makro ihtiyati politikaların temel amaçları, sistemik riskin sınırlandırılması ve finansal sistemin direncinin artırılmasıdır. Ekonominin hızla yükselişe geçtiği zamanlarda aşırı risk alımı; hızlı bir şekilde düşüşe geçtiği zamanlarda ise aşırı düşük kaldıraç söz konusudur. Bu zamanlarda oluşacak finansal dalgalanmaların etkisini azaltıp, ekonominin reel kesimine yayılmasını önlemek makro ihtiyati politikaların temel hedefleridir (Portes, 2014: 48; Borio ve Drehmann, 2009: 3).

Makro ihtiyati politikalar, sistemik riskin azaltılması amacıyla uygulanan politiklardır. Söz konusu bu politikalar, ülkelerin kurumsal yapısı ve parasal aktarım mekanizmasına bağlı olarak farklılaşabilmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 16).

Makro ihtiyati politikalar, bankaları, sistemik riske sebebiyet veren stratejilerden vazgeçirmeyi amaçlamaktadır (Perotti ve Suarez, 2009: 4).

Makro ihtiyati politikalar, her ülkenin kendi yapısına göre tasarladığı, standart olmayan ve ülkeden ülkeye farklılıklar gösteren politika setidir. Bu politikalar kredi desteği, tahvil alımı gibi miktarsal genişleme, döviz ve menkul kıymetler piyasasına müdahaleler ve döviz likiditesinin sağlanması gibi oldukça geniş bir yelpazede uygulanabilir. Uygulanan bu politikaların nihai amacı finansal sektörün işleyişini kuvvetlendirmek, reel sektörün krizden olumsuz etkilenmesini engellemek ve orta vadede fiyat istikrarının sağlanmasıdır (Trichet, 2013: 230-231).

Sistemik riskin azaltılmasını hedefleyen makro ihtiyati politikalar; finansal sistemin farklı değişkenleri arasındaki bağlantıyı ve finansal sistem ile makroekonomi arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Makro ihtiyati politikalar; hızlı kredi büyümesinin önlenmesi, likidite risklerinin azaltılması, bankacılık sektöründeki vade uyumsuzluklarının azaltılması, finansal altyapının şoklara karşı dayanıklılığının artırılması gibi farklı hedefleri kapsamaktadır (Ingves, 2013: 4-11).

Danthine (2014: 98), makro ihtiyati araçların iki temel amacı olduğunu belirtmiştir. Bunlar, finansal sistemin bütün olarak direncinin artırılması ile varlık ve kredi piyasalarında oluşan sistemsel aşırılıkların sınırlandırılmasıdır.

Angelini vd. (2012: 3) ise makro ihtiyati politikaların öncelikli amacının; finansal risklerin ard arda birikmesini engellemek, finansal çökmelerin meydana gelme ihtimalini azaltmak ve finansal çökmeler oluşmuşsa da etkilerini hafifletmek olduğunu belirtmişlerdir.

Sistemik riskin etkilerinin minimize edilip finansal oynaklıkların en aza indirgenmesi ve bu bağlamda oluşabilecek finansal krizlerin engellenmesi amacıyla uygulanan makro ihtiyati politikaların temel amaçları (Vinals, 2011: 12):

- Sistemik riskin etkisini minimize ederek finans sistemini sistemik şoklardan korumak ve ekonomiye kredi akışının sürmesini sağlamak,
- Kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngüyü azaltmak,
- Yüksek kaldıraç kullanımını sınırlamak,
- Sürdürülebilir olmayan riskli kaynaklardan fonlamayı kısırarak, zaman içinde oluşabilecek sistemik kırılmalıkları engellemek,
- Finans sistemindeki birbirine bağımlılıktan dolayı oluşabilecek kırılmalıkları kontrol altında tutmak,
- İflas etmesine izin verilemeyecek kadar kilit durumda olan kuruluşlarla ilgili gerekli önlemleri almak.

Makro ihtiyati politikaların en temel amaçlarından biri; finans sektörünün, finansal kurumları etkileyen büyük genel şoklara karşı dirençli olmasını sağlamaktır. Çünkü, finansal kurumlar; şiddetli bir resesyon ya da konut fiyatlarında kalıcı bir düşüş sonucunda temerrüde düşülmesi gibi büyük bir şok ile karşılaştıkları zaman, riskli varlıkların satılması, likiditenin sınırlandırılması ve kredi arzının daraltılması gibi finansal istikrarı tehdit edebilecek büyüklükte tepkiler verebilmektedir. Makro ihtiyati politikaların diğer bir amacı, finans sektöründeki bazı davranışların boyutlarını kontrol etmektir. Örneğin, kredi büyümesindeki hızlı artış, varlık fiyat enflasyonuna ve yatırımlara ilişkin hatalı kaynak tahsisi sorununa neden olabilmektedir. Bu bağlamda, finansal istikrarsızlığın önüne geçebilmek için, kredi büyümesindeki hızlı artışın makro ihtiyati politikalar tarafından kontrol altına alınması şarttır. Makro ihtiyati politikaların başka bir amacı ise, her bir bankanın finansal şoklara karşı sağlamlığını geliştirmektir. Sonuç olarak görülmektedir ki; makro ihtiyati düzenlemeler, mikro ihtiyati düzenlemeleri kullanarak finansal istikrarı sürdürme çabasıdır (Acharya ve Calomiris, 2014: 146).

## 2.5. MAKRO İHTİYATİ ARAÇ SETİ

Büyük Resesyon'un olumsuz etkilerini gidermek amacıyla, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları piyasalara yüklü miktarda para enjekte etmiştir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelere doğru bol miktarda yabancı para girişlerinin olması, o ülkelerin para birimlerinin değerlenmesine yol açarak dış ticaret dengesi ve cari işlemler dengesinde bozulmalara yol açmıştır. Bunun üzerine gelişmekte olan ülkeler, bu süreçte sıcak para akımlarını kontrol etmek için makro ihtiyati politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu bağlamda; fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayan kriz öncesi merkez bankacılığı çerçevesine finansal istikrar amacının eklenmesi, para politikası uygulamalarına yeni araçların dâhil olmasını kaçınılmaz kılmıştır (TCMB, 2012f: 2; TCMB, 2014b: 2-3). Ayrıca, daha somut olarak düşünürsek; finansal kurumlar, ekonomik genişleme dönemlerinde aşırı risk üstlenirken ekonomideki daralma dönemlerinde riskten olabildiğince kaçınma eğilimine girmektedir. Bu da, finansal sistemi ve ekonomiyi, ani yükseliş sonrası çöküş döngülerine karşı savunmasız hale getirebilmektedir. Bu bağlamda, genişleme dönemlerinde konjonktür yanlısı davranışları engelleyecek, daralma dönemlerinde de yok pahasına satışları ve kredi çöküşlerini azaltacak makro ihtiyati araçlara gereksinim duyulmaktadır (BIS, 2015: 35-39).

Makro ihtiyati araçlara gereksinimin temel amacı; kredi temelli balonları tetikleyen yıkıcı geri besleme döngülerini önlemektir. Çalışmanın bu bölümünde, Büyük Resesyon'dan sonra, özellikle gereksinim duyulan sözkonusu makro ihtiyati politika araçları hakkında bilgiler verilecektir.

### 2.5.1. Makro İhtiyati Araçların Sınıflandırılması

Büyük Resesyon sonrası dönemde, politikacılar, kriz kaynaklı sorunlarla mücadele edip finansal krizin olası etkilerinden kurtulabilmek için etkin bir makro ihtiyati araç kullanma eğilimine girmişlerdir (Pooran, 2009: 534). Ancak, makro ihtiyati politika araçlarının çeşitli politika araçlarını da kapsayan geniş bir yelpazeye sahip olması, araç setine ilişkin sınıflandırmalarda bir standardın oluşamamasına neden olmuştur. Bu bağlamda, literatürde makro ihtiyati politika araçları farklı şekillerde sınıflandırılmıştır (Galati ve Moessner, 2011: 7-8).



Claessens (2014: 15)'e göre, makro ihtiyati politika araçları net olarak tanımlanamadığı için bunların kullanımı ile ilgili bilgiler sınırlıdır. Buna rağmen, 65 farklı ülke için IMF tarafından toplanan bazı veriler sonucunda, özel olarak kullanılan makro ihtiyati araçlar tespit edilmiştir. Bunlar; kredi teminat oranı (Loan to Value: LTV), borç gelir oranı (Debt to Income: DTI), kredi büyümesinin sınırlandırılması (Credit Growth: CG), yabancı para kredi tavanı (Limits on Foreign Lending (Foreign Currency): FC), zorunlu karşılıklar (Reserve Requirements: RR), dinamik karşılıklar (Dynamic Provisioning: DP) ve konjonktür karşıtı sermaye tamponu (Capital Conservation Buffer: CTC)'dur.

Cerutti vd., (2015: 6)'in makalelerinde yer alan ve IMF tarafından yaptırılan "Küresel Makro İhtiyati Politika Araçları (GMPI)" isimli anket çalışmasında 119 ülke ele alınmıştır. Çalışmada, toplam on iki tane makro ihtiyati politika aracı üzerine odaklanılmıştır. Bunlar; konjonktür karşıtı sermaye tamponu (CTC), bankalar için kaldıraç oranı (LEV), dinamik karşılıklar (DP), kredi teminat oranı (LTV), borç gelir oranı (DTI), kredi büyümesinin sınırlandırılması (CG), yabancı para kredi tavanı (FC), zorunlu karşılıklar (RR), mali kuruluşlar üzerinden alınan vergiler (TAX), sistemik öneme sahip finansal kuruluşlar (Systemically Important Financial Institutions: SIFI), bankalararası pozisyona yönelik sınırlar (INTER) ve konsantrasyon sınırları (CONC) şeklindedir.

Hannoun (2010: 8), makro ihtiyati politika araçlarını; konjonktür karşıtı sermaye tamponu (Countercyclical Capital Charge: CCC), ileriye bakış sağlama (Forward-Looking Provisioning: FLP), sistemik sermaye yükü (Systemic Capital Charge: SCC), kaldıraç oranı (Leverage Ratio: LR), kredi teminat oranı sınırlamaları (LTV caps) ve sağlam altyapı (Robust Infrastructure: RI) şeklinde sınıflandırmıştır.

Shin (2010: 9)'e göre makro ihtiyati araçlar; kredi teminat oranı, borç gelir oranı, bankalar için kaldıraç oranları ve pasif yükümlülükler üzerine uygulanacak olan vergilerdir<sup>97</sup>. Shin (2013: 51), daha sonra yapmış olduğu çalışmada ise makro ihtiyati araçları; bankaların kredi genişlemesini doğrudan sınırlayan aktif yönlü araçlar, kredi

---

<sup>97</sup> Pasif yükümlülükler üzerine uygulanacak olan bir vergi, aşırı varlık büyümelerine neden olan fiyat bozulmalarını azaltma hususunda yararlı olacaktır (Shin, 2010: 9).

büyümesini dolaylı olarak sınırlayan ve likidite krizlerine karşı direnci artıran pasif yönlü araçlar, bankaların teşvik yapılarını değiştirerek kredi genişlemesini kontrol altına alan sermayeye yönelik araçlar olmak üzere üçe ayırmıştır.

Portes (2014: 54), makro ihtiyati politika araçlarını; aşırı kredi büyümesini sınırlandıracak araçlar, bankalar için zamanla değişen sermaye gereklilikleri, dinamik karşılıklar, yabancı para kredi tavanı, kredi teminat oranı, borç gelir oranı ve zorunlu karşılıklar olarak sıralamıştır.

Lopez vd., (2015: 6, 22), politika araçlarını; zorunlu karşılıklar ile ilgili araçlar, konut sektörü ile ilgili araçlar, yayılma ile ilgili araçlar şeklinde üçlü sınıflandırma yaparak ayrı ayrı incelemiştir.

TCMB (2017e)'ye göre, ülkeler arasında önemli farklar göstermekle birlikte kullanılan başlıca makro ihtiyati araçlar; kredi teminat oranı, borç gelir oranı, minimum sermaye yeterlilik oranı uygulaması, kredi büyümesi tavanları, kaldıraç oranları, vade uyumsuzluğunun sınırlandırılması ve zorunlu karşılıklar olarak sıralanabilir.

Lim vd., (2011: 8)'in IMF çatısı altında yaptıkları analizlere göre, farklı ülkeler tarafından en sık kullanılan makro ihtiyati politika araçları üç başlık altında toplanabilir: 1) *Kredi ile İlişkili Araçlar*: Kredi teminat oranı, borç gelir oranı, yabancı para kredi tavanı, kredi büyümesinin sınırlandırılması. 2) *Likidite ile İlişkili Araçlar*: Net açık pozisyonun sınırlandırılması, vade uyumsuzluğunun sınırlandırılması, zorunlu karşılıklar. 3) *Sermaye ile İlişkili Araçlar*: Konjonktür karşıtı sermaye tamponu, dinamik karşılıklar, kâr dağıtımının sınırlandırılması.

## **2.5.2. Başlıca Makro İhtiyati Araçlar**

Başlıca makro ihtiyati politika araçları arasında; kredi teminat oranları, borç-gelir oranı, yabancı para kredi tavanı, zorunlu karşılıklar ve vade uyumsuzluğunun giderilmesi gibi araçlar sayılabilmekte olup, bu araçların detayları aşağıda açıklanmıştır.

### **2.5.2.1. Kredi Teminat Oranı**

Kredi teminat oranı (LTV: Loan to Value), ürünün değeri üzerinden hangi

oranda kredi açılabileceğini göstermekte olup, kredi riskinin en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Tüketicilerin kredi ile borçlanmalarını gösteren bu oran, bankaların kredi hacimleri ve bu kredilere karşılık aldıkları teminatlar arasındaki ilişkiyi göstermektedir (Shin, 2013: 45).

Hanehalkının borç alma kapasitesi üzerinde etkili olan kredi teminat oranı, kredi kullanım tutarının, konut ya da otomobil gibi alımı yapılabilen ürünün fiyatına oranını göstermektedir. Bu orana uygulanan tavan sınırı, teminatlı aktifin değerinin belirli bir yüzdesini aşan kredi miktarını kısıtladığı için kullanılabilir olan kredi miktarını doğrudan belirlemektedir ve bu bağlamda, konut sektöründe oluşabilecek riskleri de engellemektedir (Grace vd., 2015: 97-98).

Kredi teminat oranı tavanı, finansal hızlandırıcı olarak bilinen kaldıraç frenleyerek (Adrian vd., 2015: 25), borçluların kredi miktarını sınırlandırmaktadır. Bunun sonucunda da konut piyasasında kredi genişlemesini azalttığı için fiyat artışlarını engellemektedir (Claessens, 2014: 16). Bu bağlamda kredi teminat oranı, kredi değer limitlerinde uygun bir seviye belirlediği için sistemik riskin oluşmasına engel olmaktadır (Claessens vd., 2013: 165).

### **2.5.2.2. Borç Gelir Oranı**

Borç gelir oranı (DTI: Debt to Income), kişisel bir finans ölçüsüdür. Bu oran; toplam aylık borcun aylık brüt gelire bölünmesiyle hesaplanır. Borçluların sabit gelirlerinin belirli bir yüzdesini aşan borç yükünü kısıtlayan borç gelir oranı sınırlaması; bireyin geliri nispetinde kredi ile borçlanabilmesini mümkün kılan bir düzenlemedir (Shin, 2013: 45). Bankaların aktif kalitesini artırmayı amaçlayan ve hanehalkının ne kadar borçlanabileceğine dair hızlı bir gösterge özelliği taşıyan ihtiyati bir düzenlemedir (Bank of England, 2011: 13). Basit bir ifadeyle bu limitin %80 olması, bireyin, aylık gelirinin ancak %80'ine kadar bankalara borçlanabileceği anlamına gelmektedir.

Tek başına kullanıldığında bankaların aktif kalitesini artırmayı amaçlayan bir ihtiyati düzenleme olan borç gelir oranı, kredi teminat oranıyla beraber kullanıldığında hanehalkı borç alma kapasitesi üzerinde etkili olmaktadır (Adrian vd., 2015: 25-26).

### **2.5.2.3. Yabancı Para Kredi Tavanı**

Yabancı para kredi tavanı (FC: Limits on Foreign Lending), bankaların yabancı para cinsinden ne kadar kredi verebileceklerini gösteren bir araçtır. Döviz kredileri günümüzde yaygın olarak kullanılan bir finansman kaynağı olup, sistemik risk oluşturabilecek önemli araçlardan biridir. Çünkü, yabancı para cinsinden borç-alacak ilişkisi, kurdaki dalgalanmalardan dolayı hem borçluyu hem de alacaklıyı zor durumda bırakabilmektedir. Bu yüzden, yabancı para cinsinden borçlanmaya belirli sınırlamalar getirilmiştir (Lee vd., 2017: 9, 25).

Bankaların döviz cinsinden kredi kullandıkları birçok ülkede, dövizin neden olduğu kredi riski ile ilgili birçok endişe bulunmaktadır. Çünkü, döviz kurlarında yaşanabilecek keskin dalgalanmalar, banka sermayeleri üzerinde yıkıcı sonuçlara yol açabilmektedir. Bu bağlamda yabancı sermaye kontrolleri ya da kısıtlamaları, genel kredi hacmi içerisinde döviz cinsinden kredilerin miktarını azaltmakta ve döviz kuru riskinin kontrol altına alınmasına yardımcı olmaktadır (Ostry vd., 2011: 22; Claessens, 2014: 17).

Yabancı para cinsinden kredi riski altındaki ülkeler, endişelerini gidermek amacıyla bazı makro ihtiyati tedbirler almıştır. Bunlar arasında; yabancı para birimi cinsinden belirlenen borç gelir oranı sınırı, yabancı para birimi cinsinden belirlenen kredi teminat oranı sınırı, döviz kredileri için daha sıkı kısıtlamalar ya da yasaklar, daha fazla kredi teminat oranı, daha yüksek risk ağırlıkları veya sermaye gereksinimleri, tamponlar ve yabancı para cinsinden kredilere karşı daha sert önlemler bulunmaktadır. Bu bağlamda görülmektedir ki; yabancı para kredi tavanı, sistemik riske karşı tampon oluşturmak için kullanılan önemli bir makro ihtiyati araçtır (Lim vd., 2011: 10-11, 68).

### **2.5.2.4. Zorunlu Karşılıklar**

Zorunlu karşılıklar (RR: Reserve Requirements), bankaların toplamış oldukları yerli ve yabancı para mevduatlardan belirli bir kısmının zorunlu olarak merkez bankasına yatırılmasının bir kurala bağlanmış olmasıdır. Zorunlu karşılık oranı ise, banka ve diğer finansal kuruluşların bilançolarında taşıdıkları mevduat, kredi ve benzeri yükümlülüklerine karşılık, merkez bankalarında tutmak zorunda oldukları rezerv

miktarını gösteren kanuni orandır (Alper ve Tiryaki, 2011: 1). Bu oranlar, yerli ve yabancı paralar için farklılık gösterebilmektedir.

Bankalar, müşteri mevduatlarının belli oranlarla hesaplanan bir bölümünü merkez bankasında tutmak zorunda oldukları için zorunlu karşılıklar, kriz ortamında bankacılık sektöründe sigorta işlevi görmektedir<sup>98</sup>. Büyük Resesyon sonrası dönemde, gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikaları nedeniyle bu ülkelerde faiz oranları düşmüştür. Bu nedenle gelişmiş ülkelerdeki fonlar, daha yüksek reel getiri sağlayan gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Ancak bu aşırı sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarı tehdit eder boyutlara ulaşmıştır. Bu doğrultuda, geleneksel para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar, para birimine veya yükümlülük tiplerine göre farklı değerler alarak birçok gelişmekte olan ülkede sistemik riski engellemek için makro ihtiyati amaçlarla kullanılmaya başlamıştır (Shin, 2013: 47-48).

Zorunlu karşılıklar, sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar sonucunda meydana gelebilecek sistemik riskleri kontrol altına alarak finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Zorunlu karşılıklar, üç temel sebeple sistemik riskin oluşumunu engellemektedir: 1) *Likidite Yönetimi*: Zorunlu karşılıklar, konjonktür dalgalanmalarının artış gösterdiği dönemlerde kredi genişlemesini düzenleyen bir yaklaşım göstererek likidite yönetiminde etkin bir rol oynamaktadır. Para piyasasındaki likiditenin toplam talepten fazla ya da az olması durumunda merkez bankası, zorunlu karşılıkları, likidite fazlasını ya da açığını bertaraf edecek şekilde ayarlayarak söz konusu dengesizliğin para piyasasındaki faiz oranları ya da döviz kurları üzerinde baskı oluşturmaya engel

---

<sup>98</sup> Merkez bankası, zorunlu karşılık oranlarını artırdığı takdirde bankalar merkez bankasında daha yüksek tutarda karşılık bulunduracakları için piyasadaki likidite miktarı ya da bir başka ifadeyle ekonomideki para arzı azalacaktır. Zorunlu karşılık oranlarının artırıldığı ortamda bankalar kredi fiyatlamasını yukarı çekmelerine rağmen daha yüksek fonlama maliyetleri ile karşılaşacakları için zorunlu karşılık artışı, bankalar açısından kârlılığı törpüleyici bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Kredi genişlemesinin yüksek olduğu durumlarda merkez bankası, zorunlu karşılıkları artırmak suretiyle bankaların kredi verme iştahını azaltabilmektedir. Merkez bankası, ekonomideki para arzını artırmayı amaçlıyorsa zorunlu karşılıkları azaltmak suretiyle piyasadaki likiditeyi artırma yoluna gider. Zorunlu karşılık oranlarının düşürüldüğü durumda, bankaların fonlama maliyetleri düştüğü için bankalar kredi faizlerini de aşağı çekmektedir. Bir başka ifadeyle, zorunlu karşılıkların düşürülmesi, bankaların kredi genişlemesinin önünü açmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesinin bankacılık sektörünün fonlama maliyetini etkilemesi ve bunun da bankalar tarafından kredi fiyatlamasına yansıtılması nedeniyle zorunlu karşılık uygulaması çok etkili bir politika aracıdır (Alper ve Tiryaki, 2011: 2-7).

olmaktadır. Buna en somut örnek; Büyük Resesyon'dan sonra yaşanan gelişmelerdir. Büyük Resesyon sonrasında oluşan uluslararası ekonomik konjonktürün en belirleyici unsurları, gelişmiş ekonomilerde devam eden “genişletici para politikaları” ve bunun yansıması olarak ortaya çıkan, gelişmekte olan ülkelere yönelik “güçlü sermaye akımları”dır. Bu bağlamda, toplam talep üzerindeki baskıyı azaltmak amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi, ülkeye daha fazla sermaye girişine neden olduğu için ekonomi kendi kendine zarar verecektir. Böyle durumlarda zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, hem toplam talep üzerindeki baskıyı azaltır, hem de kredi genişlemesini sınırlandırır. Dolayısıyla günümüzde likiditenin açık piyasa işlemleri yoluyla etkin bir şekilde yönetilebilmesi bir seçenek iken, yapısal nitelikteki kalıcı dengesizliklere engel olunması bağlamında zorunlu karşılıkların kullanılması daha uygun bir yol olacaktır. 2) *İhtiyat*: Zorunlu karşılıklar, ekonominin büyüdüğü dönemlerde rezerv birikimine katkıda bulunarak yavaşlama dönemlerinde tüketilebilecek kaynağı oluşturmaktadır; bu bağlamda, kriz dönemlerinde finansal sistemdeki likidite baskılarını hafifleterek likidite tamponu rolünü üstlenmiş olmaktadır. Görülmektedir ki; zorunlu karşılıklar, kriz dönemlerinde, bankalara yönelik spekülasyon ataklarına karşı bir tedbir (ihtiyat) görevi üstlenmektedir. 3) *Parasal Kontrol*: Zorunlu karşılıklar, kredi piyasalarının kendi amaçlarıyla çeliştiği durumlarda, para politikasının etkili bir tamamlayıcısı sıfatıyla, sistemik riske karşı makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla merkez bankaları tarafından kullanılan bir politika aracı olarak parasal kontrol işlevini yerine getirmektedir (Lim vd., 2011: 67-72; Montoro, 2011: 4; Alper ve Tiryaki, 2011: 2-3; Lee vd., 2017: 21, 25).

Diğer yandan finansal piyasalarda, likidite darlığının yaşandığı durumlarda, bankaların tabi oldukları zorunlu karşılıklara merkez bankaları tarafından yapılan faiz ödemeleri, aracılık maliyetlerini azaltarak kredi faizlerini düşürücü etki yapmaktadır; kredi hacminin genişlediği dönemlerde ise bu ödemeler azaltılmakta veya hiç yapılmamaktadır. Bu yönüyle de zorunlu karşılıklar, sermaye hareketleri üzerinde dolaylı kontrol fonksiyonuna sahip konjonktür karşıtı bir araç niteliği taşımaktadır (Hoffmann ve Loeffler, 2014: 2-3).

### **2.5.2.5. Vade Uyumsuzluğunun Sınırlandırılması**

Vade uyumsuzluğu, finansal kurumların uzun vadeli alacaklarının kısa vadeli fonlama ile finanse edilmesidir. Bankacılık sisteminin verdiği kredilerin yapısı incelendiğinde; bankaya yatırılan mevduatların genelde kısa vadeli, bankaların verdiği kredilerin ise genelde uzun vadeli olduğu görülmektedir. Dolayısıyla da, bankaların verdiği krediler ile topladığı mevduatlar arasında vade uyumsuzluğu bulunmaktadır ki, bu durum, likidite ve faiz risklerini beraberinde getirip finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 85; Demirhan, 2013: 581).

Bankalardaki vade uyumsuzluğundan kaynaklanan faiz riski, finansal kurumları, büyük zararlar karşılığında varlıklarını nakde çevirmeye zorlayabilmektedir. Piyasada oluşacak varlık satışı dalgası ise yayılma/bulaşma etkisiyle birlikte sistemik likidite krizine neden olabilmektedir (Paul Tucker, 2010: 2-7). Bu bağlamda; varlıklar ile yükümlülükler arasında, vade uyumsuzluğundan kaynaklı likidite problemlerinin oluşması sonucunda, varlıkların ucuza veya zararına satışı durumunun önüne geçebilmek için kullanılan “vade uyumsuzluğunun sınırlandırılması” yöntemi, çok önemli bir makro ihtiyati araçtır.

### **2.5.2.6. Sektörel Bazda Sermaye Yeterlilikleri**

Sermaye yeterliliği, bankanın maruz kaldığı risklerin ölçülmesi ve bunun karşılığında bulundurduğu sermaye ile ilgilidir. Sektörel bazda sermaye yeterlilikleri (gereklilikleri), bankaların sermaye miktarları ile aldıkları riskler arasında kontrol sağlamaya yönelik bir makro ihtiyati araçtır (Acharya, 2013: 66).

Sektörel bazda sermaye yeterlilikleri, kredi piyasasının belirli kesimlerine verilen kredilerdeki risk ağırlıklarının artırılmasıdır. Risk ağırlıklarındaki artış, hedeflenen sektöre kredi verme konusunda kredi faiz oranlarının artırılması şeklindedir. Bu bağlamda, kredi kalitesinin, bozulma ihtimali dikkate alınarak, dayanıklılığı artırılmış olur. Konut kredileri, teminatsız tüketici kredileri ve kurumsal krediler risk ağırlıklarının artırıldığı kredilere örnek olarak gösterilebilir (IMF, 2013: 20). Kredilere uygulanan risk ağırlıklarının artırılması, bankaların sermaye yeterliliği oranlarında

azalışa neden olmaktadır. Bankaların söz konusu azalışı telafi etmek istemeleri durumunda ise kredi arzı ve kredi talebi etkilenebilmektedir (Acharya, 2013: 66).

Büyük Resesyon göstermiştir ki; bu makro ihtiyati araçla ilgili olarak, finansal kuruluşların güçlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü; kriz öncesinde alınan riskler göz önüne alındığında ticari bankaların ve yatırım bankalarının, varlıklarına ve riskli faaliyetlerine kıyasla yeterli sermayeye sahip olmadıkları ortaya çıkmıştır. Söz konusu kurumların tümü için sermaye gereksinimlerinin artırılması gerekmektedir. TBTF (Too-Big-To-Fail: Hata yapmak için çok büyük) sorunu nedeniyle SIFI'lar (Systemically Important Financial Institutions: Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar) daha fazla risk alma eğilimindedir ve bu yüzden, FED ve Basel Komitesi<sup>99</sup>, bu kurumlar için sermaye gereksinimlerini artırma eğilimi üzerinde çalışmıştır. Bu bağlamda, kredi piyasalarındaki ani yükseliş sonrası çöküş döngüsünü engellemek için, sermaye gereksinimlerinin, genişleme dönemlerinde artırılabilmesi daralma dönemlerinde azaltılabilmesi bağlamında ayarlanabilir olması, yani, konjonktür karşıtı hale getirilmesi önem arz etmektedir (Mishkin ve Serletis, 2011: 326-327).

### **2.5.2.7. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu**

Aşırı kredi büyümesinden sonra yaşanan ekonomik daralmalar, bankacılık sektöründe büyük kayıplara neden olabilmektedir. Bu tür kayıplar, bankacılık sektörünün istikrarını bozup ekonomide kırılmalara yol açabilmektedir. Bu bağlamda bankacılık sektörü; kredi genişlemelerinin yüksek seviyelere geldiği dönemlerde, yaşanabilecek muhtemel olumsuzlukları düşünerek sermaye birikimi oluşturmak zorundadır (BIS, 2010: 7). Ekonomik konjonktürün olumlu olduğu zamanlarda bankalar tarafından yapılan bu sermaye birikimi, kriz dönemlerindeki sermaye gereksinimini de desteklemiş olacaktır (Hannoun, 2010: 9, 17).

Birçok ülkede uygulanmaya başlanan *Basel III çerçevesinin merkezinde yer alan* ve sermaye birikimi olgusunu yerine getiren konjonktür karşıtı sermaye tamponu (CTC: Countercyclical Capital Buffer), sistemik riski ölçmek için kullanılacak araçlar

---

<sup>99</sup> Basel Komitesi, Basel III sermaye düzenlemelerinin otoritelerce ulusal mevzuata kazandırılması ve uygulanması sürecine ilişkin periyodik gözden geçirmeler yapmakta ve ilerleme raporları yayımlamaktadır.



arasında önemli bir yere sahiptir (FSB, IMF ve BIS, 2011: 4; Hannoun, 2010: 16). Bu karşı çevrimsel tamponun amacı; toplam kredi büyümesinin aşırı olduğu dönemlerde, bankacılık sektörünü koruyup makro riskleri azaltacak daha kapsamlı bir hedefe ulaşmaktır (BIS, 2010: 7). Basel Komitesi, kredinin aşırı seviyelere çıktığına dair işaretler olduğunda, sermaye koruma mekanizması yoluyla kurulan sermaye tamponu aralığını ayarlayacak bir rejimi başlatarak bu araca vermiş olduğu önemi açıkça göstermiştir (BIS, 2010: 7). Ülke şartlarına ve tercihlerine bağlı olarak çekirdek sermayenin risk ağırlıklı varlıklara oranının (asgari çekirdek sermaye oranı) %0'ı ile %2.5'i arasında değişen değerler alan konjonktür karşıtı sermaye tamponu, aşırı kredi genişlemesinin işaret ettiği sistemik riskin oluşmaya başladığı dönemlerde biriktirilirken risklerin gerçekleştiği dönemlerde kullanılabilir (BIS, 2011: 5).

Bankaların bilançolarının genişleme dönemlerinde görülen aktif değerlerindeki artışlar, finansal kurumların sermaye tamponlarının yükselmesine neden olarak kredi verme güdülerini artırırken; daralma dönemlerinde aktif değerlerindeki azalışlar, kredi faaliyetlerini etkileyebilecek şekilde sermaye miktarında keskin düşüşlerin yaşanmasına neden olabilmektedir. Bu dönemlerde konjonktür karşıtı sermaye tamponları, kredi döngülerine karşı koymada kullanılan önemli bir makro ihtiyati araç olarak ön plana çıkmaktadır (Shin, 2013: 44; Vinals, 2011: 27).

Konjonktür karşıtı tampon ile sermaye koruma tamponu kavram olarak birbirine çok benzemektedir. Her iki araç da, öngörülemeyen bir riske karşı banka sermayesini korumayı ve oluşması muhtemel riskin sistemik olarak tüm ekonomiyi etkilemesini azaltmayı amaçlayan önlemler olarak ifade edilmektedir. Ancak, konjonktür karşıtı tamponunun kullanımı ve büyüklüğü hakkındaki karar, ülkelerin düzenleme ve denetleme organlarına bırakılmıştır. Bu kararın altındaki ana neden ise bir ülkenin düzenleme ve denetleme kurumunun, o ülkenin gerek ekonomik gerekse bankacılık sektöründeki dinamiklerini en iyi bilen ve bunu en iyi ayarlayabilen organı olmasıdır. Bir diğer önemli husus ise, konjonktür karşıtı sermaye tamponundaki değişikliklerin finansal kurumlara en az 24 ay öncesinden bildirilmesinin şart olduğudur.

### 2.5.2.8. Sermaye Koruma Tamponu

Finansal krizin başlangıcında, bir takım bankalar, finansal durumlarda ve sektörün görünümünde bozulmalar olmasına rağmen piyasalara olumlu izlenim vermek için temettü şeklinde geniş dağıtımlar yapmaya ve hisse geri alımlarını, tazminat ödemelerini bonkörce sürdürmeye devam etmiştir. Bu bağlamda, bankaların ve piyasanın finansal koşulları daha da kötüleşmiştir. Söz konusu sorunu ele almak ve olumsuz finansal ve ekonomik koşullara karşı bankacılık sektöründe gerekli sermaye birikimini sağlayabilmek amacıyla Basel III tarafından, bankaların, sermaye koruma tamponu (Capital Conservation Buffer) oluşturmasına karar verilmiştir (BIS, 2010: 6).

Sermaye koruma tamponu; sermaye yeterliliği için çekirdek sermayeye eklenecek tutar olarak tanımlanmaktadır. Basel III, bankaların %4.5 olan asgari çekirdek sermaye oranına<sup>100</sup> (Çekirdek Sermaye/Risk Ağırlıklı Varlıklar (RAV)) ilave olarak %0.625 oranında sermaye koruma tamponu bulundurmasını kararlaştırmıştır. Söz konusu oranın 2016 yılından 2019 yılına kadar kademeli olarak artırılarak, 2019 yılında %2.5 olarak nihai şeklini alması planlanmıştır. Bankalar bu tamponu gerek kendi kaynaklarından, gerekse özel kaynaklardan karşılamakla yükümlüdür. Kendi kaynakları olarak Basel III'ün kabul ettiği; hisse geri alımı, kar payı dağıtımının azaltılması ve prim ödemesinin azaltılması olgularıdır. Böylece, bankaların bulundurmaları gereken toplam çekirdek sermaye oranı %7'ye (%4.5 asgari çekirdek sermaye +%2.5 sermaye koruma tamponu), toplam sermaye yükümlülüğü ise %10.5'e (%8 asgari sermaye yeterlilik +%2.5 sermaye koruma tamponu) yükseltilmiştir. Ayrıca, bankaların sermaye koruma tamponu için tuttuğu sermayenin, otorite tarafından belirlenen standart orandan (%2.5) düşük olması halinde, kâr payı dağıtımları, hisse geri alımları ve prim ödemeleri üzerinde değişen oranlarda kısıtlamalar yapılması öngörülmüştür (BDDK, 2010a: 6; BIS, 2015: 6).

---

<sup>100</sup> Basel III ile birlikte asgari çekirdek sermaye oranı (Çekirdek Sermaye/Risk Ağırlıklı Varlıklar (RAV)) 2013 ile 2015 tarihleri arasında kademeli olarak %2'den %4,5'a çıkarılmıştır (BDDK, 2010a: 6).

Tüm bu düzenlemelerden anlaşılmaktadır ki; sermaye koruma tamponu aracılığıyla bankaların, küresel ekonomide meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı daha güçlü olması amaçlanmaktadır (Caruana, 2010a: 4).

### **2.5.2.9. Dinamik Karşılıklar**

Dinamik karşılıklar (DP: Dynamic Provisioning); ekonomik konjonktürün olumlu olduğu zamanlarda bankaların, olumsuz zamanlarda gerçekleşmesi muhtemel zararlara karşı normalde olduğundan daha fazla karşılık ayırarak bir tampon oluşturmayı amaçladığı konjonktür karşıtı bir makro ihtiyati araçtır (Vinals, 2011: 25; IMF, 2013: 24; Claessens 2014: 18).

GSYH'nin potansiyelin üzerine çıktığı ekonomik büyüme dönemlerinde, kredi büyümesi hızlanmaktadır. Bu dönemde iş koşulları da elverişli olacağı için teminat fiyatları artmakta ve bu bağlamda, borçluların borcunu ödemek konusunda genel olarak herhangi bir problemi olmamaktadır. Ancak, ekonomik büyümenin olası yavaşlama dönemlerinde borçluların borçlarını ödeme konusunda sıkıntıları ortaya çıkabilmektedir. Gerçekleşen kayıplardan ziyade, beklenen kayıpların tahmini doğrultusunda geri ödenmemiş kredi miktarına göre hesaplanan dinamik karşılıklar, bu dönemde tampon görevi görerek konjonktür karşıtlığını azaltmaya yardımcı olmaktadır (Fernandez De Lis ve Garcia-Herrero, 2012: 5).

Ekonomik büyüme sırasında bankaların zorunlu rezerv oluşturmalarını isteyen dinamik karşılıkların amacı; gerçekleşen zarardan ziyade, ekonomik daralma dönemlerinde oluşması beklenen zararı (kredi kayıplarını) telafi edip, konjonktür hareketlerinin ekonomide oluşturabileceği sistemik riskleri engellemektir (Jimenez vd., 2013: 9-10). Bu uygulamada kredi riski, daha işlemin yeni başladığı, borçlunun krediyi aldığı anda hesaplanmaya başlamaktadır. Bu bağlamda, kredi portföylerinde yaşanabilecek olası kayıplar için bankalara, daralma dönemlerinde kullanabilecekleri tamponları önceden tespit edip genişleme dönemlerinde oluşturma olanağı sağlanmaktadır (Saurina, 2009: 1).

### **2.5.2.10. Kredi Büyümesinin Sınırlandırılması**

Kredi büyümesinin sınırlandırılması (CG: Credit Growth); ekonomik otoritenin, bankaların ve banka dışı finans kurumlarının piyasaya verdiği yurt içi kredi miktarını sınırlandıran bir politika aracıdır. Kredi büyümesi sınırlandırmaları, kredi talebini veya arzını sınırlayarak doğrudan kredi hacmini kısıtlamaya yönelik önlemlerden oluşmaktadır. Bu sınırlama ile toplam kredi büyümesi ya da sektörel bazlı kredi artışı kontrol altına alınmaktadır. Makroekonomik riskten uzak bir kredi büyümesi, GSYH'nin büyümesini sağlayıp ekonomiye katkıda bulunurken; aşırı kredi büyümesi, cari işlemler dengesi üzerinde bozulmalara neden olup ekonomiye zarar verebilmektedir. Dolayısıyla, kredi hacmiyle ilgili gerekli tedbirlerin zamanında alınması şarttır (Vinals, 2011: 18; Lee vd., 2017: 22-29).

### **2.5.2.11. Bankalar İçin Kaldıraç Oranı**

Kaldıraç; bir finans kuruluşunun, yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finanse ettiğini göstermektedir. Borç ve kaldırıca ne kadar ağırlık verilirse, finansal sistem de o kadar kırılgan hale dönüşmektedir. Bu bağlamda, kaldıraç kullanımı ile kriz riski arasında bağlantı bulunmaktadır (TCMB, 2012f: 2-3; TCMB, 2014b: 2).

Büyük Resesyon sonrasında yapılan tartışmalarda kaldıraç döngüsellliği (LEV: Leverage Ratio for Banks), finansal çevrimleri hızlandıran bir özelliğe sahip olduğu için, krize yol açan en önemli faktörlerden biri olarak gösterilmektedir. Döngüsel kaldıraç, aktif büyümesi ile kaldıraç artışı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Varlık fiyatlarında artış olması durumunda bankalar, daha fazla kaynak sağlamak amacıyla mevcut kaldıraç oranlarını artıracaktır. Varlık fiyatlarında düşüş olması durumunda ise bankalar, mevcut kaldıraç oranını düşürecektir. Varlık fiyatlarında meydana gelen hızlı düşüş, diğer kurumların yok pahasına satışlara girişmesine neden olmakta ve bu bağlamda, hızlı bir ters kaldıraç sürecine ve sistemik krizlere yol açabilmektedir. Bu gibi durumlarda, yüksek sermaye oranlarına sahip sağlıklı kurumlar bile sıkıntı içine girebilmektedir (Binici ve Köksal, 2012: 1-3).

Adrian ve Shin (2010: 3-4), özellikle yatırım bankaları için finansal genişleme dönemlerinde kaldıraçın yükseldiğini, daralma dönemlerinde ise kaldıraçın düştüğünü,

dolayısıyla da kaldıraçın döngüsel olduğunu açıklamışlardır. Kaldıraç kullanımı, konjonktür (döngüsellik) yanlısı bir yapı sergilediği için finansal genişleme dönemlerinde artmaktadır. Bu nedenle, finansal krizlere karşı en iyi çözümlerden biri, konjonktür karşıtı kaldıraç uygulamalarıdır.

Basel III düzenlemeleri kapsamında %3 olarak belirlenmiş olan kaldıraç oranı; ana sermayenin<sup>101</sup>, aktifler ile bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesiyle bulunmaktadır. Kaldıraç oranı, mikro ihtiyati bir araç olarak geliştirilmesine rağmen makro ihtiyati amaçlara hizmet etmektedir. Bu araç, özellikle genişleme dönemlerinde, bankaların genel kaldıraç düzeylerine sınırlamalar getirerek, konjonktür hareketlerinin ekonomide oluşturabileceği sistemik riskleri engellemektedir (Bennani vd., 2014: 22).

### **2.5.2.12. Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar İçin Ek Sermaye Yükümlülüğü**

Büyük Resesyon sürecinde ülkeler, finansal istikrarın yeniden sağlanması için ulusal platformlarda “Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar (SIFI: Systemically Important Financial Institutions)”dan kaynaklanan risklerin azaltılmasına yönelik olarak, diğer bir makro ihtiyati politika aracı olan *ek sermaye yükümlülüğünü* değerlendirmeye almaya başlamıştır. Çünkü; SIFI’ların iflasları veya sıkıntıları, finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde ciddi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir (BIS, 2011: 1-2; De Nicolo vd., 2012: 10).

SIFI’lar, küresel (G-SIFI: Global Systemically Important Bank) ve ulusal (D-SIFI: Domestic Systemically Important Bank) olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Buna göre;

---

<sup>101</sup> Basel III kapsamında *ana sermaye* ikiye ayrılmıştır (Gültekin, 2018: 54). Bunlar; *çekirdek sermaye* ve *ek sermaye*dir. *Çekirdek sermayenin içinde yer alan kalemler*: 1) Ödenmiş sermaye, 2) Ülkedeki denetim mekanizmasınca belirlenmiş çekirdek sermaye kriterlerine uyan değerler (ödenmiş sermaye), 3) Hisse senedi ihraç primi, 4) Yedek akçe, 5) Geçmiş yıllar kârları, 6) Bağlı ortak ve iştirakler için ödenmiş sermaye (Konsolide verilerde yer alan kurumlar için), 7) Düzenleme ve Denetleme Kurumlarının izin verdiği diğer kalemler. *Ek sermaye tanımında yer alan kalemler*: 1) Çekirdek sermaye içinde bulunmayıp ana sermaye kalemine eklenebilecek kalemler. Diğer bir deyişle çekirdek sermayeye eklenemeyen ancak ana sermaye statüsünde bulunan değerler, 2) Envanter değer artışları, 3) Konsolide mali verilerde bulunan bağlı ortaklıkların ve iştiraklerin değer artışı yada başka bir ortağın iştirak etmesiyle sermayede yaşanan artışların yansıtılması, 4) Düzenleme ve denetleme kurumlarının ana sermayeye eklenebilir kalemlerinin dahil edilmesi.

G-SIFI'lar için ek sermaye yükümlülüğünün %1 ile %3.5 arasında çekirdek sermayeden oluşması istenmiştir, D-SIFI'lar için tanımlanan üst limit ise %2'dir (ESRB, 2015: 228).

Basel III Sermaye Komitesi tarafından öngörülen ek sermaye yükümlülüklerinin tamamının çekirdek sermayeden oluşması istenmiştir. 1 Ocak 2016'da ESRB'de yürürlüğe girmiş olan ek sermaye yükümlülüklerinin, 1 Ocak 2019'a kadar kademeli bir şekilde artırılması planlanmıştır. Bununla birlikte ortak kurallar ve kantitatif metodolojilerin var olduğu G-SIFI sermaye yükümlülüğüne karşın D-SIFI, ulusal otoritelerin takdir yetkilerine bırakılmıştır ve bu noktada Basel III bir kılavuz niteliği taşımaktadır (ESRB, 2015: 229).

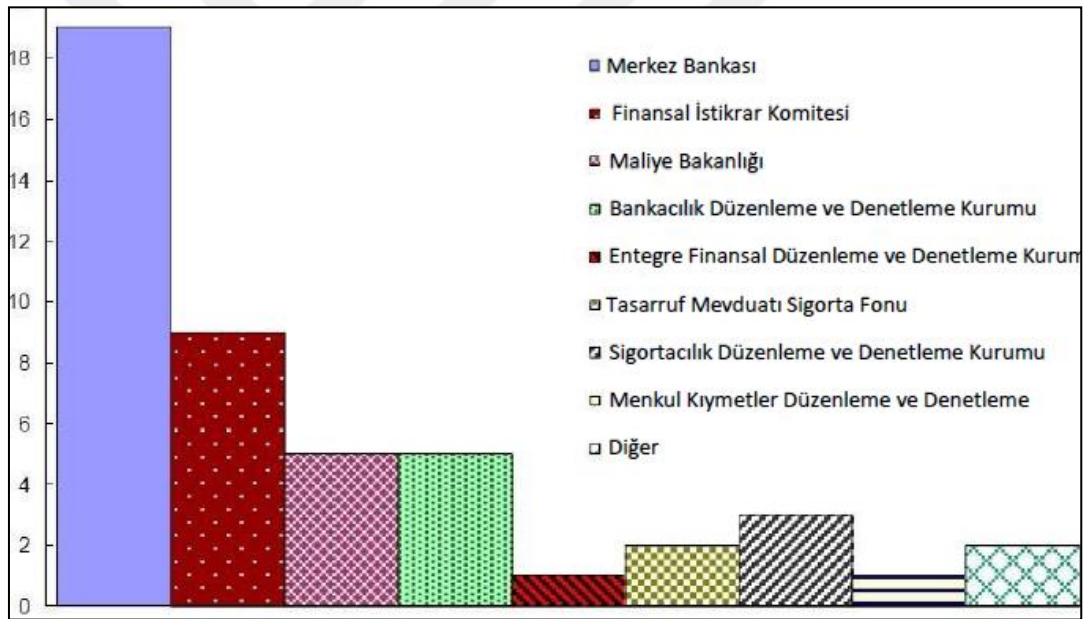
Ek sermaye yükümlülüğü, bir yandan finansal kuruluşların iflas riskini azaltmak, diğer yandan da iflasın gerçekleşmesi durumunda finansal sistem üzerinde oluşabilecek olumsuz etkiyi hafifletmek amaçlarını taşımaktadır. SIFI'lardan kaynaklanan risklerin azaltılmasına yönelik olarak değerlendirilebilecek uygulamalardan en temeli, bu finansal kuruluşların sistemik önem derecelerine bağlı olarak, mevcut düzenlemelerin gerektirdiği büyüklüğün üzerinde sermaye bulundurmalarının sağlanmasıdır. Ek sermaye yükümlülüğü uygulaması; finansal kuruluşların, hem bilanço yapılarını güçlendirmekte, hem de sistemik riske sebep olabilecek faaliyetlerinin maliyetini artırarak riskli faaliyetlere girmelerine engel olmaktadır. Dolayısıyla, finansal kurumların sıkıntı yaşama riskini azaltmaktadır (IMF, 2010: 63-64; IMF, 2017: 65-66).

## **2.6. MAKRO İHTİYATİ ARAÇLARIN KULLANIMI VE ETKİNLİĞİ**

Ekonomilerde makro ihtiyati politikaların nasıl yürütüleceği, hangi politikanın ne zaman uygulanacağı konusunda kesin bir çerçeve bulunmamaktadır. Finansal dalgalanmaların her biri farklı bir neden, yapı ve sonuçla ilgili olduğu için politikaların uygulanması zorlaşmaktadır (Galati ve Moessner, 2014: 13). Bu bağlamda, her ülke; kendi ekonomik ve finansal durumunu, döviz kuru rejimini ve ani şoklara karşı kırılganlıklarını göz önünde bulundurarak kendisi için en etkili ve en verimli makro ihtiyati politika aracını kullanmayı tercih etmektedir (Lim vd., 2011: 11).

Çoğu ülkede merkez bankası, makro ihtiyati araçları kullanma yetkisine sahip olan kurumların başında gelmektedir. Çünkü; makro ihtiyati politikaların finansal istikrarın sağlanmasında başarısızlığı sözkonusu olursa, bu durumdan en çok etkilenecek olan kurum merkez bankasıdır. Ancak, merkez bankalarının finansal istikrara fazla müdahil olmaları neticesinde bilançolarının şişebilmesi ve yaşanabilecek finansal kriz sonrasında ortaya çıkması muhtemel kamu kesimi borçlarının bağımsızlıklarını tehdit edebilmesi, bu süreçte göz ardı edilemeyecek ihtimallerdir. Bu gerçeklerden dolayı, merkez bankaları dışında, makro ihtiyati araçları kullanma yetkisine haiz kılınmış başka kurumlar da sürece dâhil edilmiştir. Grafik 9’da belirtilen bu kurumlar, merkez bankası ile birlikte ya da ayrı olarak, makro ihtiyati politika araçlarını kullanabilmektedir (Brockmeijer vd., 2011: 37; Borio, 2011: 12).

**Grafik 9: Makro İhtiyati Araçları Kullanım Yetkisine Sahip Kurumlar**



**Kaynak:** Brockmeijer vd., (2011: 37).

Grafik 9’dan görüldüğü üzere makro ihtiyati politika araçlarını kullanmada en yetkili kurum, merkez bankasıdır. Onu Finansal İstikrar Komitesi, Maliye Bakanlığı ve BDDK izlemektedir. Bu kurumlarca en sık kullanılan makro ihtiyati politika araçları ise Tablo 9’da yer almaktadır.

**Tablo 9: Makro İhtiyati Araçların Genel Kullanımı (2000 – 2013)**

Araç Türü	Araç Kullanan Toplam Ülke Sayısı	Kullanım Sıklığı (Toplam)	Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)	Gelişmiş Ülkeler (GÜ)	Yıllık Kullanım Sıklığı (GOÜ)	Yıllık Kullanım Sıklığı (GÜ)
<b>LTV</b>	24	%28	13	11	%20	%55
<b>DTI</b>	23	%24	16	7	%25	%20
<b>CG</b>	6	%9	6	0	%12	%0
<b>FC</b>	15	%14	12	3	%14	%15
<b>RR</b>	10	%15	10	0	%20	%0
<b>DP</b>	7	%8	6	1	%7	%9
<b>CTC</b>	5	%2	2	3	%2	%2
<b>TOPLAM</b>	<b>42</b>	<b>%100</b>	<b>28</b>	<b>14</b>	<b>%100</b>	<b>%100</b>

**Kaynak:** Claessens, 2014: 37)

Tablo 9’den görüldüğü üzere; ülkeler tarafından en sık kullanılan makro ihtiyati politika aracı; %28 ile Kredi Teminat Oranı (LTV: Loan to Value)’dir. Ardından; %24 ile Borç Gelir Oranı (DTI: Debt to Income) ve %15 ile Zorunlu Karşılıklar (RR: Reserve Requirements) gelmektedir. Gelişmiş ülkeler daha çok LTV’yi tercih ederken, gelişmekte olan ülkeler daha çok DTI’yi ön planda tutmuştur.

Makro ihtiyati araçlar, ülkelerin yapısal ve kurumsal özellikleri, finans piyasalarının yapısı göz önüne alınarak farklı şekillerde kullanılmaktadır. Sermaye piyasalarının bankacılık sektörüne göre daha etkin olduğu finansal piyasalarda, kurumlara yönelik araçların önemi potansiyel borçlulara yönelik araçlardan daha fazladır. Ülkelerin dışa açıklık derecelerinin yüksekliği, bankacılık sektörünün sermaye hareketlerinden kaynaklanan sistemik risklere maruz kalma ihtimalini artırabilmekte ve finansal kurumlara, mevcut düzenlemeleri atlatılmak için daha fazla hareket alanı sağlamaktadır. Diğer taraftan, sabit kur rejiminin geçerli olduğu ülkelerde, para politikasını tamamlayıcı araç olarak kullanma olanağı ortadan kalkmaktadır. Özellikle Büyük Resesyon’dan sonra gelişmekte olan ülkeler, piyasa başarısızlıklarını giderebilmek için makro ihtiyati araçlara ihtiyaç duydukları için, piyasa ekonomilerinde gelişmiş ekonomilere göre onları daha kapsamlı bir şekilde kullanmıştır. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri, likidite riskinden daha fazla endişe duymakta ve bu nedenle de likiditeye ilişkin önlemlere ağırlık vermektedir. Gelişmiş ülkeler ise, krediyle ilgili önlemleri destekleme eğilimi gösterirken, likiditeye ilişkin önlemleri daha çok kriz sonrasında kullanmaya başlamıştır (Lim vd., 2011: 11).



Claessens (2014), 42 ülkenin verilerini ve politika uygulamalarını incelediği çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre makro ihtiyati araçları daha fazla kullandığını tespit etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, sermaye hareketlerinin neden olduğu dışsal şoklara daha fazla maruz kalması bu durumun en temel nedenidir. Claessens vd. (2014) ise, 2000-2010 dönemini ele alan ve 48 ülkeyi analiz ettikleri çalışmada, borç gelir oranı ve kredi teminat oranı tavanlarının genel kredi hacmine sınırlamalar getirdiğini ve aktif büyümesini azalttığını tespit etmişlerdir.

Cerutti vd. (2015: 16), makro ihtiyati politikaların finansal döngüleri azaltmadaki etkinliğini incelemişler ve konjunktürün daralma dönemlerinde fazla olmamakla birlikte, politikaların, finansal döngülerin yönetilmesi sürecine önemli katkılar sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Makro riskleri azaltıcı politikaların, gelişmekte olan ekonomilerde daha sık kullanılmakta olduğunu ve özellikle de, döviz ile ilgili politikaların daha yoğun bir şekilde kullanıldığını tespit etmişlerdir. Gelişmiş ülkelerde ise borçlu ile ilgili politikaların daha çok kullanıldığını belirlemişlerdir.

Claessens vd. (2013: 156) ; Claessens ve Ghosh (2012: 91-93) yapmış oldukları çalışmalarda araştırdıkları ülkelerin 2000-2010 yılları arasında; kredi teminat oranı, borç gelir oranı, kredi büyümesinin sınırlandırılması, zorunlu karşılıklar, dinamik karşılıklar, yabancı para kredi tavanı, konjontür karşıtı sermaye tamponu ve kâr dağıtım kısıtlamaları politika araçlarından en az birini kullandıklarını tespit etmişlerdir. Ancak, gelişmekte olan ekonomilerde borç-gelir oranı üzerindeki sınırların göreceli olarak daha etkili olduğunu da belirlemişlerdir.

Lim vd., (2011: 72-81), 49 ülkeyi kapsayan ekonometrik çalışmada, araçların bir çoğunun finansal kesimin karşı karşıya kaldığı şokları azaltmada etkili olduğunu belirleyerek hangi araçların hangi koşullarda kullanılması gerektiğini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda; özellikle gelişmekte olan ülkelerde makro ihtiyati politikaların daha etkin olduğunu ortaya koymuşlardır. İlgili çalışmadaki ülke deneyimleri incelendiğinde en çok kullanılan makro ihtiyati politika araçlarının kredi teminat oranı, borç gelir oranı, zorunlu karşılıklar, yabancı para kredi tavanı ve dinamik karşılıklar olduğu görülmektedir.

Zhang ve Zoli (2014: 29-30), 2000 yılından 2013 yılına kadarki zaman

diliminde, Asya, Latin Amerika, Orta Doğu, Orta Avrupa, Doğu Avrupa, Gelişmiş Avrupa ve Kuzey Amerika'dan toplam 46 ülkede, makro ihtiyati araçların ve sermaye akışı önlemlerinin kullanımını ve etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada; Asya ekonomilerinin konutla ilgili önlemleri, diğer makro ihtiyati araçlara göre daha fazla kullandığını tespit etmişlerdir. Hem Asya ülkelerinde hem de diğer ülkelerde oldukça yaygın olan politika araçları; zorunlu karşılıklar, kredi teminat oranı, kredi büyümesinin sınırlandırılması, dinamik karşılıklar, likidite araçları, tüketici kredileri ve sermaye önlemleri ile ilgili olarak alınan tedbirler şeklindedir. Çalışmada ulaşılan sonuca göre, döviz cinsinden kredilere ilişkin araçlar, konut vergileri ve kredi teminat oranı tavanı gibi makro ihtiyati tedbirler; sermaye akımlarını, kredi büyümesini, banka kaldıraç oranını ve konut fiyatlarındaki artışı kontrol altına almada oldukça etkindir.

Bruno ve Shin (2013: 9, 12), Kore'nin 2010 yılından itibaren uyguladığı makro ihtiyati politikalarla, özellikle de sınır ötesi bankacılık sektörü yükümlülüklerinin büyümesindeki değişimleri bastırarak, bankacılık sektörünün döngüselliğini azaltmayı amaçladığını belirtmişlerdir. Yapmış oldukları çalışmada, makroekonomik riskleri azaltacak politikaların sermaye akışları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla, analizlerde bulunmuşlardır. Makro riskleri azaltma politikalarının getirilmesinin ardından diğer ülkelere kıyasla sermaye akımlarının Kore'ye olan negatif etkisinin azaldığını tespit etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda; bankacılık sektörü sermayesinin arkasındaki itici gücün, Avrupa mali krizinde<sup>102</sup> de önemli bir rol oynayan kaldıraç oranı olduğunu belirtmişlerdir.

Klingelhöfer ve Sun (2017: 35-36), başta zorunlu karşılıklar olmak üzere, Çin'de uygulanan makro ihtiyati politika araçlarının toplam kredi hacmi üzerindeki etkilerini analiz etmişler ve bu araçların kredilerdeki düzensiz yükselişleri kontrol altına almada başarılı sonuçlar verdiğini belirlemişlerdir.

Tovar vd. (2012: 3-8), Latin Amerika ülkeleri için yapmış oldukları çalışmada, zorunlu karşılıkların, kredi büyüme hızını azalttığını belirtmişlerdir. Zorunlu karşılıklar,

---

<sup>102</sup> İrlanda ve İspanya gibi ülkelerdeki kredi patlaması, sermaye tarafından finanse edilmiştir. Bu nedenle, sermaye ve borç arasındaki ilişkinin incelenmesi Avrupa Krizi'nin anlaşılmasında açıklayıcı olacaktır (Bruno ve Shin, 2013: 21).

Brezilya, Kolombiya ve Peru gibi Latin Amerika ülkelerinde, “rüzgâra karşı yaslanmak” kavramıyla dile getirilen güvenilir bir araç olmuş ve bu bağlamda, sistemik riskleri azaltmıştır.

Cordella vd. (2014: 51-52), 1970-2011 yılları arasında 52 ülkenin verilerini kullanarak konjonktür karşıtı bir makro ihtiyati araç olarak zorunlu karşılıkların etkinliğini analiz etmişler ve faiz oranlarının döviz kuru üzerindeki etkileri dikkate alındığında, kullanılan zorunlu karşılıkların özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sermaye girişlerine bağlı sistemik risklerin azaltılmasında etkin olduğunu belirlemişlerdir.

Federico vd. (2013: 1-3) çalışmalarında; Latin Amerika ülkelerinde zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin makroekonomik etkilerini incelemişlerdir. Bu bağlamda üretimin, zorunlu karşılıkların dışsal değişimlerine tepki olarak düştüğünü bulmuşlar; zorunlu karşılıkların, kredi büyümesinin hızını dolayısıyla da makro riskleri azalttığını belirtmişlerdir. Çalışmalarında ayrıca, zorunlu karşılık politikasının, tamamlayıcı bir unsur olarak para politikasının yerine geçtiğini belirtmişlerdir. Sermayenin ülkeyi terk etmeye başladığı dönemde; ulusal paranın hızlı bir şekilde değer kaybına uğramasını önlemek için faiz oranlarının artırılması gerektiği halde zorunlu karşılıkların düşürülmesi ve sonuç olarak çıktının azalmasının engellenmesi buna güzel bir örnektir. Dolayısıyla da zorunlu karşılıklar, çalışmada, en makul ve uygulanması en kolay araç olarak değerlendirilmiştir.

Wang ve Sun (2013: 40-42), Çin’de 2000-2011 dönemini inceledikleri çalışmalarında; zorunlu karşılık oranının ve konutla ilgili politika araçlarının sistemik riski kontrol altına almadaki etkinliğini araştırmışlardır. Çalışmalarında, makro ihtiyati araçların sistemik riske karşı kesin bir koruma sağlayamadığını belirtmiş olmakla beraber iyi hedeflenmiş makro ihtiyati politikaların sistemik riski sınırlandırma konusunda önemli etkilerinin olduğunu ifade etmişlerdir. Çalışmada, aşırı konut fiyatları artışlarını düşürmeyi hedefleyen makroekonomik riskleri azaltıcı politikaların, para politikasının finansal istikrar üzerindeki istenmeyen yan etkilerini yok etme potansiyeline sahip olduğu belirtilmiştir. Hem yüksek faiz oranları hem de makro riskleri azaltıcı politikalar, Çin’deki bankaların kredi büyümesini düşürme konusunda daha etkili olmuştur. Yetkililer, faiz oranlarını daha da yükselterek, daha fazla sermaye girişini sağlamak istememişler ve bu yüzden de zorunlu karşılıkları kullanmışlardır.

Çünkü faiz oranlarının yükseltilmesi, GSYH'nin azalmasına neden olmaktadır.

Dell' Ariccia vd. (2008: 18) çalışmalarında, ABD'deki subprime mortgage piyasasındaki hızlı kredi genişlemesini ve buna bağlı olarak konut fiyatlarındaki hızlı artışı dikkate almışlardır. Çalışmada, makro ihtiyati politikaların, genel kredi hacmindeki ani yükselişleri kontrol altına almaya ve ani düşüşlerin olumsuz sonuçlarını azaltmaya katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kenneth Kuttner ve Shim (2012: 231-232, 256-257), 30 yılı aşkın bir zaman dilimi için yaptıkları incelemede; konut fiyatlarındaki ve konut kredilerindeki dalgalanmaları azaltmaya yardımcı olan ve makro ihtiyati tedbirleri içeren politika araçlarının<sup>103</sup> etkinliğini incelemişlerdir. Buna göre, konutlarla ilgili vergilerin, konut sektörünün maruz kalabileceği riskleri azalttığını; kredi teminat oranı tavanının ve borç gelir oranı tavanının, konut kredilerinin büyümesini sınırladığını görmüşlerdir. Bu bağlamda kredi teminat oranındaki ve borç gelir oranındaki artışlar, konut fiyatlarının ve dolayısıyla da reel büyüme oranının düşmesine neden olmaktadır. Çalışmada; kısa vadeli yüksek faiz oranlarının konut kredilerinin büyümesinde yavaşlamaya ve dolayısıyla konut fiyatlarında düşüşe neden olduğu da belirtilmiştir.

Lee vd. (2017: 25-26), 10 Asya ülkesinde uygulanan makro ihtiyati politikaların, kredi ve kaldıraç büyümesini ve konut fiyatlarındaki değerlenmeyi kontrol altına almadaki etkinliğini analiz etmişlerdir. Çalışmada; kredi büyümesinin sınırlandırılması, dinamik karşılıklar, zamanla değişen sermaye gereklilikleri, zorunlu karşılıklar, net açık döviz pozisyonlarının sınırları, döviz cinsi krediler üzerindeki sınırlar gibi makro riskleri azaltıcı çeşitli araçların yıllar içinde devreye sokularak Asya'daki finansal istikrara katkı sağladığı belirtilmiştir.

Wong vd. (2015: 2-3; 23-24), kredi teminat oranı (LTV) aracını dikkate alarak 13 ülkenin verilerini ve politika uygulamalarını analiz ettikleri çalışmalarında; konut

---

<sup>103</sup> Çalışma; konut fiyatlarını ve konut kredisini etkilemek üzere üç makro ihtiyati politikaya odaklanmıştır. Bunlardan *ilki*; faiz dışı para politikası eylemlerinden ve zorunlu karşılıklarda meydana gelen değişikliklerden oluşmaktadır. *İkinci kategori*; beş ihtiyati tedbirli politika önlemini içermektedir: (i) Kredi teminat oranı (LTV); (ii) Borç gelir oranı (DTI); (iii) İpotek kredileri risk ağırlıklandırma; (iv) Kredi zararı karşılama kuralları; (v) Emlak sektörüne maruz kalma sınırları. *Üçüncü kategori*; mülk satış anındaki sermaye kazançları vergisi ve damga vergileri gibi maliye politikası tedbirlerinden oluşmaktadır (Kenneth Kuttner ve Shim, 2012: 1).

fiyatlarındaki bir düşüş karşısında LTV tavanı uygulamayan ülkelerde konut kredilerinin ödenmeme oranının, LTV tavanı uygulayan ülkelere göre daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Ampirik kanıtlar, LTV politika aracının, konut piyasasında kredi genişlemesini azalttığı için fiyat artışını engellediğini ve dolayısıyla da, kredi değer limitlerinde uygun bir seviye belirlediği için sistemik riskin azaltılmasında etkili olduğunu ispatlamıştır. LTV politika aracı, konut alıcılarının yüksek likidite kısıtlamaları ile bağlantılı olsa da, ipotek sigortası programının (Mortgage Insurance Program: MIP), LTV politikasının etkinliğini zayıflatmadan bu dezavantajı azaltabileceğini göstermektedir. Böylece, MIP'ler LTV politikasının net faydalarını artırmada önemli bir rol oynamaktadır. Hong Kong örneği üzerinden yapılan ampirik çalışmalar, MIP'nin LTV politikasının etkinliğini zayıflatmadan bu dezavantajı hafifletebileceğinin somut örneğidir. Dolayısıyla da, MIP'ler, LTV politikasının net faydalarını artırmada önemli bir rol oynamaktadır.

Finansal istikrarı sağlamak için merkez bankalarının birden çok araç ve araç bağımsızlığı ile donatılması gerekmektedir. Bu bağlamda, makroekonomik riskleri azaltacak politika araçları, şokları absorbe etmeye ve finansal sistemi daha esnek hale getirmeye yardımcı olacaktır. Makro riskleri azaltıcı politika önlemlerinin tasarımı ve bunların etkinliğinin değerlendirilmesi, literatürde de genel olarak vurgulandığı üzere her ülkede kendine özgüdür. Makro riskleri azaltıcı politikaların oluşturulması için yapılan kurumsal düzenlemeler, sistemik riskin etkili şekilde azaltılmasına yönelik çabaların bir sonucudur. Bu düzenlemeler, finansal istikrar hedefine sahip olmalıdır; yetkili kurumlara bu amaçla orantılı hareket edebilmeleri için uygun teşvikler ve araçlar sağlamalıdır; hesap verebilirliği ve şeffaflığı desteklemek için bazı önemli noktalar içermelidir (FSB, IMF, BIS, 2011: 1, 10).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINA, KORUNMASINA YÖNELİK KURUMSAL ALTYAPI VE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Çalışmanın bu bölümünde; 2008 yılından itibaren Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati tedbirleri daha iyi anlayabilmek adına ilk olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin tanımından ve önkoşullarından sözedilecek, ardından da Büyük Resesyon öncesinde Türkiye’de yaşanan örtük ve açık enflasyon hedeflemesi olguları üzerinde durulacaktır. Bu bölümün ilerleyen başlıklarında ise makro ihtiyati tedbirleri uygulamakla sorumlu kurumlardan ve bu kurumların yapmış oldukları düzenlemelerden, özellikle de TCMB’nin geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından ayrıntılı bir şekilde bahsedilecektir.

#### 3.1. BÜYÜK RESESYON ÖNCESİ ENFLASYON HEDEFLEMESİ

##### 3.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı

Sherwin (2000)’e göre enflasyon hedeflemesi, bir yıl ya da daha uzun bir dönem için enflasyon oranının para otoritesi tarafından planlanıp kamuoyuna açıklandığı para politikası rejimidir.

Mishkin (2000: 10), enflasyon hedeflemesini, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para otoritesi tarafından orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin konulduğu bir para politikası stratejisi olarak ifade etmektedir.

TCMB (2006a: 3) ise enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla kurumsallaştırılan modern bir strateji olarak tarif etmektedir. Bu stratejide; merkez bankasının, hükümetin veya ikisinin birlikte, belirli bir dönem için hedeflenen enflasyon rakamını ya da aralığını ilan etmesi ve bu hedef doğrultusunda para politikası araçlarını kullanması söz konusudur (Bernanke ve Mishkin, 1997: 2).

Temel politika aracı *kısa vadeli faiz oranları* olan enflasyon hedeflemesi sistemini, dünyada ilk defa 1990 yılında Yeni Zelanda uygulamıştır; ardından, yararlı sonuçlarını gören diğer ülkeler de bu sistemi uygulamaya başlamıştır. 2011 yılı itibarıyla, dünyada açık veya örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin sayısı 39'a ulaşmıştır (Central Bank News, 2012; Mishkin ve Hebbel, 2007: 1).

### 3.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Önkoşulları

Enflasyon hedeflemesinin getirmiş olduğu birçok avantaj olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerde bu stratejinin tasarlanmasına ve uygulanmasına ilişkin önemli sorunlarla karşılaşmaktadır. Calvo ve Mishkin (2003), gelişmekte olan ülkelerin; mali ve finansal kurumlarının güçsüz olması, finans piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, merkez bankalarının yeterli kredibiliteye sahip olamaması, dolarizasyon<sup>104</sup> sorunu ve ani sermaye çıkışlarına karşı savunmasız olması gibi nedenlerle enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamakta zorlanabileceklerini ifade etmişlerdir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanabilmesi için rejimin uygulanacağı ülkelerde bazı önkoşulların sağlanmış olması şarttır. Bunlar arasında, merkez bankalarının fiyat istikrarı amacına sıkı biçimde bağlı olması; merkez bankalarının bağımsız, hesap verebilir ve güvenilir olması; yeterli derinliğe ve genişliğe sahip gelişmiş finansal piyasaların varlığı; düşük mali baskınlık; sağlam makroekonomik yapı; teknik altyapının yeterliliği sayılabilir (TCMB, 2006a: 7-9; IMF, 2005: 182-185).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanabilmesi için, maliye politikasının para politikasıyla birlikte belirlenmesi; zaman tutarsızlığı sorununun olmaması (alınan bir para politikası kararının piyasalara yansımalarının uzun zaman almaması); hedeflemenin ileriye dönük olması; merkez bankalarının, para politikasını belirlerken enflasyon ile ekonomik büyümeyi eşanlı olarak planlaması; merkez bankalarının ve hükümetlerin, gereksiz yere finansal sisteme müdahale ederek

---

<sup>104</sup> Bir ülkedeki yerleşik halkın; değişim aracı, hesap birimi ve değer biriktirme aracı olarak ulusal para yerine yabancı para kullanmasıdır (TCMB, 2013c: 4).

ekonomik krizlere neden olmamaya özen göstermeleri büyük önem taşımaktadır (Mishkin ve Hebbel, 2007: 9-14). Ayrıca, merkez bankalarının, nominal döviz kuru ve ücret düzeyleriyle ilgili bağlayıcı bir taahhüdünün olmaması da önem arz etmektedir (Savastona, Masson ve Sharma, 1997: 7-10). Bütün bu sayılanların yanında; mali baskınlığın olmaması, enflasyonun düşük ve öngörülebilir bir yapıda olması, döviz kuru ve faizlere sıklıkla müdahale edilmemesi, mali sistemin sağlam bir yapıya sahip olması (bütçe açıklarının ve kamu borç stokunun sürdürülemez boyutlarda olmaması), çok yüksek boyutlu dolarizasyonun olmaması da çok önemlidir (Allen, Baumgartner ve Rajan, 2006: 32-33).

Çalışmanın devamında bu ön koşullar ayrıntılı bir şekilde anlatılacaktır.

### **3.1.2.1. Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesinin ilk koşulu merkez bankalarının bağımsız olması gerektiğidir ki, burada bağımsızlıktan kastedilen araç bağımsızlığıdır. Bu koşula göre merkez bankaları, enflasyon hedeflerine ulaşabilmek için ekonomik konjunktüre göre hangi politika araçlarını ne ölçüde kullanacaklarına bilimsel ölçütler dâhilinde kendileri karar vermelidir (Walsh, 2009: 195).

Foster (2017: 290-293)'e göre merkez bankalarının, para politikalarını siyasi otoritenin etkisi altında kalmadan kendi hedefleri doğrultusunda uygulayabilmeleri ve gerektiğinde değişiklik yapabilme inisiyatifine sahip olabilmeleri, onların bağımsız olduklarının en önemli ispatıdır.

Haan ve Eijffinger (2016: 10-13)'e göre, merkez bankalarının fiyat istikrarını korurken uygulayacakları para politikası rejimini ve kullanacakları para politikası araçlarını kendilerinin seçmesi ve uygulaması, onların bağımsız olduklarını göstermektedir. Ancak, merkez bankalarının, başkan ve üyelerinin seçiminde maliye politikaları ile koordinasyon içinde davranması gerektiği ve ülkenin yasalarına uymakla yükümlü olduğu da bir gerçektir.

Merkez bankalarını bağımsızlık konusunda en çok zorlayan konuların başında, Phillips Eğrisi'nde de belirtildiği üzere enflasyon ile işsizlik arasındaki ters yönlü ilişkinin doğru kurulabilmesi ve bu konuda siyasi iktidarlardan gelebilecek baskılar



gelmektedir. Phillips Eğrisi' ne göre, bir ekonomide enflasyonu düşürmek için daraltıcı para ve maliye politikaları uygulandığında işsizlik artar; işsizliği azaltabilmek için genişletici para ve maliye politikaları uygulandığında ise enflasyon yükselir (Altay, Tuğcu ve Topçu, 2011: 6). Bu olgular yaşandığında merkez bankalarının, enflasyonu düşürmeye çalışırken ortaya çıkabilecek işsizlik konusunda hükümetlere karşı dik durabilmesi, uygulanan enflasyon hedeflemesi politikasının amacına ulaşabilmesi bakımından büyük önem taşımaktadır (Batini ve Laxton, 2006: 27-28).

Merkez bankalarını bekleyen bir başka tehlike de hükümetlerin, bütçe açıklarını kapatabilmek için merkez bankası rezervlerini kullanma talebinde bulunmalarındır. 1990'lı yıllarda Türkiye'de; hükümetlerin, bütçenin %15'i kadarını TCMB'den borç alabilmesine izin veriliyordu ki, bu borçlar geri ödenmediği zaman ekonomide karşılıksız para basımı (emisyon) ve ardından yüksek enflasyon söz konusu olabilmekteydi. 25 Nisan 2001 tarihli, 4651 sayılı yasa ile TCMB tam bağımsız hale getirilmiş ve bu oran sıfıra indirilmiştir; bu bağlamda TCMB'nin, Hazine'nin açtığı borçlanma ihalelerine doğrudan katılımı kaldırılmıştır (TBMM, 2001).

Grilli vd. (1991); Alesina ve Summers (1993) ve Cuikerman vd. (1992) gibi araştırmacılar, merkez bankalarının bağımsızlık derecesi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ekonometrik yöntemlerle araştırmışlar ve bu değişkenler arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bağlamda, merkez bankalarının bağımsızlığı azalırken enflasyon yükselmektedir.

### **3.1.2.2. Mali Baskılığın Düşük Olması**

Mali baskılık; kamunun bütçe açığının ve borç stokunun yüksek olması sebebiyle, merkez bankaları tarafından bir politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının yükseltilmesi ve bu yolla, merkez bankalarının faiz politikasının reel sektöre olan yansımalarının zayıflamış olmasıdır. Hükümetlerin bütçe açıklarını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışmaları sonucunda, özellikle kamu borcunun çok yüksek olduğu ülkelerde, finans piyasalarındaki borç verilebilir kaynakların çoğu kamuya aktarılır ve dolayısıyla, özel sektöre verilebilecek kredi miktarı önemli ölçüde azalmış olur. Bu bağlamda; mali baskılığın oluşmuş olduğu bu durumda, süreklilik arz

eden kamu açıkları nedeniyle para politikası maliye politikasının baskısı altında itibarsızlaşmıştır (Uygur, 2001b: 11; TCMB, 2013c: 4).

Hükümetler, bütçe açıklarını finans piyasalarından borçlanmak suretiyle karşılamaya çalışırlar. Özellikle kamunun borç stokunun yüksek olduğu ülkelerde, hükümetlerin finans piyasalarındaki kaynakların çoğunu kullanması, özel sektörün yatırımlarda kullanabileceği kredilerin önemli oranda azalmasına yol açmaktadır. Böyle durumlarda, parasal aktarım mekanizmalarının faizler ve kredi kanalları doğrudan, beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliğini kaybedeceği için para politikası, talep ve enflasyon üzerinde yeterince etkili olamaz. Bu nedenle, mali disiplinin sağlanmış olması ve mali baskınlığın düşük olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için gerekli ön şartlardır (TCMB, 2006a: 9).

Para politikasının etkisiz kalmasının yani mali baskınlığın olmasının nedeni mali disiplinin bulunmamasıdır. Mali disiplini<sup>105</sup> bulunmayan bir ekonomide borç stoku artacaktır. Yüksek borç stoku ve devam eden kamu açıklarının varlığında ise borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler artacağından, borçlanma maliyeti yükselecektir. Bu bağlamda, mali baskınlığı azaltabilmenin yolu; mali disipline uyarak bütçe açıklarının ve kamu borç stokunun azaltılabilmesidir (Irwin, 2015: 12-15).

Geleneksel aktarım mekanizmasına göre merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek toplam talep koşullarını ve dolayısıyla enflasyonu etkilemeyi amaçlamaktadır<sup>106</sup> (Kara ve Orak, 2008: 26). Ancak, kamu açıklarının ve borç stokunun yoğun olduğu dönemlerde para politikası etkisizdir. Bu nedenle aktarım mekanizması çalışmadığı için kısa vadeli faiz oranları, enflasyon üzerinde etkili olamamaktadır. Hatta tam aksine enflasyonu artırıcı bir etki bile oluşturabilmektedir.

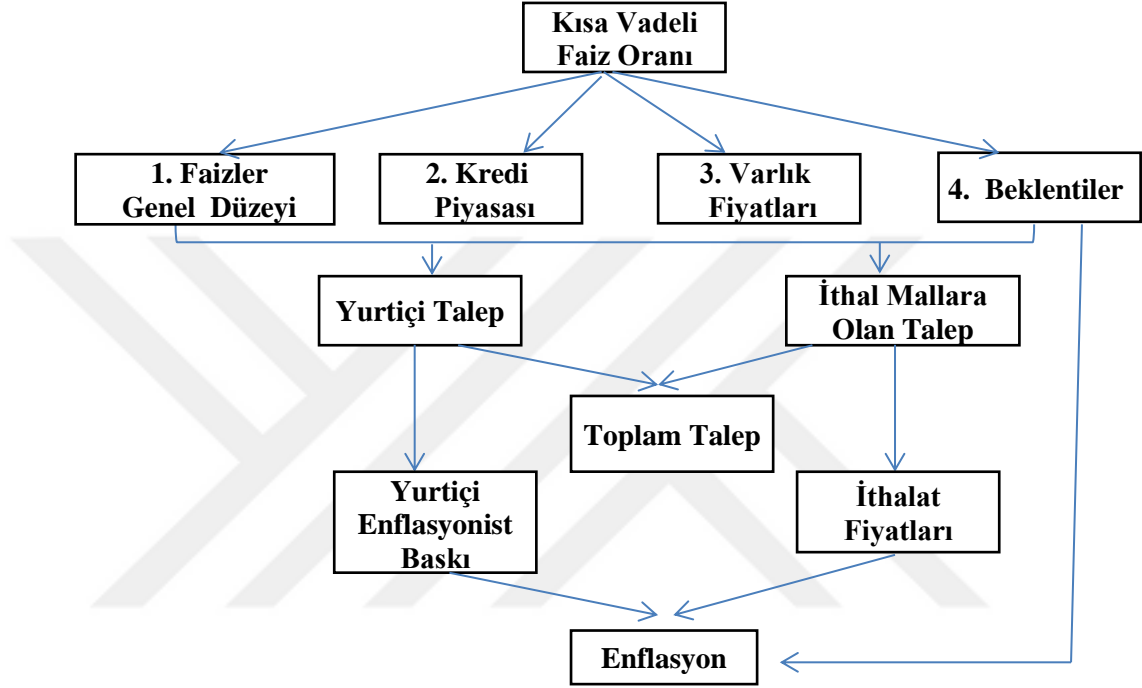
---

<sup>105</sup> Mali disiplin; müdahaleci devlet anlayışının sonucu olarak taşınmaz hale gelen borç stoklarının sürdürülebilir hale getirilebilmesi için yapılacakların ifade edildiği bir çerçevedir. Bu çerçevenin içinde kamusal hizmet performansının iyileştirilmesinden kamu sektörü verimliliğinin artırılmasına, harcamaların azaltılıp gelirlerin artırılarak faiz dışı fazla yaratılmasına, faiz dışı fazlanın borçlanmanın sürdürülebilirliğini sağlamasına kadar çeşitli kavramlar bulunmaktadır (Karakurt ve Akdemir, 2010: 246-247).

<sup>106</sup> Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldıkları kararlar, enflasyonu ya da diğer bir ifadeyle fiyatlar genel düzeyini, aktarım mekanizması adı altında belirli kanallar aracılığıyla etkilemektedir (TCMB, 2006a: 26).

Şekil 1’den de görüldüğü gibi merkez bankası tarafından kısa vadeli faizlerde gerçekleştirilen bir değişikliğin, parasal aktarım kanallarıyla enflasyona kadar etki etmesi beklenmektedir. Ancak mali baskınlığın varlığı durumunda bu kanal arzu edildiği gibi çalışmaz, bu da enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliğine zarar verir.

**Şekil 1: Merkez Bankalarının Parasal Aktarım Mekanizması**



Kaynak: TCMB (2006a: 26)

### 3.1.2.3. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları, kullanacakları politika araçlarının seçiminde bağımsız olmalıdır ancak bu bağımsızlık, her istediklerini yapabilecekleri anlamında bir özgürlük anlamına gelmemektedir. Merkez bankalarının uyguladıkları politikalar ve aldıkları kararlar nedeniyle kamuoyuna karşı taşınmış oldukları bir sorumlulukları vardır ki, buna *hesap verebilirlik* denmektedir (Roger, 2009: 8). Modern merkez bankacılığı anlayışına göre bir merkez bankasının, bağımsızlığını maksimize edip nihai hedeflere ulaşmak için hesap verebilirlik konusunda yüksek standartlara sahip olması şarttır (Roger, 2009: 8). Bu bağlamda merkez bankaları, kendilerine verilen hedefler doğrultusunda politika seçimlerini

yaparken piyasalarda belirsizliğe neden olmamak ve kendisine duyulan güveni boşa çıkarmamak için belirli zamanlarda kamuoyunu bilgilendirmelidir; hedeflerine ulaşamadığında ise bunun nedenlerini hükümet ve kamuoyu nezdinde açıklayabilmelidir. Hesap verebilirlik fonksiyonu rapor, duyuru, basın toplantısı ve çeşitli iletişim araçları yoluyla istatistiki bilgiyi paylaşma, yıllık raporların sunulması gibi değişik yollarla icra edilebilmektedir (Eijffinger ve Hoerberichts, 2000: 3).

Günümüzde merkez bankalarının çoğu, ekonomideki belirsizliği azaltmak için enflasyonu düşürüp fiyat istikrarını sağlamak adına hangi yöntemleri kullanacağını şeffaf bir şekilde kamuoyu ile paylaşmaktadır. Merkez bankaları; hükümete bir mektup yazarak veya brifing vererek, kamuoyuna ise basın toplantıları ve yazılı basın açıklamaları yaparak hedeflerini tutturamamasının nedenlerini, bir sonraki dönem için planlarını, politika değişikliklerini ve enflasyon hedefi değişikliklerini açıklamaktadır (Faust ve Svensson, 1998: 27).

*Şeffaflık*; ekonomik konjonktür ve para politikası uygulamaları hakkındaki detaylı bilgilendirmenin ekonomik aktörlere ve genel olarak da toplumun tüm kesimlerine yapılması ve bu bağlamda, süreçlerin anlaşılabilir hale getirilmesidir (Crowe ve Meade, 2008: 9-10). Merkez bankaları, uygulamış oldukları politikalar ve stratejiler ile ilgili hesap verme sorumluluklarını şeffaf bir bilgi paylaşımı ile sağlamalıdır. Bu açıdan bakıldığında şeffaflık, hesap verebilirlik ilkesinin yansıması olarak değerlendirilebilir. Para politikalarının şeffaf bir çerçevede kamuoyuna açıklanması, politika setine desteği artırarak güven duygusunu pekiştirmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimlerinde, merkez bankalarının sorumluluk alanları, yetki ve hedefleri açıkça belirlenmeli; kamuoyuna, rahatlıkla algılanabilecek şekilde açıklanmalıdır (Gunnar, 1999: 4-6).

#### **3.1.2.4. Gelişmiş Finansal Piyasalar**

Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamayı planlayan ülkelerin güçlü ve gelişmiş bir mali sisteme sahip olması oldukça önemli bir önkoşuldur. Çünkü, finansal piyasalar ne kadar gelişmiş olursa parasal aktarım kanalları da o kadar net çalışır; merkez bankaları, hedeflerine o kadar kolay ulaşır (Crowe ve Meade, 2008: 4, 10). Bu

bağlamda; bankacılık sisteminin ve finansal sistemin zayıf olduğu ülkelerde, enflasyon hedeflemesi politikası başarısız olur (Roger, 2009: 24-25).

Finansal piyasaları yeterli genişlik ve derinliğe sahip olmayan ülkelerde<sup>107</sup> merkez bankası tarafından gerçekleştirilecek para politikası uygulamalarının (reeskont oranı, zorunlu karşılık oranı, açık piyasa işlemleri...) etkisi sınırlı kalmaktadır. Böyle durumlarda merkez bankaları, ellerindeki para politikası araçlarını kullanarak ülkesindeki toplam talebi ve fiyatlar genel düzeyini istediği gibi yönlendirememektedir (Kiyotaki ve Moore, 2005: 701-704).

Finansal istikrarın ve yeterli derinliğin sağlanamadığı ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeyi planlayan merkez bankaları için iki temel sorun söz konusudur: Bunlardan *ilki*; bankaların ve finansal kuruluşların, piyasadan mevduat ve fon toplamak yerine sıklıkla merkez bankası rezervlerine başvurması, merkez bankalarının uyguladığı para politikalarını etkisizleştirerek bankaların piyasaları sterilize etmesini<sup>108</sup> ve enflasyonu kontrol altına almasını güçleştirir. *İkincisi* ise; merkez bankalarının sıkı para politikaları uyguladıkları dönemde artan faiz oranları, yüklü miktarda borcu bulunan finansal kuruluşların mali yapılarını tehdit etmeye başladığı için ülkede finansal kriz riski ortaya çıkar ve merkez bankası, para politikalarında değişikliğe gitmeye ve enflasyon hedefinden sapmaya mecbur kalır (Tutar, 2005: 18).

### 3.1.2.5. Uygulanan Para Politikasının Etkin Olması

Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, diğer bir ifadeyle merkez bankası faiz kararlarının enflasyonu istenilen düzeyde ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi

---

<sup>107</sup> *Finansal piyasaların genişliği*; bu piyasada kullanılan araç sayısının (faiz, döviz, emtia, bono-tahvil, borsa, menkul kıymetler borsası, vadeli işlemler borsası, bu borsalarda işlem gören firma sayısının yüksekliği ile türev ürünler) çok olmasını ifade ederken, *finansal piyasaların derinliği*; bu piyasaların, işlem hacminin rakamsal büyüklüğünü ve küçük şoklardan kolaylıkla etkilenmemesini ifade etmektedir (Helhel, 2018: 72-73).

<sup>108</sup> Sterilizasyon Politikası: Merkez bankasının, uygulamış olduğu bir politikanın zararlı yan etkilerini ortadan kaldırmak için başka bir tamamlayıcı politika uygulamasına denir. Örneğin; Türkiye’de olduğu gibi kontrollü dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde, kurun yükselmesi karşısında piyasaya döviz arz edip karşılığında ulusal para alan bir merkez bankası, bu sefer de piyasalarda oluşabilecek likidite sorununu çözebilmek için piyasadan tahvil alıp karşılığında ulusal para arz edebilir. İşte buradaki tahvil alımı, bir sterilizasyon politikası olarak adlandırılmaktadır (Eğilmez, 2013).

için finansal sistemin temellerinin güçlü olması yani, sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması şarttır (TCMB, 2006a: 8).

Enflasyon hedeflemesi sisteminde merkez bankaları, piyasadaki likidite miktarını kontrol altında tutabilmek için kısa dönem faiz oranını veya başka bir parasal büyüklüğü politika aracı olarak seçebilmektedir. Seçilen politika aracının, merkez bankasının hedefleriyle uyumlu olması çok önemlidir (Njanike, 2010: 254-255).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, TCMB'nin ara ve nihai hedefleri bulunmaktadır. Bu hedeflere ulaşabilmek için kullanılan politika araçları Şekil 2'de yer almaktadır.

**Şekil 2: TCMB'nin Politika Araçları ve Hedefleri**



**Kaynak:** Özatay (2011)

Şekil 2'de yer alan ara ve nihai hedeflere erişilebilmesi için merkez bankalarınca kullanılan politika araçlarının etkin olması gerekmektedir. Aksi takdirde merkez bankaları hedeflerine ulaşamayacak ve piyasadaki güvenilirliklerini kaybedecektir.

### **3.1.2.6. Hedeflenen Tek Değişkenin Enflasyon Olması**

Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi stratejilerini başarılı bir şekilde yürütebilmeleri için gerekli ön koşullardan biri de kendilerine nihai hedef olarak sadece fiyat istikrarının sağlanması görevinin verilmiş olmasıdır. Merkez bankalarına enflasyon

hedefinin yanında finansal istikrar, döviz kuru istikrarı, ekonomik büyüme ve istihdam artışı gibi hedeflerin de verilmesi, bu amaçlar arasında çelişkilerin oluşmasına neden olabilecek ve bu bağlamda merkez bankaları, asıl hedefleri olan fiyat istikrarından uzaklaşacaktır. Bu nedenle merkez bankalarının nihai hedefinin sadece fiyat istikrarı olması ve bu hedefe ulaşmaya çalışırken dış müdahalelere maruz kalmaması şarttır (Savastano, Masson ve Sharma, 1997: 21-34).

### **3.1.3. TCMB'nin Büyük Resesyon Öncesi Dönemde Uygulamış Olduğu Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi**

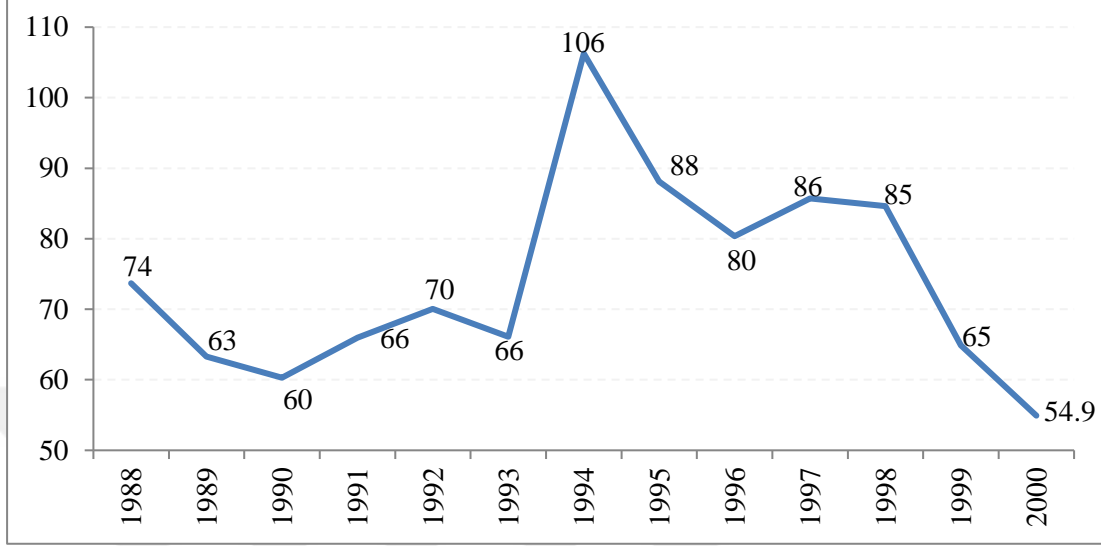
Türkiye'de enflasyonu düşürme programı ilk olarak 9 Aralık 1999'da IMF'ye sunulan niyet mektubunda dile getirilmiştir; bu niyet mektubu çerçevesinde "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı (IMF ile yapılan 17. Stand By Anlaşması olarak da bilinir)" 1 Ocak 2000'de uygulamaya konulmuştur. Bu program kapsamında, 3 yıllık bir dönemde para, maliye, döviz kuru ve gelir politikalarının enflasyonu düşürme hedefine yönelik olarak düzenlenmesine karar verilmiştir (TCMB, 1999: 15). Bu bağlamda; TCMB, 2000 yılından itibaren para politikası çalışmalarını enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda gerçekleştirmeye başlamıştır (TCMB, 2006a: 16).

Türkiye'de bu program kapsamında *sabit döviz kuru rejimi* uygulanmaya başlanmış ve kurun, enflasyon için bir çipa olarak kullanılması amaçlanmıştır. Bu yolla, bir yandan ithal malı fiyatları sabitlenerek tüketici fiyatlarının daha az artması (talep enflasyonunun önüne geçilmesi) amaçlanırken, diğer yandan da ithal ara mallarının fiyatları sabit tutularak maliyet enflasyonunun önüne geçilmeye çalışılmıştır. Ayrıca, parasal ayağı döviz kuru çipasına (sabit kur rejimine) dayanan bu programda, enflasyonu kalıcı biçimde düşürebilmek için gerekli yapısal reformların yapılacağı, özelleştirme faaliyetlerine hız verilerek kamu maliyesinin güçlendirileceği, sıkı maliye politikası uygulanarak bütçenin faiz dışı fazla vermesinin sağlanacağı ve bu paralarla kamu borç stokunun azaltılacağı ifade edilmiştir (TCMB, 1999: 16).

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmek amacıyla, döviz kurunun sabitlenmesinin zaman zaman yararlı sonuçlar doğurduğu görülmüştür (Dornbusch ve Fischer, 1998: 168-169). Bu örneklerden biri olan Türkiye, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nda hedeflenen enflasyon değerlerine ulaşamamıştır; ancak,

enflasyonla mücadele adına önemli bir başarı elde etmiş ve enflasyonu son 14 yıldaki en düşük seviyesine indirmiştir. Bu durum Grafik 10’da görülmektedir.

**Grafik 10: Enflasyonla Mücadelede İlk Yıllar (1988 – 2000)**



**Kaynak:** World Bank (2018a).

Grafik 10’da görüldüğü üzere 1994 yılında %106’ya kadar yükselen enflasyon, 1999 yılı sonunda %65’e kadar inmiştir. IMF gözetiminde 1 Ocak 2000’den itibaren uygulanan 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı sayesinde 2000 yılı sonunda enflasyon %54.9’a kadar gerilemiştir. Bu düşmenin arkasında yatan en önemli sebep; kur riskinin ve buna bağlı olarak faizlerin azalmış olmasıdır.

Kur politikası kapsamında; ilk 18 aylık dönemde döviz kurunun çıpa olarak kullanılacağı, ikinci 18 aylık dönemde ise kurların genişleyen bir bant içinde dalgalanmaya bırakılacağı açıklanmıştır. 2000 yılının ilk 10 aylık döneminde bu sistem başarılı bir şekilde sürdürülmüş olmasına rağmen Kasım 2000’de piyasalardaki döviz talebi artışı, sabit kur sisteminin sürdürülemeyeceği yönündeki düşüncenin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Nitekim, Demirbank, Kasım 2000’de piyasadan sadece 300 milyon dolar borçlanamadığı için ekonomideki panik havası daha da artmıştır. Bu dönemde; iç talebin artması neticesinde oluşan enflasyondaki yükseliş, kur artışına (uygulanan sabit kur rejiminden dolayı) göre daha fazla olduğu için Türk Lirası reel olarak değerlendirilmiş ve bu bağlamda, ülkede ithalat talebi artmıştır. (Uygur, 2001a: 13). Aynı dönemde yaşanan, uluslararası petrol fiyatlarındaki yükseliş de ithalat talebindeki artışla beraber olup cari işlemler dengesini olumsuz biçimde etkilemeye başlamıştır.



Hükümet, cari açığa karşı önlem almakta isteksiz davranmış, IMF'ye verilen sözleri tam olarak yerine getirememiş (özelleştirmeler zamanında yapılamadığı için buradan gelecek kaynaklarla kamu maliyesi güçlendirilememiştir) ve yapısal reformları geciktirmiştir. Bu arada IMF'nin üçüncü kredi dilimini ertelemesinin etkisiyle de ülkeden hızla yabancı sermaye çıkışı başlamıştır (TCMB, 2002a: 50-51). Yabancı sermaye çıkışının hızlı bir şekilde başlamasıyla birlikte TCMB, sabit kur politikasını sürdürebilmek için rezervlerini kullanmaya başlamıştır. Kasım 2000'de 27 milyar dolar olan TCMB rezervleri, Şubat 2001'e gelindiğinde 18 milyar dolara kadar gerilemiştir, ancak yine de piyasalardaki kur baskısının önüne geçilememiştir. Bunun üzerine 21/22 Şubat 2001 tarihinde TCMB, uygulamakta olduğu sabit kur rejimini daha fazla sürdüremeyeceğini belirtmiş ve *dalgalı kur rejimine geçiş* yapmıştır. "Şubat 2001 Ekonomik Krizi" olarak hafızalarda yer edinen bu olaydan sonra 21 Şubat 2001'de 0.685 TL olan ABD Doları, 22 Şubat'ta 0.960 TL'ye ve Nisan 2001'de de 1.18 TL'ye yükselmiştir (EVDS, 2018c).

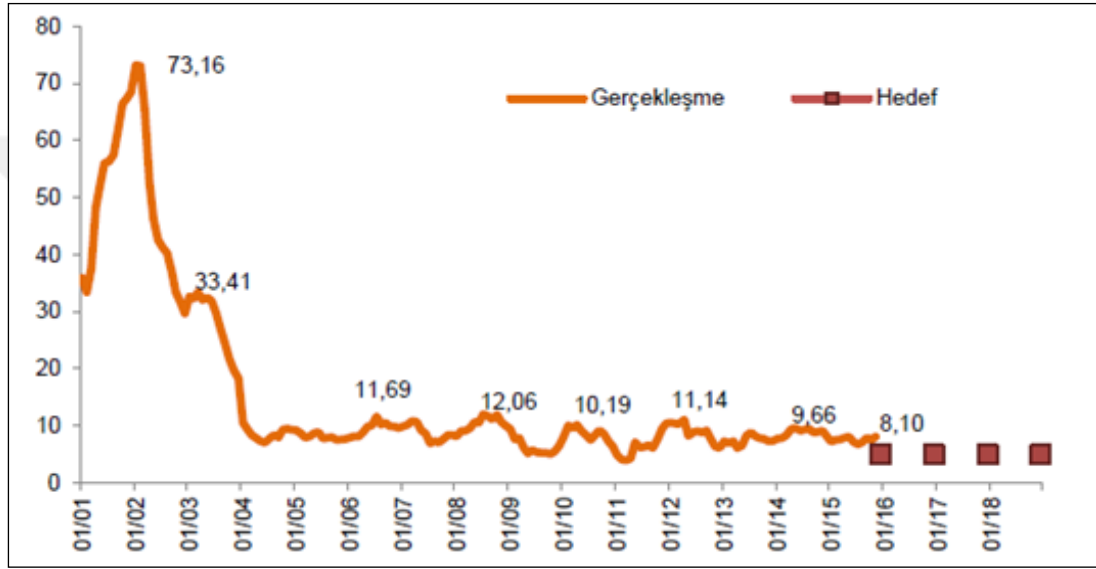
Yaşanan bu gelişmelerin ardından hükümet, ekonomi yönetiminin başına Dünya Bankası ekonomistlerinden Kemal Derviş'i getirdikten sonra "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nı 15 Nisan 2001'de uygulamaya koymuştur. 25 Nisan 2001'de değiştirilen TCMB Kanunu ile de TCMB bağımsız hale getirilmiş ve bu kuruma birincil hedef olarak fiyat istikrarını sağlama görevi verilmiştir (TCMB, 2001). Ocak 2002'de %70'in üzerinde olan enflasyon oranı, 25 Nisan 2001'de TCMB Kanunu'nda yapılan değişikliklerle (TCMB'nin tam bağımsız hale getirilmiş olması ve temel amaç olarak fiyat istikrarının belirlenmiş olması) ve izlenmeye başlanan enflasyon hedeflemesi politikasının etkisiyle, ilerleyen süreçte Ocak 2002'den itibaren hızla düşmeye başlamıştır. Bu dönemi takip eden süreçte zaman zaman tek haneye düşen enflasyon oranı, genel olarak bakıldığında %10 civarında dalgalanmaktadır.

2001 yılının Şubat ayında yaşanan ülke tarihinin en derin iktisadi krizinin ardından TCMB, döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmış ve Türkiye'nin uzun yıllardır kronikleşmiş olan enflasyon sorununu çözmek amacıyla farklı bir geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya karar vermiştir. TCMB tarafından 2002 yılından itibaren örtük, 2006 yılından itibaren ise açık biçimde uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimleri çerçevesinde, para politikaları, finansal istikrarı göz ardı edip fiyat

istikrarını sağlamaya yönelik olarak uygulanmıştır. Bu bağlamda, geleneksel enflasyon hedeflemesi stratejisi kapsamında TCMB sadece enflasyon hedefine odaklanmış ve dolayısıyla da sadece kısa vadeli politika faiz oranı aracını kullanmıştır (Kara, 2012: 14).

Grafik 11’den de görüldüğü üzere TCMB, kriz sonrası dönemde (Ocak 2004’ten sonra), enflasyonu düşürmeyi ve fiyat istikrarını sağlamayı büyük oranda başarmıştır.

**Grafik 11: Enflasyon Gerçekleşmeleri ve Hedefleri**



**Kaynak:** TCMB (2018a).

**Not:** Grafikteki sayılar yükselen enflasyon dönemlerindeki tepe noktalarını göstermektedir.

### 3.1.3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi

Bu dönemde hüküm süren belirsizlik ortamı, başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi bağlamında gerekli olan ön koşulların sağlanamamasına yol açtığı için enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçilmesine karar verilmiştir. Bu yüzden de, öncelikli olarak “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” bir ara rejim olarak uygulanmaya başlanmıştır (Kara ve Orak, 2008: 37).

Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde, merkez bankaları her yıl için bir enflasyon hedefi belirlemekte ve elindeki para politikalarını bu enflasyon hedefini tutturabilmek için kullanmaktadır; ancak, bunu kamuoyu ile paylaşmamaktadır. Bu dönemde temel politika aracı, kısa vadeli faiz oranlarıdır. Bu uygulamada merkez

bankası hesap verebilirlik, şeffaflık, teknik kapasite, kurumsallaşma gibi unsurlara mesafeli yaklaşmakta ancak beklenti yönetimi konusunda enflasyon hedeflemesine benzer bir strateji izlemektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, açık enflasyon hedeflemesi rejiminden farklı olarak ‘enflasyon hedefi’ nin yanı sıra parasal büyüklükler<sup>109</sup> gibi gösterge niteliğinde başka hedefler (ara hedefler) de kullanılmaktadır (TCMB, 2006a: 17).

TCMB, 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. Bu doğrultuda TCMB, hükümet ile birlikte enflasyon hedeflerini saptamıştır. Bu dönemde bir yandan dalgalı kur rejimi altında kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanılırken, diğer yandan da IMF ile yürütülmekte olan programın bir parçası olan para tabanı nominal çıpa olma işlevini sürdürmeye devam etmiştir<sup>110</sup>. Bir anlamda belli bir süre iki çıpayla yola devam edilmiştir (TCMB, 2006b: 73).

18 Ocak 2002’de IMF’ye sunulan yeni niyet mektubunda 2002-2004 yılları arasında enflasyon hedefi sırasıyla %35, %20 ve %12 olarak belirlenmiştir. 2002 yılı sonunda TÜFE<sup>111</sup> %29.7 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, uygulanan enflasyon hedeflemesi programına, para otoritesine ve siyasi otoriteye olan güven artmış ve enflasyonla mücadele adına önemli bir ivme yakalanmıştır (TCMB, 2002b: 17). 2001

---

<sup>109</sup> Bu dönemde hedeflenen parasal büyüklüklerden en önemlisi ‘para tabanı’dır. Para tabanı, TCMB’nin, kendi dışında kalan ekonomik kesimlere karşı net yükümlülüğünü ifade eden TCMB bilançosundan seçilmiş bir parasal büyüklüktür. Para tabanı; emisyon, ulusal para cinsinden zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat değişkenlerinin toplamından oluşmaktadır. TCMB, para tabanının, parasal bir büyüklük olması adına 2002 yılında nominal milli gelir büyüme hızı kadar artmasını hedeflemiştir. Bu bağlamda, 2002 yılı sonunda para tabanı bir yıl öncesinin aynı dönemine oranla yüzde 40 yükseltilmiştir. 15 Nisan 2001’de yürürlüğe giren ‘Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’ ile para tabanı için gösterge niteliğinde bir tavan söz konusuydu. Ancak, daha sonra IMF’ye gönderilen yeni bir niyet mektubuyla para tabanı, enflasyona daha güçlü bir çıpa atma isteğinden dolayı, gösterge niteliğinden performans kriterine yükseltilmiştir. Bu dönemde ayrıca, dönemler itibarıyla belli bir alt sınırın aşığına inmeyeceği taahhüt edilen ‘net uluslararası rezervler’ değişkeni de diğer bir performans kriteri olarak kullanılmıştır (TCMB, 2002b: 8).

<sup>110</sup> 2002 yılında kullanabilecek iki tür nominal çıpa bulunmaktadır: Parasal büyüklük hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi. Hedeflenen temel parasal büyüklük ‘para tabanı’dır (TCMB, 2006b: 73).

<sup>111</sup> TÜFE (Tüketici Fiyatları Endeksi); kişilerin kullandıkları mal ve hizmetleri içeren, günlük yaşam maliyetini ölçme amacı taşıyan temsili bir tüketim sepetinin parasal değerinden oluşturulan bir endekstir. Amaç, bu sepetin değerindeki değişimler yoluyla mal ve hizmetlerin zaman içerisindeki fiyat değişikliklerini ölçmek, enflasyon oranını tespit etmektir. Türkiye’de kullanılan TÜFE ölçüm sistemi, tüm dünyada kullanılan yöntemle uyumludur. Türkiye İstatistik Kurumu tarafından oluşturulan ve aylık olarak değeri açıklanan tüketim sepetinin içinde; dört kişilik orta gelirli bir ailenin en çok tükettiği mal ve hizmetlerden oluşan 710 çeşit mal ve hizmet bulunmaktadır.

krizinde %5.9 küçülen ekonomi, 2002 yılında gösterilen ekonomik çaba ve baz etkisiyle birlikte %6.4 oranında büyümüş (World Bank, 2018a), TÜFE %29.7 ile belirlenen hedeflerin altında kalmıştır; bu bağlamda, örtük enflasyon hedeflemesi programı ilk yılında başarılı olmuştur.

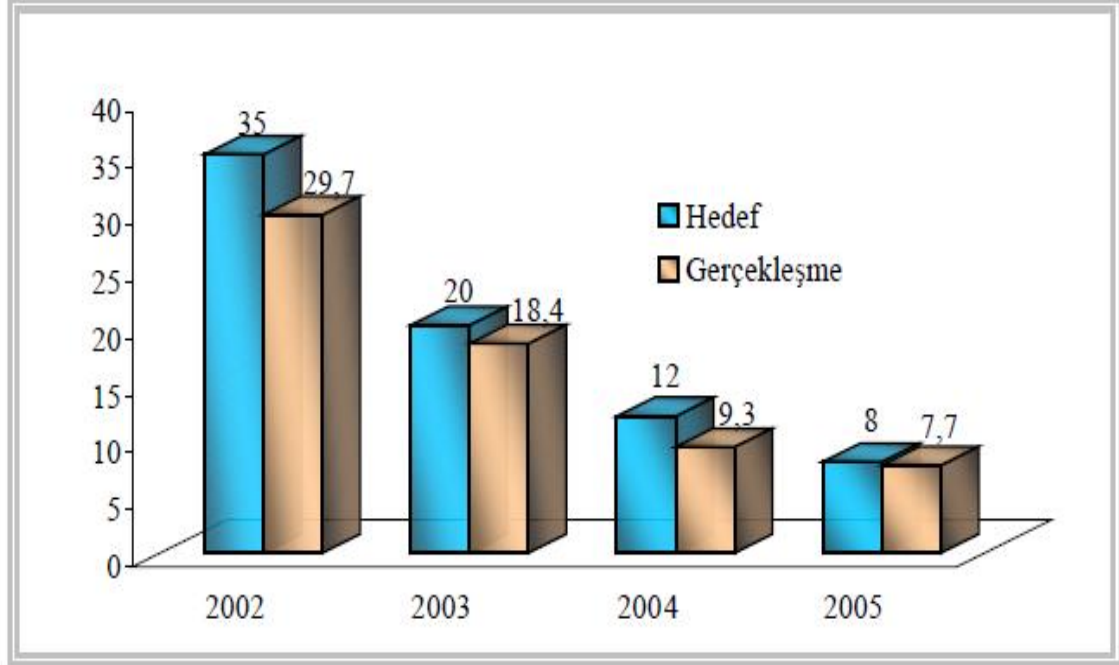
3 Kasım 2002’de yapılan genel seçimlerden güçlü bir tek parti iktidarının çıkması ekonomiye ayrı bir dinamizm kazandırmıştır. 2003 yılında, ABD’nin Irak’a karşı başlatmış olduğu askeri operasyon kapsamında Türkiye topraklarının kullanılmasına yönelik tezkerenin Mart 2003’te TBMM’de reddedilmesinin meydana getirdiği kısmi sorunlara karşın, ekonomide yapısal reformlara devam edilmiş, sıkı para ve maliye politikaları uygulanmıştır. Bu bağlamda da ekonomi %5.6 büyümüş ve enflasyon %18.4 olarak gerçekleşmiştir. Yani, örtük enflasyon hedeflemesi programı ikinci yılında da başarıyla uygulanabilmiştir.

2004 yılı için enflasyon hedefi %12 olarak belirlenmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısına olan güvenin artış gösterdiği bu yılda, ekonomide fiyat istikrarı hızla sağlanmaya başlamıştır ve bu bağlamda, piyasaların genelde Türkiye ekonomisine, özelde ise TCMB’ye olan güveni artmıştır. Bu dönemde ekonomide kapasite kullanım oranları yükselmiş, ekonomi %9.6 büyümüş (World Bank, 2018a), enflasyon %9.3’e inerek uzun yıllar sonra ilk defa tek haneli hale gelmiştir (TOBB, 2005: 61).

Elde ettiği başarılarla kendine güveni gelen TCMB, 20 Aralık 2004 tarihli basın açıklamasında; 2005 yılı için enflasyon hedefini %8 olarak belirlemiş, 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçeceğini kamuoyuna duyurmuştur. Bu dönemde sürdürülen yapısal reformlar, sıkı para ve maliye politikaları, Türkiye’nin 2004 yılında AB ile tam üyelik müzakerelerine başlayacağını açıklanması ile birlikte olumlu bir hava oluşturmuş ve ekonomide öngörülebilirliği artırmıştır. Bu bağlamda, orta vadeli program oluşturulmuş ve bütçe üç yıllık olarak planlanmıştır. Bu dönemde özellikle mali disiplinden taviz verilmemesi sonucunda, Hazine’nin borç yükü azaltılmıştır. 2005 yılı sonunda, TÜFE %7.7 olarak gerçekleşmiş ve ekonomi %9 oranında büyümüştür (World Bank, 2018a).

Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002-2005 dönemindeki hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları Grafik 12’de yer almaktadır.

**Grafik 12: 2002 – 2005 Döneminde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** Kara ve Orak (2008: 45)

Grafik 12’den de görüldüğü üzere 2002-2005 döneminde uygulanan örtük enflasyon rejimi kapsamında TCMB, hedeflediği enflasyon oranlarını başarılı bir şekilde gerçekleştirmiştir. Ekonomide oluşan güven ortamı ve TCMB’nin enflasyonu kontrol edebileceğine dair inançla birlikte, 2005 yılında TL’den altı sıfır atılarak TL’nin psikolojik olarak güçlenmesi de sağlanmıştır.

### 3.1.3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi

Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi; hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin gereği olarak kamuoyunun bilgilendirilmesi, uygulanacak politikalarda esneklik sağlanması ve güvenilirlik gibi özellikler içeren bir politika uygulamasıdır. Açık enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankalarının, uygulayacakları politikalarda yüksek hesap verebilirliğe sahip olmaları gerekmektedir. Merkez bankalarının, uygulayacakları politikalarda yaşanması muhtemel gecikmelerden dolayı

performanslarının kamuoyu tarafından kontrol edilebilmesi, hesap verebilirliği zorunlu hale getirmektedir (Debelle vd., 1998: 1-2).

2002-2005 döneminde enflasyonla mücadele kapsamında belirlemiş olduğu hedefleri başarıyla yakaladığını gören TCMB, nihai hedef olan fiyat istikrarının sağlanması hususunda gerekli kurumsal yapının olduğunu belirtmiş ve 2006 yılında fiyat istikrarına yönelik orta vadeli ‘‘Açık Enflasyon Hedeflemesi’’ politikasını uygulamaya koymuştur (TCMB, 2006a: 3).

TCMB, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile birlikte aşağdaki durumların gerçekteştiğini ifade etmiştir (TCMB, 2013a: 17):

- Hedef enflasyon olarak TÜFE tercih edilmiş ve bu oranın, yıllık yüzde değişim şeklinde hesaplanan yıl sonu enflasyon oranı olarak ilan edilmesine karar verilmiştir.
- Enflasyon hedefleri, üç yıllık bir dönemi kapsayacak şekilde nokta hedef olarak belirlenmeye başlamıştır.
- Açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk üç yılında ilan edilen hedef etrafında her iki yönde yüzde 2’lik belirsizlik aralığına yer vermeye başlanmıştır. Bunun nedeni ise para politikası dışındaki sebeplerle enflasyon oranının hedeflerden sapabileceği varsayımdır.
- Enflasyonun, belirsizlik aralığı dışına çıkması halinde TCMB, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri gereğince hedeften sapmanın nedenlerini ve bunun için alınması gereken önlemleri, hazırlayacağı ‘‘Açık Mektup’’ ile belirttikten sonra bunu, hükümete göndermeye ve kamuoyuna ilan etmeye başlamıştır.
- Doğal afet, savaş, olağanüstü durumlar ve para politikası dışındaki etmenlere bağlı olarak enflasyon hedefinde aşağı veya yukarı yönlü sapmaların görölmesi halinde, hükümet ve TCMB’nin ortak kararı ile enflasyon oranının yeniden belirleneceği belirtilmiştir.

- Faiz oranına ilişkin kararlar, kamuoyuna duyurulmuş bir takvim çerçevesinde “Para Politikası Kurulu (PPK)”<sup>112</sup> tarafından yapılan aylık toplantılarda oylanarak alınmaya başlamıştır.

Açık enflasyon hedeflemesi stratejisinde de temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranı belirlenmiştir. Bu kapsamda 3 yıllık bir dönemi kapsayan enflasyon hedefleri kamuoyuna açıklanmıştır. Böylece, ekonomi çevreleri ve kamuoyu nezdinde enflasyon belirsizliği ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda enflasyon hedefleri 2006-2008 dönemi için sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak açıklanmıştır (TCMB, 2006a: 21).

Açık enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılında, dünyada ve Türkiye ekonomisinde çok sayıda önemli gelişmeler yaşanmıştır. ABD Merkez Bankası FED, ülkesindeki ekonomik aktiviteleri hızlandırabilmek için 2002 yılında %4.75’ten %2’ye indirdiği faiz oranlarını 2006 yılında %5’e yükseltmiş ve bu bağlamda dünyadaki dolar cinsi mevduatların ABD’ye doğru yönelmesine neden olmuştur. Bu durum, Türkiye başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerden yüklü miktarda döviz çıkışını ve kur artışını beraberinde getirmiştir. Türkiye; bu olaylardan fazlasıyla etkilendiği için TL, Mayıs 2006’dan itibaren yıl sonuna kadar %30 civarında değer kaybına uğramıştır. Bu olay, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin uğradığı ilk şok olmuştur. Bu dönemde ortaya çıkan finansal dengesizlik, güven ortamının kaybolması ve gıda fiyatlarında yaşanan ciddi artışların sonucunda; 2006 yılı enflasyon oranı, hedeflenen seviyenin oldukça üzerine çıkmış ve %9.7 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2009: 2-3).

2007 yılında Türkiye’de, *bir yandan* artan özelleştirme faaliyetlerinin ve ülkeye gelen 22 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırımın etkisiyle tüketim talebi ve kamu harcamaları artarken *diğer yandan* küresel piyasalarda petrol, gıda ve emtia fiyatlarında artışlar yaşanmıştır. Yaşanan bu gelişmelerin etkisiyle 2007 yılında, %4’lük enflasyon hedefi yine tutturulamamış ve TÜFE %8,4 olarak (hedefin %100 üstünde) gerçekleşmiştir (TCMB, 2018a).

---

<sup>112</sup> Para Politikası Kurulu, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikası ile ilgili kararların alındığı bir organdır (TCMB, 2013a: 17).

2008 yılında Türkiye’de yaşanan kuraklığa bağlı olarak gıda fiyatlarındaki artış, Temmuz 2008’de 148 dolara ulaşan petrol varil fiyatları ve 15 Eylül 2008’de patlak veren Büyük Resesyon gibi nedenlerin sonucunda TCMB’nin enflasyon hedefi bir kez daha tutmamış ve 2008 yılı enflasyon oranı %10.1 olarak (bu kez hedefin %150 üzerinde) gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflerinin bir türlü gerçekleştirilememesi üzerine TCMB, beklentileri kontrol altına almak, piyasalarda oluşan gerilimi azaltmak ve güvenilirliğini tekrar sağlayabilmek amacıyla Haziran 2008’de hükümete, orta vadeli hedeflerin revize edilmesini önermiştir. Bu öneri hükümetçe de uygun görülmüş ve enflasyon hedefleri 2009 yılı için %7.5, 2010 yılı için %6.5 ve 2011 yılı için %5.5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2018a).

Büyük Resesyon’un etkilerini 2009 yılında da yaşayan ve ekonomisi %4.7 küçülen (World Bank, 2018a) Türkiye’de, toplam talep önemli ölçüde azalmış ve enflasyon %6.5 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2018a).

Enflasyonla ilgili iyimserlik 2010 yılında da devam etmiş ve 2010 yılı enflasyon oranı %6.4 ile hedefin altında kalmıştır. Bu dönemde TCMB, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme amacı ile paralel olarak, makro finansal riskleri denetimde tutmak bağlamında para politikası araçlarını aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır (TCMB, 2018a).

Büyük Resesyon’dan çıkış sürecini hızlandırabilmek için, hükümetçe uygulanan genişletici maliye politikalarının ve TCMB tarafından uygulanan genişletici para politikalarının etkisiyle 2011 yılında ekonomi %11.1 büyümüş (World Bank, 2018a), ancak artan taleple birlikte enflasyon da %10.4’e yükselmiştir. 2011 yılında artan ekonomik büyümeyle birlikte 77 milyar dolar ile GSYH’nin %8.9’una ulaşan cari işlemler açığını azaltabilmek için, Ocak 2012’den itibaren sıkı para politikaları devreye sokulmuştur ve Aralık 2011’de %35 olan “Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Artış Hızı”nın 2012 yılında %15’e düşürülmesine karar verilmiştir (Göçer vd., 2013: 4-5). Alınan bu sıkı önlemlerin etkisiyle enflasyon, 2012 yılında %6.2’ye düşmüş ancak yine de hedeflenen enflasyonun bir miktar üstünde kalmıştır. 2012 yılında alınan sıkı önlemlerin



etkisiyle ekonomik büyüme yavaşlamış ve %4.7 olarak gerçekleşmiştir<sup>113</sup>. Bunun üzerine ekonomi yönetimi para ve maliye politikalarını kısmen gevşetmiş, 2013 yılında ekonomi %8.4 büyümüş (World Bank, 2018a), ancak bu kez de enflasyon, hedefin %48 üstüne çıkarak %7.4 olarak gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda enflasyondaki bozulma ve hedeften şaşma devam etmiş ve 2017 yılında enflasyon, hedefin %138.4 üstüne çıkarak %11.9 olmuştur (TCMB, 2018a). En son, 4 Ekim 2018’de TCMB tarafından yayınlanan Eylül ayı fiyat gelişmeleri incelendiğinde ise, yıllık enflasyonun 6.62 puan yükselerek %24.52’ye çıktığı görülmüştür (TCMB, 2018zf). TCMB’nin enflasyon hedefleri ve gerçekleştirmeler Tablo 10’da yer almaktadır.

**Tablo 10: TCMB’nin Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)**

Yıllar	Hedef Enflasyon (TÜFE) (%)	Gerçekleşen Enflasyon (TÜFE) (%)	Hedeften Sapma (%)
2002	35	29.7	-15.1
2003	20	18.4	-8
2004	12	9.3	-22.5
2005	8	7.7	-3.8
2006	5	9.7	94
2007	4	8.4	110
2008	4	10.1	152.5
2009	7.5	6.5	-13.3
2010	6.5	6.4	-1.5
2011	5.5	10.4	89.1
2012	5	6.2	24.0
2013	5	7.4	48.0
2014	5	8.2	64.0
2015	5	8.8	76.0
2016	5	8.5	70.0
2017	5	11.92	138.4
2018	5/20.8	24.52	390.4
2019	5/15.9		
2020	5/9.8		
2021	6		

**Kaynak:** TCMB (2018a).

**Not:** 2018 yılı gerçekleşen enflasyon oranı, %24.52 olarak Eylül ayı fiyat gelişmeleri baz alınarak Ekim ayında güncellenmiştir. Tabloda; 2018,2019,2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla gösterilen 20.8, 15.9, 9.8 ve 6 hedef enflasyon değerleri, 20 Eylül 2018’de “Yeni Ekonomi Programı” kapsamında Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından güncellenmiştir.

Tablo 10’daki negatif değerler, hedeflenen enflasyon oranının altında kaldığını ve dolayısıyla TCMB’nin başarısını; pozitif değerler ise enflasyon hedefinin üstüne çıktığını ve dolayısıyla TCMB’nin başarısızlığını göstermektedir. Bu tabloya göre

<sup>113</sup> Nisan 2017’de TÜİK tarafından Türkiye’nin GSYH hesaplama tekniği değiştirilmeden ve ekonomik büyüme verileri geriye doğru revize edilmeden önce bu rakam sadece %2.2 idi.

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uyguladığı 2002-2005 döneminde hedeflerini başarılı bir şekilde gerçekleştirirken, 2006 ve sonrası dönemde hedeflerini bir türlü gerçekleştirememiştir. Bu durumun nedenleri; ilgili dönemde ülke içinde ve dünya genelinde yaşanan gelişmeler ile TCMB'nin, enflasyon hedeflerini aşırı iyimserlik altında ve ekonominin reel gerçekleriyle bağdaşmayacak biçimde belirlemiş olmasıdır.

### 3.2. KURUMSAL ALTYAPI

Büyük Resesyon, finans sistemini büyük oranda tahrip ettiği için birçok ülkede finansal kesimde denetimler artırılmış ve risk seviyesini düşürücü önlemler alınmıştır. Türkiye de kısa vadeli sermaye hareketlerine bağlı olarak gelişen finansal riskleri kontrol altına almak amacıyla 2010 yılından itibaren makro ihtiyati tedbirler almaya başlamıştır (İlhan, 2015: 83). Bu bağlamda Türkiye'de, finansal piyasaların gözetim ve denetimini yapmak, sistemik riskleri belirleyip gerekli önlemleri almak için 8 Haziran 2011'de Hazine Müsteşarlığı, TCMB, BDDK, SPK ve TMSF başkanlarından oluşan bir "Finansal İstikrar Komitesi" kurulmuştur (Özatay, 2012).

Türkiye'de, finansal istikrarı sağlamak için makro ihtiyati tedbirleri almak ve yönetmekle görevli kurumlar ve bu kurumların sorumluluk alanları Tablo 11'de belirtilmiştir.

**Tablo 11: Türkiye'de Makro İhtiyati Tedbirlerle İlgili Kurumlar ve Bu Kurumların Sorumluluk Alanları**

Kurum	Sorumluluk Alanı
TCMB	Fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla para ve kur politikalarını yürütmek.
BDDK	Bankaları ve diğer finans şirketlerini denetlemek, tespit edilen veya kendisine iletilen riskli durumlarla ilgili olarak gerekli tedbirleri almak.
Hazine Müsteşarlığı	Kamu finansmanı, maliye politikaları ve sigortacılık şirketleri ile ilgili gerekli denetim ve düzenlemeleri yapmak.
SPK	Sermaye piyasasını ve diğer finansal aracı kurumları denetlemek ve düzenlemek.
TMSF	Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini korumak ve ortaya çıkan uyuşmazlıkları çözmek.

**Kaynak:** TCMB (2014b).

Tablo 11'den görüldüğü üzere, Türkiye'de makro ihtiyati tedbirleri almak ve uygulamakla ilgili çok sayıda kurum koordineli bir şekilde çalışmaktadır. Finansal piyasaları denetlemek ve düzenlemekle görevli bu kurumlar arasında imzalanan protokoller sayesinde işbirliği, bilgi paylaşımı ve eş güdüm artırılmıştır; böylece, ülkede

finansal istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine, dolayısıyla da sistemik risklerin önlenmesine çalışılmıştır.

TCMB'nin ana politika hedefi; 25 Nisan 2001'deki düzenlemelerle fiyat istikrarını sağlamak (TCMB, 2012a) olarak belirlenmişse de, ortaya çıkan gelişmeler TCMB'yi bu hedeften sapmamak şartıyla finansal istikrarı da gözetmeye mecbur bırakmıştır. Makro ihtiyati tedbirler kapsamında TCMB; fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlamaya yönelik para politikası uygulamaktadır ve ödeme sistemlerinin yürütülmesi konusunda gerekli tedbirleri almaktadır. BDDK; bankalar, finansal kiralama şirketleri, finansal holdingler, finansman şirketleri ve faktöring şirketlerinin işleyişlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi görevini üstlenmiştir. Hazine Müsteşarlığı; kamu finansmanı ve mali politikaların uygulanmasına finansman sağlamanın yanında, sigortacılık şirketlerinin denetlenmesi ve düzenlenmesi görevlerini yerine getirmektedir. SPK; sermaye piyasalarının ve aracı kurumların etkin çalışmasına yönelik tedbirler almaktadır. TMSF; tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ve bankaların çözümlenmesi ile ilgili çalışmalarda bulunmaktadır (TCMB, 2015a: 32).

### **3.3. BÜYÜK RESESYON DÖNEMİNDE VE SONRASINDA UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR**

Uygulanan makro ihtiyati tedbirleri daha net ortaya koyabilmek açısından politikalar kendi aralarında uygulanma zamanına göre, *kriz dönemi makro ihtiyati politikaları* ve *kriz sonrası dönemi makro ihtiyati politikaları* olarak iki gruba ayrılmıştır. Çünkü TCMB; 2008 ile 2010 arasında izlediği para politikalarını, Kasım 2010'dan sonra önemli ölçüde değiştirmiştir. Krizin ilk iki yılında likidite, döviz ihtiyacı ve fiyat istikrarı olguları üzerinde durulmuştur. Kasım 2010 tarihinden itibaren ise kriz ile edinilen tecrübeler sonucunda finansal istikrarın gerekliliğine vurgu yapıp para politikasında değişime gidilmiştir. Bu tarihten sonra döviz kurundaki oynaklığı asgari seviyeye indirmek, banka bilançolarındaki vade uyumunu artırmak ve likidite politikaları aracılığıyla finansal kesimi desteklemek gibi finansal istikrara vurgu yapan politikalar uygulanmaya başlanmıştır (TCMB, 2010a: 2-4).

### 3.3.1. Büyük Resesyon Döneminde Uygulanan Makro İhtiyati Politikalar

2008 yılında ABD'nin ipotekli konut piyasasında (mortgage) başlayıp, tüm dünyayı etkisi altına alan Büyük Resesyon, Türkiye ekonomisini 2008 yılı son çeyreğinden başlayarak 4 çeyrek dönem etkisi altına almıştır. Bu dönemde, yani 2009 yılı sonunda Türkiye'nin ihracatı %22.6 azalmış (EVDS, 2018e), işsizlik %16.1 ile tarihi bir seviyeye yükselmiş, ekonomi %4.7 oranında küçülmüştür. Krizle birlikte artan sermaye akımları, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinde dalgalanmalara neden olmuştur. TCMB, bu krizin etkilerini azaltmak ve finansal sistemdeki istikrarı koruyabilmek amacıyla önleyici ve düzenleyici bazı tedbirleri hayata geçirmiştir. Bu tedbirlere makro ihtiyati politikalar adı verilmiştir (TCMB, 2014b: 1-2).

Krizin ortaya çıkmasıyla birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının özellikle de FED'in kullanmaya başladığı genişlemeci para politikaları, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de kısa vadeli sermaye girişlerinin önünü açmış ve böylece, piyasalardaki dengesizlikleri tetiklemiştir. Kriz sonrası dönemde kısa vadeli sermaye akımlarının hızlanmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin yurtdışı finansman imkânlarının bol ve düşük maliyetli hale gelmesi, o ülkeleri rahatlatmıştır. Söz konusu akımlar temelde *iki kanaldan* etkili olmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 11-19). Bollaşan kısa vadeli küresel likidite; *bir yandan* yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açarak ithalat talebini uyarılmış dolayısıyla da iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiş, *diğer yandan* bankacılık sistemi aracılığıyla hanehalkı ve şirketler kesiminin krediye erişimini kolaylaştırarak kredi arzının hızla artmasına ve yurt içi kredi kullanımının ivmelenmesine sebep olmuştur. Bu da iç talepteki canlanmayı destekleyerek tüketimin hızlanmasına yol açmış ve emtia fiyatlarındaki hızlı artışın da etkisiyle cari işlemler açığının yükselmesine ve finansman kalitesinin bozulmasına neden olmuştur. Bu gelişmelere bağlı olarak Türkiye ekonomisi, Büyük Resesyon sonrasında yaşanan toparlanma döneminde; kısa vadeli sermaye girişlerinde yaşanan artışla birlikte hızlı kredi büyümesi, iç ve dış talepte hızlı bir ayrışma, dış ticaret ve cari işlemler dengesinde ciddi bozulma olgularını birlikte yaşamıştır (Küçük vd., 2016: 1; Başçı, 2012: 3-4).

Büyük Resesyon'un başladığı 2008 yılı ile etkilerin büyük oranda ortadan kalktığı 2010 yılı arasındaki dönemde TCMB, uyguladığı genişletici para politikaları aracılığıyla ekonomik krizin etkilerini ortadan kaldırmak için çabalamıştır. Bu çerçevede Merkez Bankası öncelikli olarak piyasalara likidite desteğinde bulunmuş ve politika faiz oranlarında indirim gitmiştir. TCMB tarafından, Ekim 2008'den itibaren, para piyasalarındaki muhtemel tedirginlikleri azaltmak ve gecelik faizlerdeki dalgalanmaları önlemek amacıyla piyasaların ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmıştır. Kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranında indirim gidilmiş, üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmıştır. Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranlarında hızla indirim giden TCMB, gecelik borçlanma faiz oranını 1025 baz puan indirerek %16.75'ten %6.50'ye düşürmüştür (Başçı ve Kara, 2011:10). Döviz cinsi mevduatlardaki zorunlu karşılık oranları Temmuz 2008'de %11'den %9'a, Türk Lirası mevduatları için zorunlu karşılık oranları ise Temmuz 2009'da %6'dan %5'e indirilmiştir (TCMB, 2018b). Konu hakkında daha net fikir verici olması açısından bazı makroekonomik verilerdeki değişimler Tablo 12'de sunulmuştur.

**Tablo 12: Kriz Döneminde Makroekonomik Değişkenler**

Yıl	Ekonomik Büyüme (%)	Cari Denge / GSYH (%)	İhracat Artış Hızı (%)	İthalat Artış Hızı (%)	TCMB Gecelik Borç Verme Faiz Oranı (%)	Zorunlu Karşılık Oranları (TL, %)	Zorunlu Karşılık Oranları (Döviz, %)
2007	4.7	-5.9	25.4	21.8	22.25	6	22
2008	0.7	-5.7	23.1	18.8	19.50/17.50	6	9
2009	-4.7	-2.2	-22.6	-30.2	15.50/9.00	5	9
2010	9.2	-6.2	11.2	31.7	8.75/9.00	5.5/6	9.5/10/11
2011	11.1	-8.9	18.5	29.8	9.00/12.50	6	10

**Kaynak:** TCMB (2018b), TCMB (2018c).

**Not:** Zorunlu karşılık oranlarında yer alan / şeklindeki ayrımlar, aynı yıl içinde yapılan ardışık değişiklikleri ifade etmektedir.

Tablo 12'den görüldüğü üzere, Büyük Resesyon'un etkisiyle 2008 yılından itibaren hem ihracat, hem de ithalat artış hızı azalmıştır; 2009 yılında ihracat %22.6 oranında azalmış, ithalat da %30.2 oranında gerilemiştir. Cari açık ise 2007 yılında %-5.9, 2008 yılında %-5.7 iken 2009 yılında %-2.2'ye gerilemiştir. 2008:Q4'te başlayan ihracat daralması, firmaları geçici işçi çıkarmaya sevk etmiş ve Şubat 2009'da işsizlik %16.1'e yükselmiştir. Bunun üzerine hükümet tarafından 1 Nisan 2009'dan itibaren geçerli olacak şekilde genişletici maliye politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, beyaz eşya ve mobilyada KDV ve ÖTV indirimleri yapılmış, kamu yararına

6 aylık geçici istihdam pozisyonları oluşturularak işsizlik azaltılmaya çalışılmıştır. Bu süreçte TCMB, bankalara gecelik borç verme faiz oranlarını 2007'deki %22.25'lik seviyesinden kademeli olarak aşağı çekip, 2010 yılında %8.75'e kadar indirmiştir. Ekonomide gözlemlenen toparlanmayla birlikte, enflasyon oluşumunun önüne geçebilmek için faiz oranları tekrar yukarı yönde düzenlenmeye başlamış ve 2011 yılında %12.50'ye kadar artırılmıştır (TCMB, 2018b; TCMB, 2018c).

Büyüme oranı 2007 yılında %4.7 iken Büyük Resesyon'un etkisiyle 2008 yılında %0.7'ye gerilemiştir; 2009 yılında ise %-4.7 oranında daralma yaşanmıştır. Uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle krizin en derin biçimde yaşandığı ve ihracatın düştüğü 2009 yılında Türkiye ekonomisi iç talep odaklı olarak işlemiş ve 2009:Q4'te pozitif büyümeye geçmiştir. Büyüme oranı 2010 yılında %8.5, 2011 yılında ise %11.1 seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde, Türkiye'nin dış ticaret ortaklarındaki ekonomik toparlanmanın çok daha yavaş olması nedeniyle dış talep iç talebe göre daha zayıf kalmış ve Türk Lirası'nın değerlenmesinin de etkisiyle ihracat artış hızı 2010 yılında %11.2 oranında gerçekleşerek %31.7 olan ithalat artış hızının oldukça gerisinde kalmıştır. Aynı yıl cari açık ise %-6.2'ye yükselmiştir. Sonuç olarak; Büyük Resesyon'dan çıkmak için alınan tedbirler, kısa vadeli sermaye girişlerinin hızla artmasına ve bu bağlamda Türk Lirası'nın değerlenmesine, kredi kullanımının kolaylaşmasıyla birlikte tüketimin hızlanmasına, cari işlemler dengesinin hızla bozulmasına yol açarak makroekonomik ve finansal istikrar hakkındaki kaygıların artmasına neden olmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 10).

### **3.3.2. Büyük Resesyon Sonrası Dönemde Uygulanan Makro İhtiyati Politikalar**

Büyük Resesyon'un bir sonucu olarak 2009 yılının ilk yarısından itibaren gelişmiş ülkelere Türkiye'nin de dâhil olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru kısa vadeli sermaye girişleri olmuştur. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler, döviz kuru değerlenmesi, aşırı kredi büyümesi veya varlık fiyatı balonları gibi makroekonomik istikrarsızlıklarla karşı karşıya kalmıştır (Küçük vd., 2016: 1).

Bu ortamda, sermaye akımlarını yavaşlatmak için *kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi* en temel politika olarak düşünülebilir. Ne var ki, kısa vadeli faizlerin düşük

seviyelere indirilmesi, kredi arzında ani bir daralmaya ve yerli parada aşırı değer kaybına yol açabileceği gibi iç talebi artırarak ekonomiyi enflasyon tehlikesiyle de baş başa bırakabilmektedir. Sermaye akımlarını yavaşlatmak için *kısa vadeli faiz oranlarının artırımı* ise daha fazla sermaye akımını çekebileceği için bu bağlamda, hızlı kredi büyümesi ve döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açmaktadır. Görülmektedir ki, tek bir araçlı geleneksel enflasyon hedeflemesi çerçevesi, büyük dış şoklar meydana geldiğinde politika ödünleşimlerine (değiş-tokuş) yol açarak finansal istikrarsızlıklara neden olabilmektedir. Farklı bir ifade ile, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki değiş-tokuş dönemlerinde, tek bir para politikası aracı kullanılarak her iki amaca yönelik verilen tepkiler çoğu defa yetersiz kalmaktadır (Küçük vd., 2016: 1-2; Başçı ve Kara, 2011: 3-4).

Böyle durumlarda, iç ve dış kaynaklı ekonomik dengeleri sağlamak için farklı faiz oranlarının takip edilmesi şarttır. Bu bağlamda, devasa miktardaki küresel likidite, merkez bankalarının çok çeşitli ve karmaşık para politikası araçlarını bir arada kullanmaları zorunluluğunu doğurmuştur. Bu dönemde merkez bankaları, ülkelerinin iç ekonomik dinamiklerine uygun, yeni ve geleneksel olmayan para politikası araçları geliştirmeye başlamıştır (Gertler ve Karadi, 2011: 18).

TCMB, krizle beraber uygulamaya başladığı destekleyici geleneksel politikaları 2010 yılı ortalarından itibaren kademeli olarak sonlandıracağını ifade etmiş olup, yeni dönemde sadece fiyat istikrarını değil, finansal istikrarı da gözetilen bir para politikası uygulayacağını kamuoyuna duyurmuştur. Krizin etkilerinin hafiflemesini ve iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmayı göz önünde bulunduran TCMB, kriz döneminde piyasaya sağlanan fazla likiditenin geri alınmasını ve para politikasının normalleştirilmesini içeren “*yeni para politikası çıkış stratejisi*”ni 14 Nisan 2010’da yayımlamıştır. Söz konusu strateji çerçevesinde TCMB, yeni para politikasını, finansal istikrarın bozulmasına yol açan *sermaye hareketleri* ile *kredi genişlemesi* değişkenleri üzerine kurmuştur.

TCMB, yeni para politikası tasarımında iç talep ve kısa vadeli sermaye hareketlerindeki hızlı artışa bağlı olarak finansal istikrarın negatif etkilenmesini önlemek için iki ara hedef değişken belirlemiştir. TCMB’nin finansal istikrar hedefine

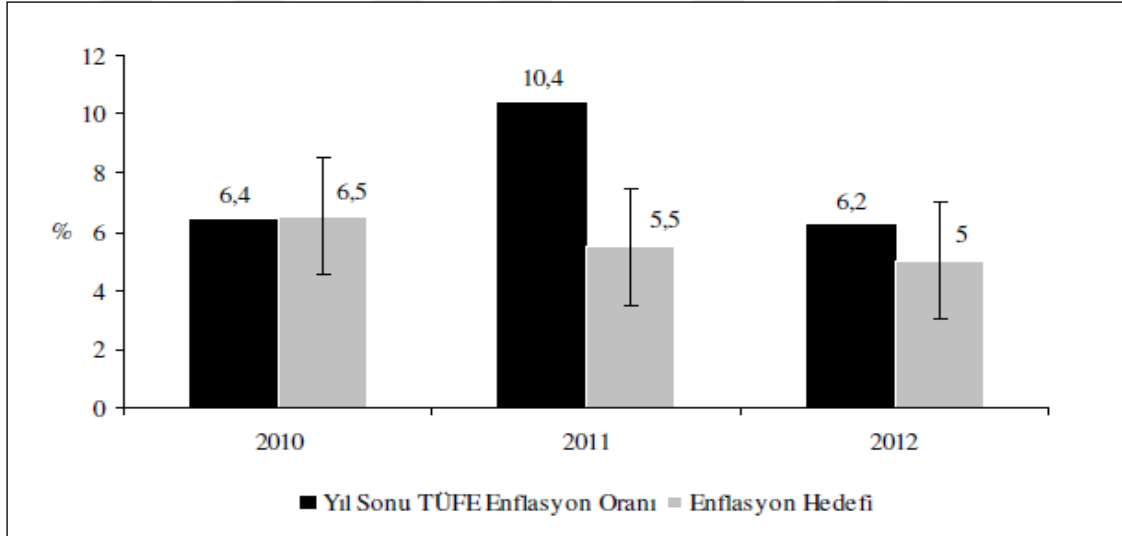
ulaşmak için belirlediği ara hedefler; kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak (döviz kuru istikrarı) ve kredi hacmindeki büyümeyi yavaşlatmaktır (Özatay, 2011: 28). Daha genel bir ifadeyle, TCMB, yeni geliştirdiği politika çerçevesi ile sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerinin yumuşak olmasını, kredilerin makul oranlarda büyümesini ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olmasını sağlamaya çalışmaktadır (TCMB, 2013a: 19; Başçı ve Kara, 2011: 14).

Finans istikrarını gözeten ve *esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi* olarak da tanımlanabilecek yeni para politikası çıkış stratejisi yaklaşımında TCMB, geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde olduğu gibi para politikası kararlarını alırken yine enflasyon hedefiyle uyumlu olmayı önemsemiştir; ancak bunun yanında, politikalarını, finansal istikrarı korumayı da sağlayacak biçimde dizayn etmiştir. Bu kapsamda TCMB; yurtiçi kredi hacmindeki değişim oranı, döviz kurları, cari işlemler açığının seviyesi ve finansman kalitesi gibi makro finansal alanları da dikkate almaya başlamıştır. Görülmektedir ki, esnek bir enflasyon hedeflemesi rejiminde, fiyat istikrarı ile finansal istikrar bir arada gözetilmeye başlamıştır. Bu çerçevede, iç ve dış ekonomik dengeyi birlikte sağlamak amacıyla birden çok politika aracının birlikte kullanılması zorunluluğu doğmuştur (TCMB, 2013a: 22). Bu bağlamda ilk olarak, TL cinsi varlıkların zorunlu karşılıklarına faiz (nema) ödenmesine son verilmiş ve likidite yönetiminin operasyonel yapısı değiştirilmiştir. Piyasadaki likidite kademeli olarak azaltılırken, 18 Mayıs 2010 tarihli PPK kararı ile teknik faiz ayarlaması sürecinin ilk adımı atılarak gecelik borçlanma faizi yerine bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faiz oranı olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda TCMB, bir hafta vadeli repo ihale faizi oranlarını politika faizi olarak belirlerken, gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridorunun bir politika aracı olarak daha aktif kullanımının önünü açarak, gecelik faizlerdeki oynaklığın kontrollü bir biçimde dalgalanmasını sağlamıştır. Sonuç olarak; iç ve dış ekonomik dengeyi sağlayacak faiz oranlarının değişiklik göstermesi, para politikasında birden fazla aracın kullanılmasını zorunlu hale getirmiş olduğu için yeni para politikası yaklaşımında, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı (politika faizi) ile birlikte faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon mekanizması da kullanılmaya başlamıştır (TCMB, 2013a: 19; TCMB, 2011c: 4).



Esnek enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten sonra enflasyon oranının enflasyon hedefi etrafındaki oynaklığının artması, enflasyon oranına yönelik gelişmelerin nedenlerinin incelenmesini gerektirmektedir. 2010 yılında enflasyon oranının belirsizlik aralığı içinde enflasyon hedefine çok yakın bir düzeyde gerçekleşmesinin ardında; çekirdek enflasyon<sup>114</sup> göstergelerinin orta vadeli hedeflerle uyumlu olması, mal ve hizmetlerin tamamında fiyatların değişim oranının geçmiş yılların ortalamasının altında seyretmesi ve TL'nin güçlü seyri bulunmaktadır. 2010 yılında enflasyon oranının orta vadeli hedeflerle uyumlu çıkması, para politikasının finansal istikrara odaklanmasına zemin hazırlamıştır (TCMB, 2011a: 4). Bununla birlikte yeni para politikası tasarımının, enflasyon oranının düşüş eğiliminde olduğu bir dönemde uygulanmaya başlanması, enflasyon beklentilerinin bozulmasını önlemiştir (Başçı ve Kara, 2011: 17). 2010 yılından itibaren uygulanmaya başlanan esnek enflasyon hedeflemesi stratejisinin 2010-2012 döneminde, yıllık enflasyon hedefleri ve gerçekleştirmeleri Grafik 13'te yer almaktadır.

**Grafik 13: Esnek Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Yıllık Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri**



**Kaynak:** TCMB (2012c).

<sup>114</sup> Çekirdek Enflasyon: Uzun dönem fiyat hareketlerini yansıtan ve geçici nitelikteki göreceli fiyat şoklarını dışlayan enflasyon oranıdır. Bazı mal grupları ile fiyat değişimlerine yol açan bir takım unsurların TÜFE kapsamında izlenen sepetten çıkarılması sonucu ulaşılan daha dar kapsamlı bir enflasyon tanımıdır. Çekirdek enflasyon; dışsal etkilere (enerji fiyatlarındaki artış, mevsimsel koşullar, maliye politikası) daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen mal ve hizmetlerin TÜFE sepetinden çıkarılmasıyla hesaplanır. Kullanımındaki amaç, fiyatlar genel seviyesindeki değişimi sürekli kılan unsurları tespit etmek ve buna uygun politikaları belirlemektir. Enflasyondaki temel eğilimlerin belirlenmesinde çekirdek enflasyon son derece önemlidir (TCMB, 2006a: 12; TCMB, 2013a: 10).

Grafik 13'te görüldüğü üzere, gerçekleşen enflasyon oranının enflasyon hedefinin iki katına ulaştığı 2011 yılında, enflasyon oranının enflasyon hedefinden belirgin bir biçimde sapmasının ardındaki temel nedenler; toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalması, TL'deki değer kaybı, işlenmemiş gıda fiyatlarında meydana gelen belirgin artışlar ve yönetilen/yönlendirilen mal fiyatlarında meydana gelen fiyat ayarlamalarıdır. 2011 yılında enflasyon hedefinden meydana gelen sapmanın para politikası duruşu açısından önemi, yeni para politikası tasarımının ilk dönemlerinde TCMB'nin finansal istikrar hedefine daha fazla ağırlık vermesiyle açıklanabilir. Farklı bir ifade ile finansal istikrara odaklanan TCMB, enflasyon hedefinden oldukça uzaklaşmıştır. Dolayısıyla geçmiş yıllarla karşılaştırılarak bir değerlendirme yapıldığında enflasyon oranının enflasyon hedefi etrafındaki oynaklığının arttığı söylenebilir (TCMB, 2012d: 33).

Geleneksel (klasik) enflasyon hedeflemesi rejimi ile esnek (modern, geleneksel olmayan) enflasyon hedeflemesi rejimi arasındaki temel farklar Tablo 13'te yer almaktadır.

**Tablo 13: Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ile Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Arasındaki Temel Farklar**

	Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
<b>Amaçlar</b>	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
<b>Araçlar</b>	Politika Faizi	Politika Faizi Zorunlu Karşılık Oranları Rezerv Opsiyon Mekanizması Faiz Koridoru

**Kaynak:** TCMB (2013a: 22).

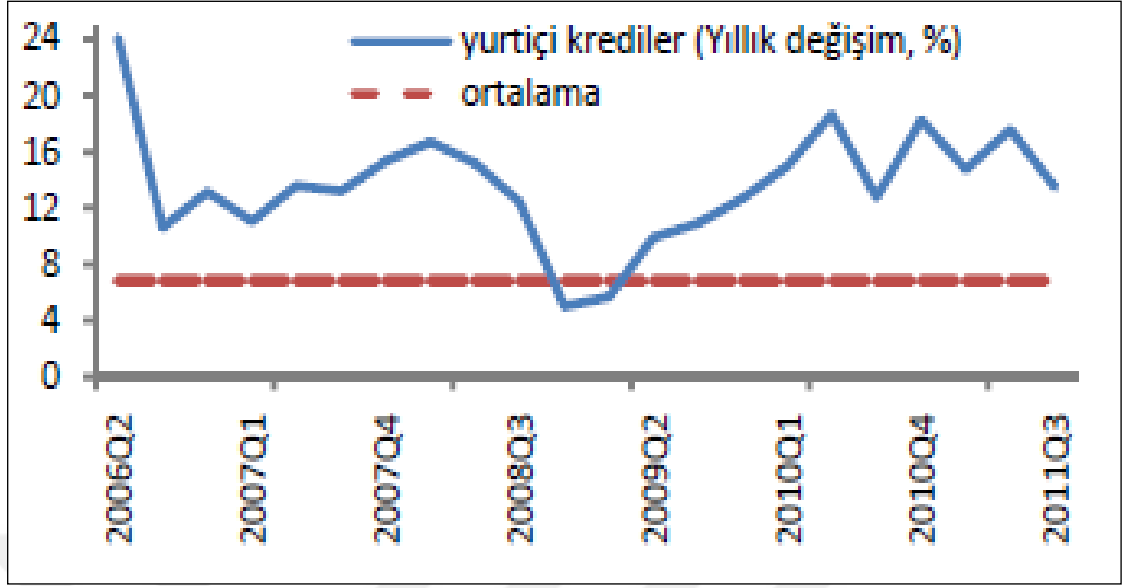
Tablo 13'ten de görüldüğü gibi TCMB 2010 yılı sonrası dönemde uyguladığı esnek (geleneksel olmayan) enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı ile finansal istikrarı birlikte sağlamaya çalışmakta ve bu konuda daha geniş bir politika aracı setini kullanmaktadır.

2010 yılının son çeyreğinden itibaren Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinde yaşanan yoğun bir artışa bağlı olarak Türk Lirası değer kazanmış, akabinde de ithalat ve cari işlemler açığı artmıştır. Aynı dönemde, bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan kredi hacminde de hızlı bir artış görülmüştür. Geleneksel bir ekonomide, kredi

hacminde artış yaşandığında kısa vadeli faizlerin yükseltilmesi gerekir. Ancak, yüksek faiz oranında daha fazla sermaye akımına maruz kalınabilir ve bu bağlamda, enflasyonist baskı daha çok artabilir. TCMB bu durum karşısında önlem alarak, bir taraftan kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmış diğer taraftan da zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredilerin artış hızını yavaşlatmayı başarmıştır. Bu kapsamda; piyasadaki TL likiditesini ve kredi arzını kontrol altına alabilmek amacıyla zorunlu karşılık oranı uygulanan yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiş, zorunlu karşılık oranlarında kademeli artışlara gidilmiş ve zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulaması sonlandırılmıştır. Bu süreçte TCMB, zorunlu karşılık oranlarını artırarak bankaların kredi verilebilir fon miktarını azaltmış ve krediler üzerinden iç talebi kısmayı başarmıştır. Yine aynı dönemde, bankaların, likidite kayıplarını düşük politika faizinden karşılamalarını engellemek amacıyla geniş bir asimetrik faiz koridoru oluşturulmuştur. Zorunlu karşılık oranları üzerinden uygulanan rezerv opsiyon mekanizması da sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmaya yardımcı olmuştur. Ayrıca, finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesi uzatılmış ve zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek, uzun vade için daha düşük olacak şekilde uygulanmaya başlanmıştır. Kısaca TCMB bu dönemde, düşük politika faiz oranı; yüksek ve vadeye göre değişen zorunlu karşılıklar (ROM dahil); asimetrik ve geniş faiz koridoru politikası bileşimini uygulamış ve başarılı sonuçlar elde etmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 4-17; TCMB, 2012c, 2-5).

TCMB bu dönemde finansal istikrarı sağlamak adına yurtiçi kredi hacmindeki değişimleri yakın takibe almıştır. Kriz dönemi ve hemen sonrasında bankacılık sektörü tarafından yurtiçi piyasalara dağıtılan kredi hacmindeki değişim, Grafik 14'te görülmektedir.

**Grafik 14: Türkiye’de Kredi Genişlemesi**



**Kaynak:** TCMB, (2007: 48).

**Not:** Ortalama, 2006-2010 döneminde yıllık ortalama %6.8 olan kredi hacmi artış hızını ifade etmektedir.

Grafik 14'ten de görüldüğü gibi 2006-2011 yılları arasında yurtiçi kredi hacmi, ortalamanın üzerinde bir artış göstermiştir. Büyük Resesyon'un en yoğun yaşandığı 2008:Q4-2009:Q1 döneminde, bankaların kredi vermedeki isteksizliği, birey ve firmaların uzun vadeli tüketim ve yatırım harcamalarını ertelemesi gibi nedenlerle kredi hacmi, ortalamanın altında bir genişleme göstermiş olsa da; TCMB'nin uyguladığı genişletici para politikası ve dönemin Başbakanı Sn. R. Tayyip Erdoğan'ın bankalara yapmış olduğu "sakın kredi musluklarını kapatmayın" çağrısı<sup>115</sup>, kredi hacmini tekrar artırmış ve yurtiçi tüketimi destekler hale getirmiştir. Krizden çıkış sürecinde ise TCMB daraltıcı para politikalarını devreye sokmuş ve özellikle aşırı kredi genişlemesinin önüne geçmek için zorunlu karşılık oranlarını artırarak bankaların fonlama maliyetini yukarı çekmiştir. Bu kapsamda TCMB, 2010 Kasım ayında zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır; gecelik borç verme faizini ise 2010 yılı sonunda %9'a, 2011 yılında %12.50'ye çıkartarak kredi piyasasını kontrol etmeyi ve kredi genişlemesinin yatay bir seyir izlemesini başarmıştır.

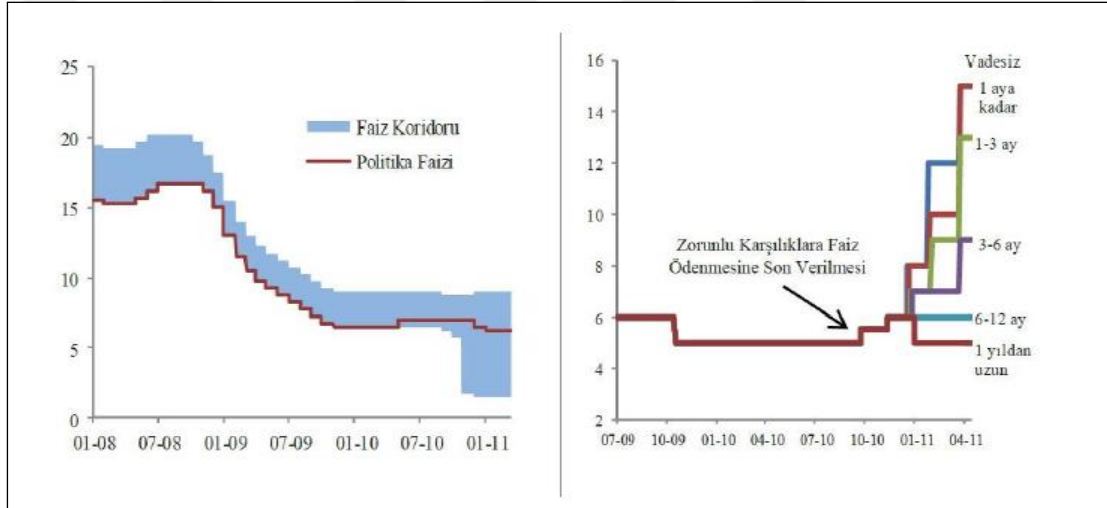
"Krizden çıkış stratejisi", TCMB'nin geleneksel para politikası araçlarından geleneksel olmayan para politikalarına geçişi simgeleyen ve para politikasına yeni

<sup>115</sup> Haber metni için bkznz. <https://nebilim.wordpress.com/tag/recep-tayyip-erdogan/>

enstrümanların dâhil edildiği bir süreçtir. Bu sürece kadar TCMB'nin ana politika aracı olan gecelik faiz oranı yerine, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, politika faizi olarak kullanılmaya başlamıştır. Ayrıca, faiz koridoru sistemine geçilerek piyasadaki likiditenin farklı faiz oranlarıyla belirlendiği daha esnek bir para politikası çerçevesi oluşturulmuştur. TCMB, çıkış stratejisi süreci ile birlikte, planlamış olduğu yeni politika setinde zorunlu karşılıkları da oldukça aktif olarak kullanmaya başlamıştır (Serel ve Bayır, 2013: 66).

Grafik 15'te, para politikası krizden çıkış stratejisi ile birlikte alınan kararların faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar açısından seyri gösterilmektedir.

**Grafik 15: Krizden Çıkış Stratejisi Sürecinde Faiz Koridoru ve Zorunlu Karşılıklar**



**Kaynak:** Başçı ve Kara (2011: 14).

Grafik 15'ten de görüldüğü gibi TCMB 2008-2010 döneminde politika faizini kademeli olarak düşürüp, faiz koridorunu daraltırken, 2011'de faiz koridorunu önemli ölçüde genişletmiştir. Böylece bankalara daha az likidite sağlamış ve kredi piyasasını kontrol altına almıştır. Grafik 15'in sağ panelinde yer alan zorunlu karşılıklara bakıldığında da 2009-2010 döneminde düşürülen zorunlu karşılık oranlarının 2011'de hem vadelere göre çeşitlendirildiği, hem de oranların önemli ölçüde yükseltildiği görülmektedir.

Yeni para politikası çerçevesi, finansal istikrara daha fazla ağırlık verilerek, yeni dönemin temel sorunlarını karşılama odaklı tasarlanmıştır. Bu politika çerçevesiyle birlikte; fiyat istikrarı hedefini tehlikeye atmadan, sermaye akımlarının yurt içi ekonomi

(özellikle de kredi büyümesi ve cari açık) üzerindeki etkilerinin sınırlanması amaçlanmıştır. Bu bağlamda TCMB, para politikasının kilit aktarım kanalları olan *kredi büyümesi* ve *döviz kuruna* özel önem atfederek, bu iki değişkenin çoklu araç kullanımı ile ayrı ayrı etkilenmesi gerekliliğine vurgu yapmıştır.

### **3.4. TCMB'NİN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI VE POLİTİKA ARAÇLARI**

Türkiye ekonomisi açısından Büyük Resesyon'un etkilerinin azalmaya başladığı Kasım 2010 tarihinde Merkez Bankası, "Türk Usulü Para Politikası" olarak nitelendirilen politika uygulamaları dönemine geçmiştir. TCMB'nin yeni politika uygulamalarının hedefleri şunlardır (Serel ve Bayır, 2013: 66-67):

- İç talep ile dış talep arasında ortaya çıkan ayrışmanın azaltılması,
- Hızla artmakta olan çok kısa vadeli yabancı sermayenin uzun vadeye yönlendirilmesinin sağlanması,
- Türk Lirasının aşırı değerlenmesinin önüne geçilmesi,
- Likidite bolluğu nedeniyle yüksek boyutlara ulaşan yurtiçi kredilerin ve iç talebin kontrollü bir şekilde büyümesinin sağlanmasıdır.

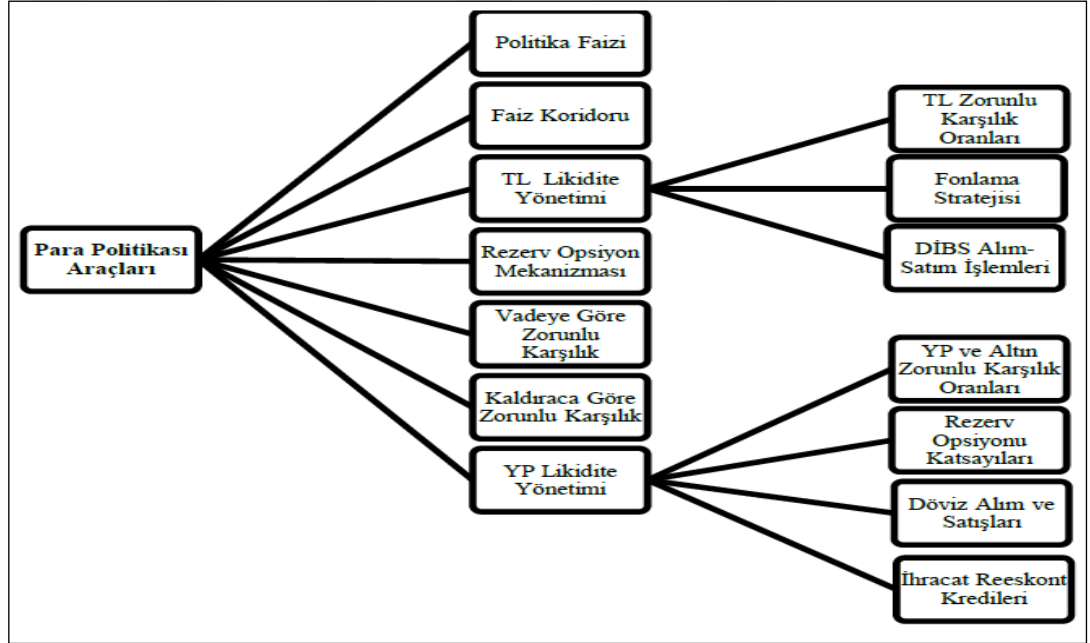
Bu hedeflerin sonucu olarak TCMB, 2010'un sonlarında yeni bir para politikası oluşturarak bunu uygulamaya başlamıştır.

Türkiye, yeni politika bileşimiyle, TCMB Kanunu'nda belirtilen fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarını göz önünde bulundururken finansal istikrarı tehdit eden "kredi genişlemesi" ve "kısa vadeli sermaye akımları" nı ara hedef olarak belirlemiştir. Bu bağlamda, TCMB, ara hedeflere ulaşip fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayabilmek için üç temel politika aracını kullanmıştır. Bunlar; *politika faizi*, *faiz koridoru* ve *zorunlu karşılık oranları*dır. TCMB bu yeni politika bileşimiyle hem enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamış hem de finansal istikrarı gözetten bir arayış içinde olmuştur (Özatay, 2011: 27). TCMB, 12 Eylül 2011 tarihinde yaptığı basın açıklamasında da zorunlu karşılık oranları ile ilgili yeni bir aracı kullanmaya başlamıştır. *Rezerv opsiyon mekanizması (ROM)* olarak adlandırılan bu yeni araç, tüm finansal kurumlara TL zorunlu karşılıkların bir bölümünü, TCMB'de döviz veya altın

olarak tutma kolaylığı sağlamaktadır. Böylelikle finansal kurumlar, daha düşük maliyetler ile buldukları dövizleri, TL zorunlu karşılık yükümlülükleri karşılığında TCMB'ye yatırmaya başlamıştır. Aynı zamanda bu uygulama, ticari bankaların döviz cinsi varlıklarının artmasına ve TCMB'nin döviz piyasalarını daha kolay yönetebilmesine olanak sağlamıştır<sup>116</sup>.

Yeni politika uygulamalarının finansal piyasalara ve reel sektöre etki kanalı olarak, bankacılık sektörü tarafından yurtiçi piyasalara verilen *krediler* ve *döviz kurları* kullanılmıştır. Bu dönemde Merkez Bankasının nihai amaçları ise, fiyat istikrarı ve finansal istikrar olarak belirlenmiştir. Bu dönemde uygulanan politika araçlarının detayları Şekil 3'te yer almaktadır.

**Şekil 3: TCMB'nin Para Politikası Araçları**



**Kaynak:** TCMB (2013d: 2-3).

Şekil 3'ten de görüldüğü üzere TCMB, kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmek ve sistemik riskleri azaltabilmek amacıyla önceki politika çerçevesinde kullanılan politika faizinin yanı sıra asimetrik faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve 2011 yılı sonlarında uygulamaya konulan ROM gibi birbirini tamamlayıcı araçları bir arada

<sup>116</sup> Örneğin; dolar kurunun 4 TL'den 4.30 TL'ye çıktığı Nisan 2018'de TCMB, ROM döviz imkanı üst sınırını %55'ten %45'e düşürerek piyasadan yaklaşık 6.4 milyar TL çekmiş, buna karşılık piyasaya 2.2 milyar dolar likidite sağlamıştır (Bloomberght, 2018).

kullanarak birden fazla amacı aynı anda başarabilmeyi amaçlamıştır. TCMB'yi bu geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya yönelten neden; geleneksel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının, normal piyasa işleyişinin bozulduğu ekonomik kriz ortamlarında yetersiz kalmasıdır (Smaghi, 2009: 1-2).

### **3.4.1. Faiz Koridoru Sistemi**

Büyük Resesyon'dan sonra merkez bankalarının, fiyat istikrarı yanında finansal istikrara da önem vermeye başlaması, faiz koridorunu popüler hale getirmiştir. Dünyada faiz koridoru uygulamasını ilk başlatan para otoriteleri; Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve Norveç merkez bankalarıdır. Türkiye ise faiz koridoru sistemini Kasım 2010'dan itibaren kullanmaya başlamıştır (Tokucu, 2013: 8).

Küresel finans piyasalarında süren belirsizlik ortamında TCMB, 2010 yılı sonlarında, geleneksel para politikalarından farklı olarak likidite koşullarındaki ani değişimlere ve küresel risk iştahındaki farklılaşmalara zamanında tepki verilebilmesini sağlayacak faiz koridoru uygulamasını, kredi büyümesine ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalara karşı bir koruma sağlayıp finansal riskleri önlemek amacıyla kullanmaya başlamıştır. Buna göre, Merkez Bankası'nın piyasaya sağladığı kısa vadeli fonların bileşimi sık sık değiştirilerek ihtiyaç duyulan dönemlerde piyasa faizlerinin Merkez Bankası fonlama faizinden sapsması hedeflenmiştir. Bu bağlamda faiz koridoru politikası, Merkez Bankası'nın yeni para politikası stratejisi kapsamında geliştirdiği, fiyat istikrarının ve finansal istikrarın sağlanmasına yönelik, kısa dönem faiz oranlarını yine temel politika aracı olarak kabul eden yeni bir politika aracıdır (Binici vd., 2013: 2).

Günümüzde; Avrupa Birliği Merkez Bankası, Japonya, İngiltere, Kanada, Avustralya, Endonezya, Türkiye, İsveç, İsviçre, Norveç, Polonya, Romanya, Yeni Zelanda, Macaristan, Sırbistan ve İzlanda gibi birçok ülkede faiz koridoru sistemi uygulanmaktadır (Whitesell, 2006: 1178).



### 3.4.1.1. Faiz Koridorunun Tanımı, İşleyişi ve Özellikleri

Merkez bankalarının ticari bankalara gecelik borç verme ve borç alma işlemlerinde kullandığı faiz oranları arasındaki aralığa faiz koridoru adı verilmektedir (Vural, 2013: 63).

Faiz koridoru sisteminde bir tek faiz oranı yerine üç farklı faiz oranı aynı anda kullanılarak para politikası şekillendirilmektedir. *Faiz koridorunun üst bandı*; nakit ihtiyacı içindeki bankaların merkez bankasından kısa vadeli olarak sağladıkları fonlara ödedikleri faiz oranını ifade etmektedir. Bankalar, piyasadan toplamış oldukları fon fazlasını merkez bankasında kısa vadeli olarak değerlendirmek isterlerse merkez bankasının bankalara ödeyeceği faiz oranı, *koridorun alt bandını* oluşturmaktadır. Faiz koridorunun üst bandı ve alt bandı arasındaki faize ise *politika faizi* denmektedir. Merkez bankası, politika faiz oranından, faiz koridorunun üst bandından daha uzun vadede olmak üzere bankalara fon sağlamaktadır. Bankalar, merkez bankasının faiz koridoru sistemi ile üst ve alt sınırlarını belirlediği faiz oranlarını baz alarak işlemlerini gerçekleştirmektedir. Buna göre bankalar, ellerindeki likidite fazlasını koridorun alt bandından daha düşük oranda plase etmedikleri gibi likidite ihtiyaçlarını koridorun üst bandından daha yüksek bir faiz oranı ile gidermeyi de tercih etmemektedir. Sonuç olarak; merkez bankaları, faiz koridoru sistemini kullanarak piyasadaki faiz oranlarının, koridorun üst bandı ve alt bandı arasında, genelde faiz koridorunun orta noktasında yer alan politika faizi etrafında oluşmasına etki etmektedir (Clews, 2010: 295; Ünalı, 2015: 1).

Bu sistemde, merkez bankaları tarafından faiz koridorunun üst ve alt sınırları değiştirilerek piyasadaki faiz oranlarına etki edilebilmekte ve bu bağlamda, piyasadaki likidite kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Merkez bankaları ekonominin daraldığı dönemlerde faiz koridorunu genişletmekte, ekonominin genişleme dönemlerinde ise faiz koridorunu daraltmaktadır. Merkez bankaları, böylece para politikası kararlarını hayata geçirebilmekte ve kısa dönem faiz oranlarını kendi hedefleri doğrultusunda şekillendirebilmektedir (Bernhardsen ve Kloster, 2010: 1; Bernanke vd., 1996: 14).

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerden biri olan Türkiye de, piyasayı etkilemek için faiz koridoru sistemini kullanmaktadır. Türkiye'deki faiz

koridoru uygulaması, geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan diğer ülkelerden farklılıklar gösterebilmektedir. Geleneksel faiz koridoru, politika faizi etrafında simetrik, dar ve genellikle çok değişmeyen bir yapıya sahipken; TCMB, faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmakta, koridorun alt ve üst sınırına sıklıkla müdahale edebilmektedir. Ayrıca TCMB, faiz koridorunun alt ve üst sınırlarının, politika faiziyle simetrik bir yapı taşıması zorunluluğunu görmemekte ve faiz koridorunu asimetrik<sup>117</sup> bir yapıda sürdürmektedir. TCMB; faiz koridoru üst bandı ile politika faizi arasındaki farkı, bir politika aracı olarak kullanarak, hem kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının neden olabileceği oynaklığı azaltabilmekte hem de fon piyasalarında meydana gelebilecek şoklara anında tepki vererek bankaların kredi verme davranışlarını etkileyebilmektedir (Binici vd., 2013: 2).

TCMB; geleneksel faiz politikalarından farklı olarak, faiz koridoru sisteminde kısa vadeli faizlere aylık değil, haftalık hatta günlük/gecelik olarak müdahale edebilmektedir. TCMB bu bağlamda, küresel piyasalarda oluşan değişimlere anında tepki vererek faiz koridoruna esnek bir politika aracı olma özelliği kazandırmıştır. TCMB, piyasadaki faiz oranlarını ve likiditeyi etkileyebilmek için çeşitli politika araçlarını kullanabilmektedir. Bu araçlarla piyasada ihtiyacı olan finansal kuruluşlara kısa vadeli (günlük/gecelik veya haftalık) fon sağlayabildiği gibi, elinde fon fazlası olan kuruluşlardan günlük/gecelik veya haftalık vadeyle borç da alabilmektedir (TCMB 2010c: 1).

Nakde sıkışan ticari bankalar, bankaların bankası olması (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 611) sebebiyle TCMB'den çeşitli faiz oranları üzerinden farklı vadelerle borç alabilmektedir. Burada temel borçlanma aracı, *bir hafta vadeli repo ihaleleri* olup bunun vadesi bir haftadan bir aya ya da bir yıla kadar uzatılabilmektedir. Belirli aralıklarla toplanan PPK toplantılarında; politika faizi, faiz koridorunun alt-üst sınırı ve bu sınırlardan yapılacak fonlama miktarı gözden geçirilmekte ve verilen kararlar, toplantıdan bir hafta sonra yayınlanan "PPK Toplantı Özeti" yoluyla

---

<sup>117</sup> Asimetrik faiz koridoru; politika faiz oranının, koridorun tabanına yakın seviyelerde tutulduğu sistemi ifade etmektedir. 1999-2000 döneminde Norveç Merkez Bankası tarafından uygulanan bu sistemde faiz oranları ile koridorun tavanı arasında oldukça uzak bir mesafe bulunmaktadır. Buna karşılık, faiz oranları, koridorun tabanına yakın tutularak piyasadaki aşırı likidite kullanılmaya çalışılmaktadır (Kran ve Owre, 2001: 66).

kamuoyu ile paylaşılmaktadır (Yücememiş, Alkan ve Dağdır, 2015: 461). Repo ihalelerinde; TCMB, bankaların ellerindeki değerli kâğıtları (bono, tahvil, hisse senedi, çek, senet, vb.), belirtilen süre sonunda tekrar ilgili bankaya satmak üzere satın almaktadır<sup>118</sup>. TCMB, repo ihalesi düzenleyeceği (piyasaya para arz edeceği) zaman, belirli bir fon miktarı ve faiz oranı belirlemekte ve bunu saat 10:00'da bankalara duyurmaktadır. Bankalar, nakit ihtiyaçlarına göre toplam fon miktarının %20'sini aşmamak şartıyla ihtiyaçlarını TCMB'ye iletmektedir. Gelen talep arzın altında kaldığında, her bankaya talep ettiği fon miktarı verilmektedir. Fon talebi, ihale miktarını aştığında ise arza konu olan fon, bankaların talepleri oranında bankalara dağıtılmaktadır (Küçük vd., 2015: 5). Bunun haricinde TCMB repo ihalesi açmadığında ya da repo kanalıyla verilen fon miktarı yetmediğinde bankalar, TCMB'den gün içinde (10:00-16:00 arasında) *gecelik borç verme faizi* (faiz koridoru üst sınırı) üzerinden diledikleri kadar fon kullanabilmektedir. Gecelik borç verme faiz oranı, koridorun üst sınırını oluşturmaktadır. Gecelik borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığı içinde bulunan bir bankanın, merkez bankasından gecelik vadede, limitleri ile sınırlı olmak üzere, elindeki teminatlar (hisse senedi, bono, tahvil) karşılığında TCMB'den borç almak için ödeyeceği faiz oranını göstermektedir. Tabi ki, bu fonların faiz oranı, repo faizlerinin üzerinde olmaktadır. *Gecelik borç alma faiz oranı*, faiz koridorunun alt sınırını oluşturmaktadır. Gecelik borç alma faiz oranı, bir bankanın, faiz getirisi elde etmek için elinde bulunan likidite fazlasını, limitsiz olarak, TCMB'ye mevduat şeklinde yatırması durumunda almayı kabul ettiği faiz oranını ifade etmektedir. TCMB'nin bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz seviyeleri arasında kalan alan ise "faiz koridoru" adını almaktadır (Vural, 2013: 30-31). Repo ihalesi ve gecelik borç verme sisteminin yanında, TCMB'nin gün sonlarında (16:00-17:00 arasında) bankalara, çok daha yüksek bir seviyeden fon kullandırdığı *geç likidite penceresi (GLP)* de bulunmakta olup TCMB, gün içinde gerekli tedbiri almayan ve hesaplarını denkleştiremeyen bankaları, kısmen de cezalandırmaya yönelik olarak daha yüksek bir faiz oranı ile ihtiyaçları kadar fonlamaktadır<sup>119</sup>. TCMB; gerekli gördüğü zamanlarda

---

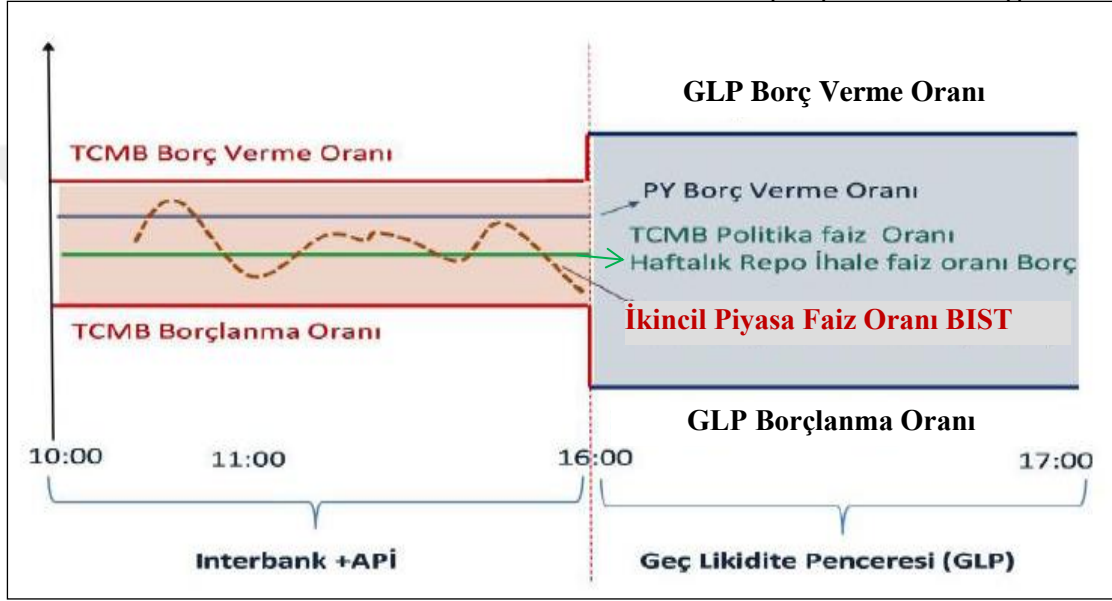
<sup>118</sup> RePo: RePurchase kelimesinden türetilmiş olup, tekrar satmak anlamına gelmektedir

<sup>119</sup> Ocak 2017'den itibaren TCMB; doğrudan artıramadığı faiz oranlarını, repo ihalesi açmayıp, gün içinde gecelik borçlanma penceresini de kapatarak, bankaları geç likidite penceresinden fon kullanmaya zorlamakta ve piyasalarda oluşan faizi artırma baskısını (döviz kurlarının aşırı yükselmesiyle TL'de oluşan aşırı değer kaybını), bu şekilde geçiştirmeye çalışmaktadır. Nihayetinde, Kasım 2017'de TCMB,

faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilmektedir, faiz koridorunu politika faizinin etrafında asimetrik bir şekilde oluşturarak kısa vadeli sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığa karşı daha hızlı tepki verilebilmesini sağlamaktadır ve gerektiğinde faiz koridorunu kredi büyümesi üzerinde etkili bir araç olarak kullanabilmektedir.

TCMB tarafından uygulanan faiz koridoru sistemi, Grafik 16 yardımıyla daha somut bir biçimde incelenebilir.

**Grafik 16: TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Sistematiği**



**Kaynak:** Kara (2012: 8)'den yararlanılmış, yazar tarafından güncellenmiştir.

Grafik 16'dan da görüldüğü üzere TCMB, saat 10:00-16:00 arasında, kendisinden borç isteyen bankalara, Açık Piyasa İşlemleri (APİ) yardımıyla koridorun üst bandından borç verebilmektedir. Yine bu saatler arasında, aynı faiz oranı üzerinden bankalar, kendi aralarında (interbank) para alış verişi yapabilmektedir. Yine bu saatler arasında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi verip az dahi olsa bir faiz getirisi elde etmek isterlerse, TCMB bu kez faiz koridorunun alt sınırından faiz ödeyecek şekilde bu paraları teslim alacaktır. 16:00-17:00 arası, bankaların gün sonu hesaplarını kapatma ve

gecelik borçlanma limitlerini sıfıra indirerek *fonlamanın tamamını GLP'den sağlamaya başlamıştır*. 13 Eylül 2018 tarihi itibarıyla; TCMB'nin politika faiz oranı (bir hafta vadeli repo) %24, gecelik borç verme faiz oranı %19.25, GLP borç verme faiz oranı: %20.75 olup, repo ihalesini ve gecelik borç vermeyi kullanmayan TCMB, bankaları kendisinden sadece GLP'den borçlanmaya zorlayarak piyasa faizlerini dolaylı yoldan yükseltmeye çalışmaktadır (TCMB, 2018d; TCMB, 2018zc). Bu verilerin detaylarına, tez çalışmasının sonunda yer alan Ek1-Ek2-Ek3'ten ulaşılabilir. 18.05.2018 saat:10:54 itibarıyla TCMB'nin yine repo ihalesi açmadığına ilişkin haberin ekran görüntüsü de Ek 5'te yer almaktadır.

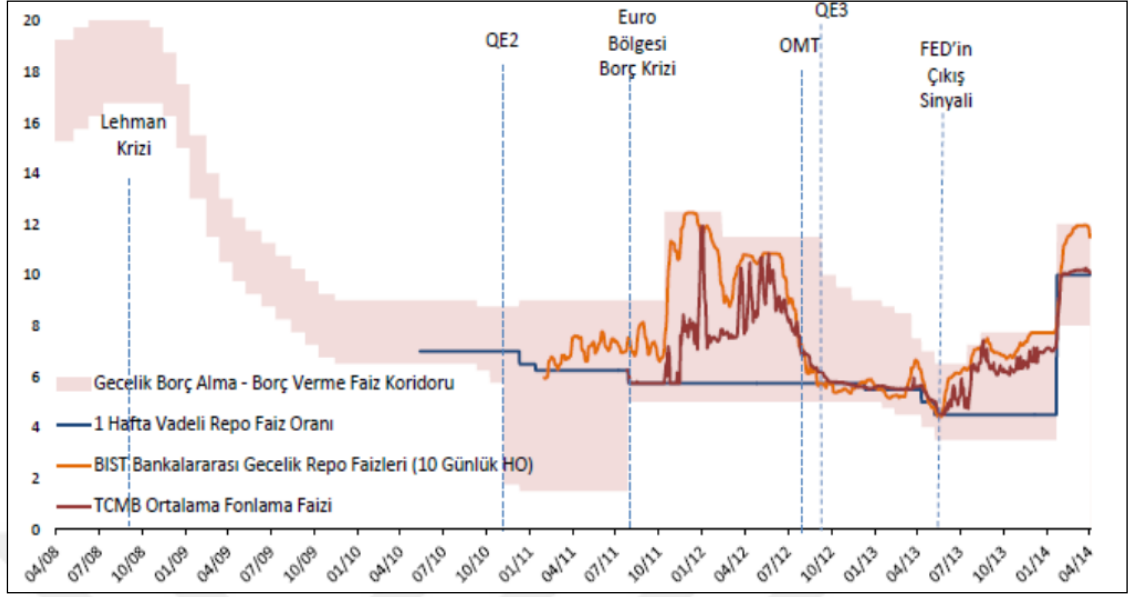
denkleştirme saatleridir ki, TCMB son anda nakde sıkışan ve kendisinden borç isteyen bankaları tedbirsiz davrandıkları için adeta cezalandırmakta ve bu bağlamda, daha yüksek bir faiz oranı ile borç vermektedir. Yine saat 16'dan sonra elindeki parayı değerlendiremeyip Merkez Bankası'na yatırmak isteyen ticari bankaların ellerindeki bu fonlar çok daha düşük bir faiz oranı ile TCMB tarafından devralınmaktadır. Şekilde yer alan yeşil çizgi; TCMB'nin politika faiz oranını göstermekte olup, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır. 18 Mayıs 2010 tarihli PPK kararı ile bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faiz oranı olarak belirlenmiştir. Şekilde PY ile gösterilen ise, piyasa faiz oranı olup bankaların piyasaya kredi verirken uyguladığı ortalama faiz oranını göstermektedir.

TCMB'nin uyguladığı borç alma faiz oranı, bankaların mevduatlara vereceği faiz oranını şekillendirmektedir. Borç verme faiz oranı ise bankaların fon temin maliyetini oluşturmaktadır olup, bu oran bankaların piyasaya vereceği kredilerin faizlerinin şekillenmesinde rol oynamaktadır. TCMB borç verme faizlerini yükselttiğinde, bankalar bu oranın üzerine belli bir kar payı koyarak piyasalara kredi olarak dağıttıkları için, kredi faiz oranları da yükselecektir. Ters durumda; yani TCMB borç verme faizlerini düşürdüğünde, bankaların fon temin maliyeti de düşeceği için, piyasaya daha düşük faiz oranı üzerinden kredi kullanılabilecektir.

TCMB, ülkeye sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde faiz koridorunu aşağı doğru genişleterek (gecelik borç alma ve borç verme faizlerini düşürerek) kısa vadeli sermaye akımlarını caydırırken, ülkeden hızlı sermaye çıkışlarının gözlendiği dönemlerde koridoru yukarı yönlü genişletmekte (gecelik borç alma ve borç verme faizlerini yükselterek) ve böylece sermaye çıkışlarına engel olarak döviz kurunda oluşabilecek dalgalanmaların şiddetini azaltmaktadır. Bununla birlikte, TCMB geniş faiz koridoru ve düşük miktarda fonlama ile fon maliyetlerindeki belirsizliği artırarak, kredi arzında sıkışmayı sağlayabileceği gibi, dar bir faiz koridoru ve yüksek miktarda fonlama ile piyasaları rahatlatılabilmekte, belirsizliği azaltabilmekte ve kredi arzında rahatlama sağlayabilmektedir (TCMB, 2014b: 4).

2008 ve 2014 yılları arasındaki faiz koridoru Grafik 17'de yer almaktadır.

**Grafik 17: TCMB Faiz Koridoru Uygulamas**



**Kaynak:** TCMB, 82. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı.

[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e2b87a5133174300a63c23abfb95f0d3/SunumB17042014.pdf?MOD=AJPERES\\_s.11\\_23 Mayıs 2014.](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e2b87a5133174300a63c23abfb95f0d3/SunumB17042014.pdf?MOD=AJPERES_s.11_23 Mayıs 2014)

Grafik 17’de yer alan Lehman krizi; ABD’li yatırım bankası Lehman Brothers’ın 15 Eylül 2008’de iflasını istemesiyle Büyük Resesyon’un resmen başlamasını ifade etmekte olup, bu olayı takip eden 26 Kasım 2008’de ABD Merkez Bankası FED 600 milyar dolarlık ilk genişletici para politikasını (Niceliksel Genişleme: Quantitative Easing: QE) uygulamaya sokmuştur (Amadeo, 2018a). QE2; yine FED tarafından Nisan 2010’da açıklanan 600 milyar dolarlık genişletici para politikasını ifade etmektedir (Investopedia, 2018). QE3; Eylül 2011’de yine FED tarafından, hedeflenen %2’lik enflasyon seviyesine ulaşılabilmesini hızlandırabilmek adına uygulamaya konulan 85 milyar dolarlık genişletici para politikasını ifade etmektedir (Amadeo, 2018b). Grafikten de görüldüğü üzere FED tarafından uygulanan niceliksel genişleme dönemlerinde TCMB faiz koridorunu olabildiğince geniş tutmuş, ekonominin istikrara geldiği dönemlerde koridor daraltılmıştır. Mayıs 2013’te FED’in artık parasal genişleme politikalarını sonlandıracağını ve kademeli olarak sıkılaştırıcı para politikalarına geçeceğini açıklamasının ardından gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı hızlanmış, TL, dolar karşısından önemli ölçüde değer kaybetmiş, Türkiye, ABD’li yatırım bankası Morgan Stanley tarafından Ağustos 2013’te en kırılgan ülke ilan edilmiştir (Göçer ve Akın, 2016: 177). Bu dönemde TCMB ülkeden döviz çıkışını

azaltabilmek için faiz koridoru üst bandını yukarı çekmiş ve faiz koridorunu genişletmiştir.

Faiz koridoru uygulaması genellikle piyasa faizlerinin politika faizlerine yakın tutulmasını ve de ciddi bir sapma oluşmamasını sağlamak amacıyla uygulamaya konmuştur. Bu uygulama sayesinde Merkez bankası sürekli politika faizi ile oynamadan günlük piyasa faizlerini etkilemeyi hedeflemektedir. Örneğin ciddi bir sermaye akışı durumunda faiz koridoru aşağı yönde genişletilmektedir ve bu şekilde sıcak para olarak tanımlanan kısa vadeli spekülasyon hareketleri sınırlandırılmaktadır.

Faiz koridoru uygulaması, finansal riskleri ve ekonomideki istikrarsızlıkları gidermeyi hedeflemektedir. Merkez bankaları bu sayede bir yandan piyasadaki likidite seviyesini kontrol altında tutarken, diğer yandan değişen piyasa koşullarına hızlı tepki verme kabiliyeti kazanmaktadırlar. Faiz koridoru uygulaması sayesinde merkez bankaları, açık piyasa işlemlerine ihtiyaç duymaksızın sadece faiz koridorunda değişiklik yaparak piyasaya müdahalede bulunma imkânı elde etmektedir (Duramaz ve Dilber, 2015: 33). Merkez bankalarının finansal piyasalardaki değişikliklerle ilgili tahminleri ne kadar doğru olursa, piyasa faizinin politika faizinden sapma eğilimi de o ölçüde azalacaktır. Dolayısıyla, meydana gelecek bu sapsmaların para politikası duruşu üzerindeki etkileri, şokların büyüklüğü ve sürekliliğinin yanında faiz koridoru sisteminin doğru tasarlanmış olmasına da bağlıdır (Clews. vd., 2010: 295).

Özetle, faiz koridoru uygulaması, merkez bankasına günlük/gecelik ve haftalık frekanslarda parasal duruşa ince ayar yapılabilme imkânı vererek, küresel belirsizlikler altında, para politikasına ihtiyacı olan esnekliği sağlamaktadır. Sistemin bu şekilde tasarlanması, küresel ekonomide devam eden belirsizliklere ve risk iştahındaki ani değişimlere karşı hızlı bir biçimde cevap verebilme ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, izleyen bölümlerde açıklanacağı üzere, bu politika tasarımında krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemek mümkün olmaktadır (Kara, 2012: 9).

### **3.4.1.2. Faiz Koridorunun Aktarım Mekanizması**

Kısa vadeli faiz oranının tek politika aracı olduğu geleneksel para politikası uygulamalarında, kredi ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine ihtiyaç

duyulmamaktadır. Çünkü para otoritesinin tek hedefi fiyat istikrarı olup, döviz kurları ve finansal istikrar geri planda kalmaktadır. Ancak, finansal istikrarı da dikkate alan bir parasal otorite için sadece politika faizini kullanmak yeterli olmayacaktır. Çünkü fiyat istikrarı için kredilerin, finansal istikrar için de döviz kurunun kontrol edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle merkez bankalarının, hem kredileri, hem de döviz kurunu istediği yönde hareket ettirebilmesi için merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarıyla birlikte başka araçları da kullanmaya başlaması gerekmektedir. TCMB de bu doğrultuda 2010 yılının sonlarından itibaren araç çeşitliliğine giderek krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebileceği bir para politikası araç seti oluşturmuştur (Kara, 2012: 7).

Bu bağlamda faiz koridoru, kredi kanalı ile döviz kuru kanalını birlikte etkileme potansiyeline sahip bir araç seti sunmaktadır. Aynı zamanda faiz koridoru sisteminin, merkez bankalarına sağladığı kolaylıklar ve hareket kabiliyeti de ekonomik istikrar açısından oldukça önemlidir. Faiz koridoru uygulamasının finansal piyasaları ve reel sektörü etkileme kanalları; kredi kanalı ve döviz kuru kanalı şeklinde olup (Tufaner, 2016: 660), bunların ayrıntıları aşağıda sunulmuştur.

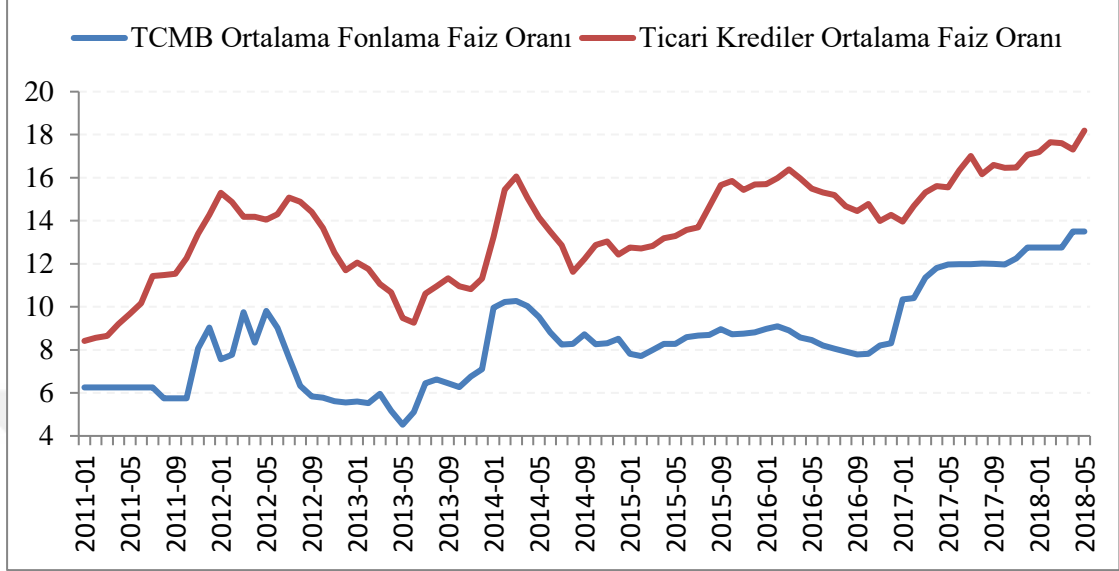
#### **3.4.1.2.1. Kredi Kanalı**

Faiz koridoru politikasında, sermaye hareketlerinin aşırı dalgalanma göstermesi durumunda, koridor içinde hareket eden kısa vadeli faiz oranları hızlı bir şekilde ayarlanarak söz konusu sermaye hareketlerinden kaynaklanacak döviz kuru oynaklıkları azaltılabilmektedir. Böylece faiz koridoru uygulaması, hem sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinden ortaya çıkardığı etkileri azaltmakta hem de piyasayı (bankaları) fonlaması nedeniyle oluşan “ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti” üzerinden bankaların kredi maliyetini etkileyebilmektedir. Bunun sonucunda kredi genişlemesi de dolaylı olarak kontrol edilmiş olmaktadır. Ayrıca, bu araçla TCMB kredi miktarını düzenlemek istediğinde fonlama miktarının ve maliyetinin belirsizliğini değiştirmiş olmaktadır. Belirsizliğin artması (azalması) kredi hacminin azalmasını (artmasını) sağlamaktadır. Söz konusu iki yolla faiz koridoru uygulaması, kredi genişlemesi ve sermaye hareketleri oynaklığı üzerinde etkili olmaktadır. Bu açıdan bu araç bir makro ihtiyati para politikası aracı olarak kabul edilmektedir (Kara, 2012: 9-11). TCMB'nin



bankaları ortalama fonlama maliyeti (faiz oranı) ile bankalarca firmalara kullandırılan ticari kredilerin faiz oranları arasındaki ilişki Grafik 18’den izlenebilir.

**Grafik 18: TCMB Ortalama Fonlama Maliyeti ve Ticari Krediler Faiz Oranı**



Kaynak: EVDS (2018f; 2018g).

Grafik 18’den de görüldüğü üzere, TCMB tarafından bankalara kullandırılan fonların ortalama maliyeti (faiz oranı) ile bankalarca firmalara kullandırılan ticari kredilerin faiz oranları arasında oldukça güçlü bir ilişki vardır. Bu durumda TCMB, faiz koridorunu ve politika faiz oranını kullanarak, bankalar tarafından firmalara kullandırılan ticari kredilerin faizlerini başarılı bir şekilde etkilemeyi başarmıştır. Bu durum Türkiye’de kredi kanalının çalıştığını göstermektedir.

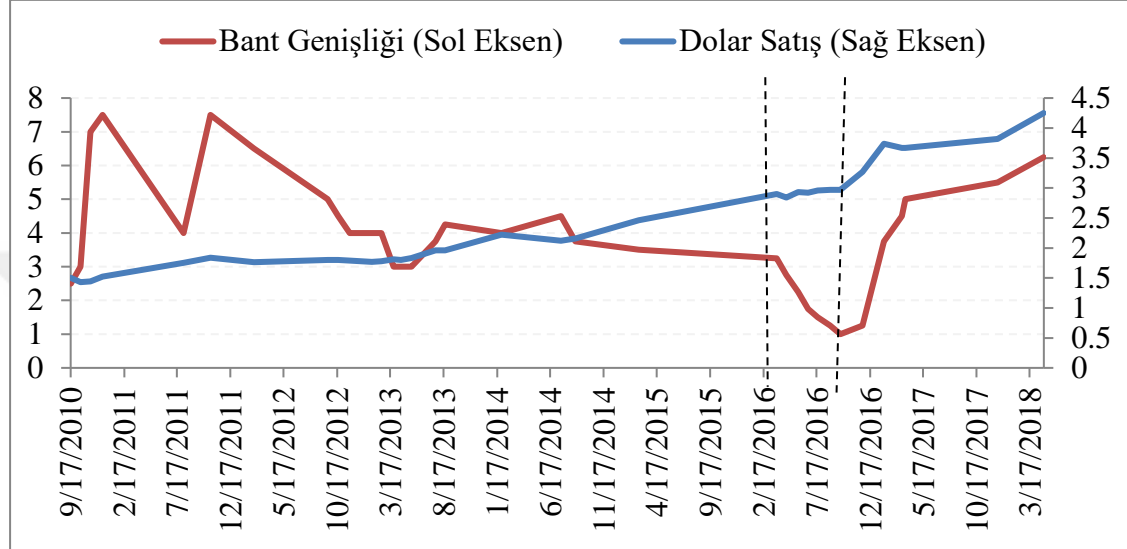
### 3.4.1.2.2. Döviz Kuru Kanalı

Ülkelere yönelik sermaye akımının yoğun olduğu dönemlerde, döviz kurları düşme eğilimine girmektedir. Merkez bankaları böyle durumlarda faiz koridorunu aşağı yönlü genişleterek (gecelik borç verme faizlerini düşürerek, faiz koridorunu daraltarak) ılımlı bir dalgalanma sağlamaya çalışmaktadır. Tam tersi bir durum olduğunda yani ülkeden sermaye çıkışı olduğunda, döviz kuru yükselmeye başlamakta, ülkedeki finansal istikrara zarara verebilmektedir. Böyle durumlarda merkez bankaları bankalara gecelik borç verme faizlerini yükselterek, ulusal parayı daha değerli hale getirmeye çalışmakta ve bu yolla döviz piyasalarına istikrar kazandırmayı amaçlamaktadır. Böyle durumlarda faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmektedir. Ayrıca faiz koridorunun

geniştirilmesi, belirsizliği artırarak sermaye oynaklığının azalmasında da etkili olmaktadır (Çevik, 2016: 715).

Türkiye’de ABD Doları satış fiyatları ile TCMB tarafından uygulanan faiz koridoru bant genişliği arasındaki ilişki Grafik 19’da yer almaktadır.

**Grafik 19: Döviz Kuru ile Faiz Koridoru Bant Genişliği Arasındaki İlişki**



**Kaynak:** EVDS (2018c) ve TCMB (2018c; 2018d) verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.  
**Not:** TCMB Ocak 2017’den itibaren bankalara gecelik borçlanma faizi üzerinden fon kullandırmayıp, onları GLP’den fon kullanmaya zorladığı için, bu grafikte de Ocak 2017 sonrası dönem için bant genişliği oluşturulurken TCMB borç verme faizi olarak GLP faizleri kullanılmıştır (TCMB, 2018d).

Grafik 19’da, Ocak 2016 – Eylül 2016 döneminde döviz kurlarındaki göreceli düşüşle birlikte TCMB’nin, faiz koridoru bant genişliğini azalttığı ve sonrasında döviz kurlarında yaşanan hızlı artışla birlikte bant genişliğini de artırdığı görülmektedir. Bu grafiğe göre TCMB’nin, faiz koridorunu döviz kurları ile uyumlu olacak biçimde değiştirerek, döviz kurlarında ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya çalıştığı söylenebilir.

### 3.4.1.3. TCMB’nin Faiz Koridoru Uygulamaları

TCMB, faiz koridorunu Kasım 2010’da, döviz kurunun aşırı yükselmesini önlemek amacıyla kullanmaya başlamıştır. TCMB, 2010 yılının sonlarına doğru gözlenen kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak amacıyla ve Türk Lirası’nın finansal istikrarı tehdit etmesini önlemek amacıyla faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir. Yine 2011 yılında, kredi hacminde ve buna bağlı olarak cari işlemler açığında yaşanan

aşırı artışı frenlemek için parasal sıkılaştırma amacıyla faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmiştir (TCMB, 2012c: 7). Bu süreçte bir yandan faiz koridorunun alt sınırı aşağı çekilerek mevduatlara sağlanan garanti getiri düşürülmüş, diğer yandan da koridorun üst sınırı yükseltilerek bankaların kredi dağıtımını sınırlandırılmıştır. 2012 yılında, yurtiçi kredi hacmindeki artış hızının finansal istikrarla uyumlu olarak makul seviyelere indirilmesinde, faiz koridoru aktif bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır (Binici vd. 2013: 5-7). 2012 yılı sonuna doğru, küresel risk iştahında yaşanan iyileşmeyle birlikte piyasalara verilen likidite miktarı artırılmış ve kısa vadeli faizlerin, faiz koridoru tabanına yakın bir noktada seyretmesi mümkün hale getirilmiştir. Aynı zamanda TCMB kısa vadeli sermaye akımlarının finansal istikrar üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla, politika faizini de kademeli olarak azaltmıştır (Özhan vd., 2013: 85).

2013 yılında, enflasyon hedefi %5 iken FED'in Mayıs 2013'te artık parasal genişleme politikasını sonlandıracağını ve kademeli olarak parasal sıkılaştırma politikaları uygulayacağını açıklamasının ardından TL önemli ölçüde değer kaybetmiş<sup>120</sup>, finansal istikrar tehlikeye girmiş, enflasyon hedefinin yakalanması riskli hale gelmiştir. Bu dönemde TCMB, makro finansal riskleri gözeterek temkinli bir para politikası uygulamış, enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla ek parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. 2013 yılında, ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak amacıyla gecelik borç verme faiz oranı artırılarak faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiş, etkin likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerin koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmesi sağlanmıştır (TCMB, 2013a: 2).

2014 yılında, piyasalardaki risk algısını olumsuz etkileyen gelişmelerin ortaya çıkmasıyla birlikte TCMB'nin hareket alanı daralmıştır. Bu nedenle 28 Ocak 2014 tarihli Para Politikası Kurulu kararı ile bir hafta vadeli repo faiz oranı %4.5'ten %10'a yükseltilmiş ve bankalararası gecelik borçlanma faiz oranlarının, faiz koridorunun üst sınırı olan %12'ye yakın bir seviyede oluşması sağlanmıştır (Yücememiş vd., 2015: 465).

---

<sup>120</sup> Nisan 2013'te 1.80 olan dolar kuru, Haziran 2013'te 1.90'a, Aralık 2013'te 2.06'ya yükselmiştir (EVDS, 2018c).

25 Şubat 2015 tarihli PPK toplantısında; faiz koridorunun alt sınırı %7.25, üst sınırı %10.75'e yükseltilmiş, bir hafta vadeli repo faizi oranı da %7.5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2016).

21 Nisan 2016 tarihli PPK toplantısında; faiz koridoru alt sınırı %7.25'te sabit tutulurken, üst sınır %10'a indirilmiş, böylece para politikasından kısmi bir genişlemeye izin verilmiştir. Böylece dar ve asimetrik bir faiz koridoru uygulanarak politika faizinin koridor alt tabanına yakın bir seviyede oluşması sağlanmış, bu yolla döviz ve kredilerdeki oynaklık azaltılmaya çalışılmıştır. Bununla beraber, kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerin ve makro finansal risklerin sınırlandırılması da hedeflenmiştir. 2016 yılı ikinci yarısında, yaşanan küresel ve jeopolitik risklerdeki artış nedeniyle döviz kuru artmış, enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi zora girmiştir (TCMB, 2017c).

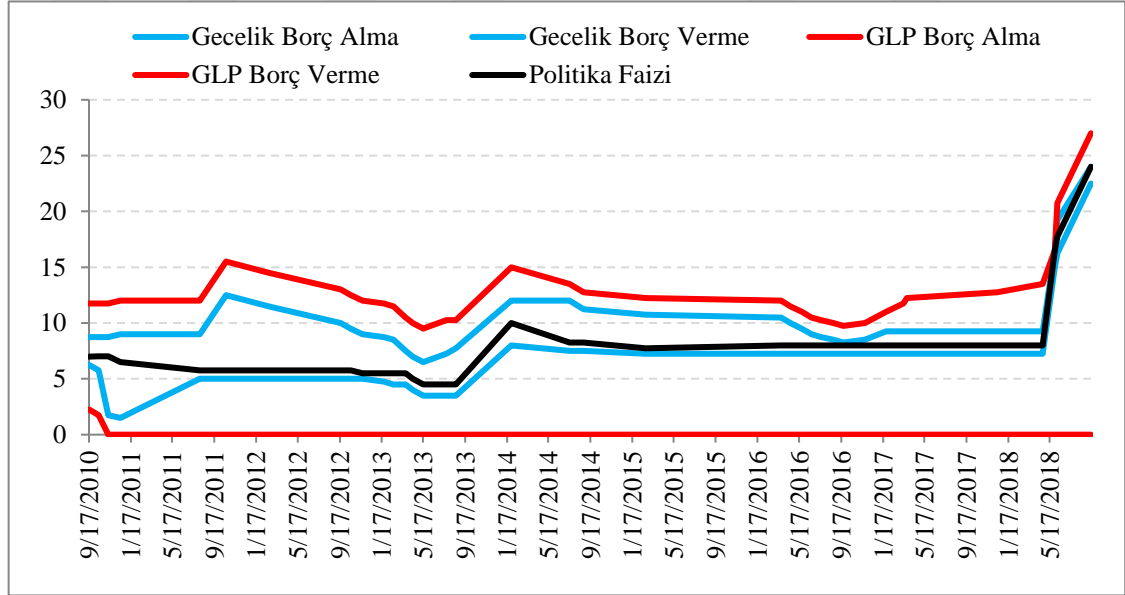
TCMB, 2016 yılı sonlarında ve 2017 yılı başından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiş, hem gecelik vadede hem de GLP'de borç verme faiz oranlarını yükseltmiştir. TCMB, parasal sıkılaştırmayı 2017 yılı Mart ve Nisan aylarında kademeli olarak artırmış, Eylül ve Ekim aylarında para politikasının temkin düzeyini kademeli olarak güçlendirmiştir. 25 Ocak 2017'de gecelik borç alma faiz oranı %7.25, gecelik borç verme faiz oranı ise %9.25 olarak belirlenmiştir. Kasım 2017'de, TCMB, *fonlamanın tamamını GLP'den sağlamaya başlamıştır*. GLP borç verme faizi, Nisan 2017'de %12.25'e, Aralık 2017'de %12.75'e yükseltilmiştir (TCMB, 2018c; TCMB, 2018d).

25 Nisan 2018'de GLP borç verme faiz oranı %12.75'den %13.50'ye yükseltilmiştir; bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ise %8 düzeyinde sabit tutulmuştur. Gecelik borç verme faiz oranı %9.25, Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı %7.25 düzeyinde sabit tutulmuştur (TCMB, 2018p). 23 Mayıs 2018'de GLP borç verme faiz oranı %16.5'e yükseltilmiştir; bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ise %8 düzeyinde sabit tutulmuştur; gecelik borç verme oranı %9.25, gecelik borç alma faiz oranı %7.25 düzeyinde sabit tutulmuştur (TCMB, 2018s). 28 Mayıs 2018'de, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, TCMB tarafından GLP'nin yerine kullanılarak politika faizi

haline getirilmiş ve %16.50'ye yükseltilmiştir<sup>121</sup>; ardından da 7 Haziran 2018'de 17.75'e çıkarılmıştır (TCMB, 2018r; TCMB, 2018o). Mayıs-Haziran 2018 döneminde yaşanan hızlı döviz kuru artışını önleyebilmek için TCMB, gecelik borç verme faizini 1 Haziran 2018'de %16.50'ye, 8 Haziran 2018'de ise %19.25'e yükseltmiştir. 24 Mayıs 2018'de GLP borç verme faizi %16.50'ye, 8 Haziran 2018'de %20.75'e ve son olarak da 13 Eylül 2018'de %27'ye yükseltilmiştir. 24 Temmuz 2018 tarihli PPK kararına göre %17.75 düzeyinde sabit tutulan politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, 13 Eylül tarihli yeni PPK kararına göre %24 düzeyine yükseltilmiştir. Ayrıca, 13 Eylül 2018 tarihinde; gecelik borç verme faiz oranı %24, gecelik borç alma faiz oranı ise %22.5 seviyesine yükseltilmiştir. Son olarak da, 21 Eylül 2018'de gecelik borç verme faiz oranı %25.5, gecelik borç alma faiz oranı %22.5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2018ö; TCMB, 2018zc).

TCMB tarafından gerçekleştirilen faiz koridoru uygulamalarının 2010-2018 yılları arasındaki verileri, en son 10 Ekim 2018 tarihinde gözden geçirilerek Grafik 20'de sunulmuştur.

**Grafik 20: TCMB Faiz Koridoru**



**Kaynak:** TCMB (2018c; 2018d; 2018e; 2018zc).

**Not:** Grafikteki veriler 13.09.2018 tarihli faiz artırımını da kapsayacak şekilde güncellenmiştir.

<sup>121</sup>Mevcut durumda ise fonlama yine yüzde 16.5 ile geç likidite penceresi (GLP) faiziyle yapılmaktadır.

Grafik 20'ye göre TCMB 2011 yılı başından itibaren kendisine 16:00'dan sonra getirilen fonlara hiç faiz vermemekte, buna karşılık o saatte kendisinden borç isteyen bankalara normalin üzerinde bir faiz oranı ile borç vermektedir. Grafikte bu faiz oranları kırmızı ile renklendirilmiştir. Kasım 2010'dan itibaren Geç Likidite Penceresi (GLP)'nde kendisine getirilen fonlara vereceği faizi %0'a indiren TCMB, Ekim 2011'de GLP'den borç verme faizini %15.50'ye çıkartmıştır. Böylece GLP'de faiz koridoru %15.50 puan olmuştur. Mavi ile gösterilen normal (10:00-16:00 arasında) borçlanma penceresinde de faiz koridorunun zaman zaman daraltıldığı, zaman zaman da genişletildiği dikkati çekmektedir. Örneğin; Ekim 2011'de faiz koridoru %12.50-%5=%7.50 iken Eylül 2017'de %8.25-%7.25=%1'e kadar daraltılmıştır. Ancak bu dönemde, TCMB'nin bankalara normal (gecelik) borçlanma ihalesi açmadığı ve onları GLP'den, çok daha yüksek faiz oranları ile borçlanmaya mecbur bıraktığı ve bu yolla ülkedeki faizleri dolaylı olarak artırdığı unutulmamalıdır (TCMB, 2018c; TCMB, 2018d; TCMB, 2018zc).

### **3.4.2. Zorunlu Karşılıklar**

TCMB, Kasım 2010'dan itibaren uygulamaya başladığı yeni para politikası çerçevesinde, zorunlu karşılık oranlarını bir makro ihtiyati tedbir aracı olarak kullanmaktadır. Hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın hedeflendiği 2010 sonrası dönemde, TCMB, farklı politika araçlarına ihtiyaç duymuş ve bu nedenle, para politikasında kullanımı oldukça azalmış olan zorunlu karşılıkları işlevsel bir araç olarak kullanmaya başlamıştır.

#### **3.4.2.1. Zorunlu Karşılıkların Tanımı, İşleyişi ve Özellikleri**

Merkez bankalarının, ülkelerinde finansal istikrarı sağlayabilmek için kullandıkları para politikası araçlarının başında zorunlu karşılık oranları gelmektedir. Ticari bankalar, piyasadan topladıkları mevduatların tamamını kredi olarak dağıtamamakta, belirli bir kısmını merkez bankalarında yedek akçe olarak tutmak zorunda bırakılmaktadır. Bu paralara zorunlu karşılık, bu paraların toplanan mevduata oranına da zorunlu karşılık oranı (ZKO) adı verilmektedir. ZKO, merkez bankalarının piyasadaki likidite miktarını kontrol altında tutabilmesi ve bankaları, beklenmedik

risklerden koruyabilmesi için önemli bir para politikası aracıdır (Talışlı, 2012: 3; Alper, 2011: 1; TCMB, 2016).

Zorunlu karşılık oranı mekanizmasının temel çalışma prensibi şöyledir: ZKO'nun %10 olduğu bir dönemde bir bankaya 100 TL'lik mevduat hesabı açılmış (100 TL yatırılmış) olsun. Banka, bu paranın 10 TL'sini TCMB'ye yatırmak zorundadır. Ancak elinde kalan 90 TL'yi kredi olarak piyasaya dağıtabilir. Bu 90 TL'yi bir kişi ya da firma kredi olarak almış, ancak bu parayı tekrar aynı bankada mevduat hesabına yatırmış olsun. Bankanın bu kez de  $90 * \%10 = 9$  TL'yi TCMB'nin zorunlu karşılıklar hesabına yatırması gerekmektedir. Bu işlem teorik olarak sonsuza kadar sürer ve banka bu süreçte  $100 / 0.10 = 1000$  TL kredi dağıtabilir. Bu paranın 100 TL'si anapara iken 900 TL'si kaydi para (banka parası) adını almaktadır. Yaşanan bu sürece de bankaların kaydi para yaratmaları süreci adı verilmektedir (Yalta, 2011: 65). TCMB, ZKO'yu %12'ye çıkartmış olsun. Bu durumda bankanın yaratabileceği kaydi para miktarı;  $100 / 0.12 = 833.3$  TL olacaktır. Görüldüğü gibi ZKO'nun artırılması, bankaların kredi olarak verebilecekleri fon miktarını azaltmaktadır. Bu bağlamda bankalar, kredi faizlerini artırmak isterler ve kredi vermede daha isteksiz davranırlar.

Zorunlu karşılıklar politikası aracılığıyla piyasa faiz oranlarını ve kredi hacmini etkileyebilme olanağına sahip olan TCMB'nin bu politikayı uygulamadaki amacı; *ihtiyat*<sup>122</sup>, *likidite yöntemi*<sup>123</sup> ve *parasal kontrol*<sup>124</sup> kavramlarıyla açıklanabilmektedir.

---

<sup>122</sup> Zorunlu karşılıkların ilk uygulanma zamanlarına bakıldığında, belirli bir altın standardına dayalı bankacılık sisteminde, zorunlu karşılıklar, bankalardan yoğun mevduat çekilişleri durumunda bir sigorta rolü üstlenmiştir. Diğer bir ifadeyle likidite riskine karşı bir önlem olarak değerlendirilmiştir. Öte yandan günümüzde likidite riskine karşı, düzenleme ve gözetleme otoriteleri tarafından birçok önlem geliştirilmiştir. Örneğin sermaye yeterliliği, likidite rasyoları ve benzeri rasyoların yanında mevduat sigorta sistemi ve merkez bankaları tarafından sunulan hazır imkânlar gibi diğer araçlar, zorunlu karşılıkların sağladığı ihtiyati faydaları daha etkin bir şekilde sunmaktadır (Gray, 2011: 7-10). Günümüzde zorunlu karşılıkların ihtiyat amacıyla kullanımı geçmişe göre daha az yaygındır.

<sup>123</sup> Zorunlu karşılık politikası, merkez bankasının karşılıklara faiz verilmemesi veya politika faiz oranının altında bir faiz verilmesi durumunda bankaların topladıkları mevduat ve verdikleri kredi faizlerini etkilemektedir. Bankaların, belirli bir bedele katlanarak biriktirdikleri mevduatın bir kısmını herhangi bir getirisi olmayan/düşük olan zorunlu karşılık olarak tutmaları, kullandıracakları krediler için bu bedeli telafi edecek şekilde bir ek prim talep etmelerine neden olmaktadır. Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarının yukarı yönlü değiştirilmesi, bankalara herhangi bir getirinin sağlanmadığı durumda para piyasasında sıkışmaya sebep olmaktadır. Ancak, parasal sıkışma bakımından politika faiz oranları ile zorunlu karşılık oranlarının artırılması birbirinden farklı neticeleri doğurmaktadır. Politika faiz oranlarının artırılması, borçlanılan para faizlerinin direkt artmasına, yani paranın marjinal maliyetinin yükselmesine neden olacak; bunun neticesinde, kısa vadeli yabancı sermaye girişi artarak, ulusal paranın değerlenmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına sebep olacaktır. Bu durum yabancı para

Zorunlu karşılıklar, olağanüstü durumlarda bankalardan aşırı likidite çekildiği zamanlarda ihtiyati bir rezerv amacı taşımaktadır. Merkez bankası piyasadaki likiditeyi zorunlu karşılıklar sayesinde ayarlayabilmektedir. Böylece, para piyasasındaki döviz kuru veya faiz oranları üzerinde baskı oluşmasını engellemektedir. Zorunlu karşılıkların nihai kullanım amacı ise makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik bir parasal kontrol aracı olmasıdır (Gray, 2011: 7-10). Ayrıca zorunlu karşılıkların kullanılması, kredi faiziyle mevduat faizi arasındaki farkı açmak suretiyle iç talebin kontrol altına alınmasını da sağlayabilmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 7).

Zorunlu karşılık oranları, TCMB'nin finansal istikrarı sağlamak için kullandığı para politikası araçlarının başında gelmektedir. Zorunlu karşılık oranları, *ülkeye sermaye girişinde artış gözlendiği dönemlerde*, kredi hacminde aşırı büyüme ve buna bağlı olarak oluşabilecek makro finansal riskleri önlemeye yönelik olarak artırılmaktadır. Bu uygulama aynı zamanda faiz koridorunun etkinliğinin artmasını da sağlamaktadır. *Sermaye hareketlerinin ani yavaşlaması durumundaysa* zorunlu karşılıklar düşürülmekte ve böylece kredilerde aniden durma riski azaltılmaktadır. Bankaların elinde bulunan kredilendirilebilir fon miktarını değiştirmek suretiyle kredi hacmini ayarlaması ve kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmaya yardımcı olması sayesinde zorunlu karşılıklar, makroekonomik riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak kullanılabilir (TCMB, 2010d: 50-51). TCMB'nin bu uygulamasına paralel olarak başka birçok merkez bankasının da makro ihtiyati politika aracı olarak sermaye

---

cinsinden borçluluk seviyesi yüksek olan ve cari işlemler açığı sorunu yaşayan ülkelerde finansal istikrara ilişkin riskleri artırmaktadır. Fakat aynı miktarda parasal sıkılaştırma için zorunlu karşılık oranlarının artırılması her ne kadar piyasadaki kullanılabilir parayı azaltsa ve bankaların ilave bir birim kaynak için ödemeye razı olacakları faizi artırsa da bu artış, politika faizlerinin yükseltilmesinin yol açacağı artıştan daha düşük olacaktır. Özetle, parasal sıkılaştırma gayesiyle politika faiz oranı artışı yerine zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi kısa vadeli yabancı sermaye akımına neden olmadan toplam talebi kısıtlayabilmektedir (Gray, 2011: 13-15). Örnek vermek gerekirse, Türkiye'de Kasım 2010'dan itibaren hızla yükselen cari işlemler açığı ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıyı artırmıştır. Merkez bankası, bu durumu önlemeye katkıda bulunmak için politika faizlerinde bir değişikliğe gitmeksizin, zorunlu karşılık oranlarını yükseltmek suretiyle parasal koşulları sıkılaştırmıştır.

<sup>124</sup> Literatüre göre zorunlu karşılıkların diğer bir kullanım gayesi parasal kontroldür. Parasal kontrol gayesi ile zorunlu karşılık politikasının kullanımı genel olarak iki farklı kanal aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki parasal çarpan, ikincisi ise zorunlu karşılıkların kredi ile mevduat faizi farkına olan etkisidir. En basit anlatımı ile parasal çarpan mekanizması, para arzı artışlarının hiç olmadığı veya sınırlı olduğu varsayımı altında bankaların, kredi büyümesini zorunlu karşılıklar ile kısıtlamasıdır. Bu bağlamda, bankaların kaynaklarının belirli bir oranı rezerv olarak ayrıldığı vakit, kredi verme kapasiteleri de azalmaktadır (Gray, 2011: 10-13).



akımlarına karşı zorunlu karşılık oranlarını kullanmaya başladığı görülmektedir (Mutlutürk, 2012: 105).

TCMB'nin zorunlu karşılık politikası, standart zorunlu karşılık politikasından, faiz ödemeleri ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) kanalı ile farklılaşmaktadır. Bu uygulamalar, bankaların aracılık maliyetlerini ve efektif zorunlu karşılık oranlarını dolaylı olarak etkilemektedir. TCMB'nin zorunlu karşılıkları aktif bir politika aracı olarak birçok farklı boyutta kullandığı görülmektedir (Lim vd. 2010: 5).

### **3.4.2.2. Zorunlu Karşılıkların Aktarım Mekanizması**

Zorunlu karşılıkların aktarım mekanizması (reel sektörü etkilemesi), maliyet ve likidite kanalları üzerinden gerçekleşmektedir. Maliyet kanalı; merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek, kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı; zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin, bankaların kısa vadeli merkez bankası fonlarına olan ihtiyaçlarını değiştirerek, kredi verme davranışlarını etkilemesi suretiyle çalışmaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 3-4).

#### **3.4.2.2.1. Maliyet Kanalı**

Zorunlu karşılık oranları değiştirildiğinde, bankaların yükümlülüklerinin (kaynaklarının) maliyeti doğrudan etkilenmektedir. Bu sebeple bankalar da genellikle zorunlu karşılık oranlarındaki değişimleri, kredi ve mevduat faizlerine yansıtmaktadır. Daha somut bir ifadeyle, maliyet kanalı, zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla bankacılık sektörünün daha fazla karşılık ayırması bağlamında fonlama maliyetinin yükselmesi ile etkili olmaktadır. Bankalar, fonlama tarafındaki maliyet artışını kredilere yansıtmak suretiyle telafi etmeye çalışmaktadır. Maliyet kanalının etkili olması için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi ya da piyasa faizinin oldukça altında bir faiz ödenmesi gerekmektedir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi ya da oldukça düşük faiz ödenmesi olgusu, zorunlu karşılık oranlarında yapılan artış, bankacılık sektöründeki fonlama maliyetini daha çok artırdığı için, maliyet kanalının etkili bir şekilde çalışmasına zemin hazırlamaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 4).

Türk bankacılık sektörü gibi mevduatın temel fonlama kaynağı olduğu bir sistemde zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliğin sektöre maliyetini, mevduat faiz oranını zorunlu karşılık oranı ile çarparak yaklaşık olarak hesaplamak mümkündür (Başçı ve Kara, Mayıs 2011: 6): Örneğin, TL vadeli mevduat maliyetinin %10, TL zorunlu karşılık oranının da %12 olduğu bir piyasada 100 TL'lik vadeli mevduat için ayrılması gereken zorunlu karşılığın yıllık fonlama maliyeti  $100 * \%12 * \%10 = 1.2$  TL olmaktadır. Eğer aynı varsayımlar altında TL zorunlu karşılık oranının %13'e yükseltilmesi durumunda zorunlu karşılığın yıllık fonlama maliyeti  $100 * \%13 * \%10 = 1.3$  TL olmaktadır. Bu örnekte görüldüğü üzere, zorunlu karşılık oranlarında yapılan artışlar mevduat maliyetini yükselterek bankaların kredi fiyatlamasında yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Maliyet kanalının kredi faizlerini artış yönünde baskılaması nedeniyle zorunlu karşılıklar, merkez bankaları açısından oldukça etkili bir araç olarak görülmektedir.

#### **3.4.2.2.2. Likidite Kanalı**

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler, bankalarca verilecek kredileri temel olarak likidite kanalıyla etkilemektedir. Likidite kanalının çalışması, zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile piyasada yaşanacak likidite azalışının bankaların kredi verme davranışlarını değiştirmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Likidite kanalına göre; zorunlu karşılık oranlarındaki yükselişler, bankanın likit varlıklarını ve yükümlülüklerini etkileyecek, o da bankacılık sisteminin likidite pozisyonunda değişime yol açacaktır. Bu durum, bankaların kredi verme politikalarını değiştirmelerine neden olacaktır. Zorunlu karşılık artışı ile birlikte bankaların mevduatlarındaki azalışı merkez bankasından sağladıkları kısa vadeli fonlama ile telafi etmeleri, likidite pozisyonlarını olumsuz yönde etkileyecektir. Piyasadaki likiditenin azaltılması durumunda bankalar, merkez bankası tarafından sağlanan kısa vadeli fonlara daha fazla ihtiyaç duymaktadır. Likit varlıkları azalan bankalar için merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak daha maliyetli hale gelmektedir. Bu bağlamda, merkez bankası fonlarının, mevduatlarla tam ikame olması mümkün değildir. Bankalar bu durumda, fonlama maliyeti artışını kredi ve mevduat faizlerine yansıtma ya da likidite ihtiyaçlarını karşılamak için kredileri azaltma yoluna gitmektedirler. Mevduat ve merkez bankasından sağlanan fonlar arasındaki bu maliyet farkı, değiştirilen zorunlu karşılık oranının, bankaların fon

maliyetini etkileyerek kredi verme faizlerini etkilemesi beklenmektedir. Likidite maliyetlerindeki bu artış, bankaları kredi verme konusunda daha temkinli davranmaya ve kredi arzını daraltmaya da sevk edebilmektedir. Bu mekanizma, likidite kanalı olarak adlandırılmaktadır (TCMB, 2014a: 84; Alper ve Tiryaki, 2011: 6-7).

Zorunlu karşılıkların kredi büyümesi üzerindeki etkisine bakıldığında; likidite kanalının, maliyet kanalına göre daha etkili şekilde çalıştığı görülmektedir. Özellikle faiz koridoru ve aktif likidite yönetiminin uygulandığı dönemlerde merkez bankası tarafından sağlanan kısa vadeli fonlamanın faizi dalgalı bir seyir izlediği için, zorunlu karşılık oranlarındaki artış nedeniyle bankaların likidite ihtiyaçlarını merkez bankası kaynaklarıyla karşılaması zorlaşmaktadır. Bu nedenle, zorunlu karşılıklarda yapılan artışlar karşısında likidite sıkıntısı yaşayan bankalar, kredi büyümelerini yavaşlatmak zorunda kaldıkları için zorunlu karşılıkların kredi büyümesi üzerindeki etkisi, faiz koridoru sisteminde daha fazla olmaktadır (Kara, 2012: 13). Faiz koridoru sisteminde, bankaların, politika faizi ile haftalık bazda fonlama sağlaması daha uzun vadeli olan mevduata göre vade uyumsuzluğunu artırmaktadır. Ayrıca, TCMB gerekli gördüğü durumda politika faizinden verdiği fon miktarını kısıarak, bankaları, faizin daha yüksek olduğu gecelik borçlanma penceresinin üst sınırından borçlanmaya yöneltebilmektedir<sup>125</sup>. Zorunlu karşılık oranlarında yapılan bu artışlar nedeniyle gerekli likiditeyi merkez bankası kaynakları ile sağlayan bankalar açısından faiz koridoru sistemindeki fonlama maliyeti belirsizliği, likidite kanalının etkinliğini artırmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 7).

### **3.4.2.3. Vadeye Göre Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Merkez Bankası'nın bugünkü uygulamasında zorunlu karşılık oranları, mevduatların vadelerine göre değişmektedir. Bu kapsamda TCMB, daha kısa vadeli mevduatlara daha yüksek, daha uzun vadeli mevduatlara ise daha düşük zorunlu karşılık oranı uygulamaktadır. Burada amaç bankacılık sisteminin uzun vadeli mevduatlarda maliyetini azaltarak bunlara ödenen faiz oranının artmasını sağlamaktır. Bu bağlamda TCMB, bankacılık sistemine giren fonların vadesini uzatmayı amaçlamaktadır.

---

<sup>125</sup>Hatta, günümüzde olduğu gibi bu kanalı da kapatabilmekte ve bankalara sadece geç likidite penceresinden fon kullandırabilmektedir.

14.08.2018 tarihi itibarıyla TCMB'nin vadelerine ve türlerine göre mevduatlara uyguladığı zorunlu karşılık oranları Tablo 14'te yer almaktadır<sup>126</sup>.

**Tablo 14: Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

<i>Türk Lirası</i>		
<b>Mevduat ve Katılım Fonu (Yurtdışı bankalar dâhil)</b>	<b>Oranlar</b>	
- .Vadesiz, ihbarlı, 1 aya ve 3 aya kadar (1 ay ve 3 ay dâhil) vadeli	10.5/8	
- 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli	7.5/5	
- 1 yıla kadar vadeli	5.5/3	
- 1 yıl ve daha uzun vadeli	4/1.5	
<b>Müstakrizlerin Fonları</b>	10.5/8	
<b>Diğer Yükümlülükler (Yurtdışı bankalar dâhil)</b>	<b>Oranlar</b>	
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	10.5/8	
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	7/4.5	
- 3 yıldan uzun vadeli	4/1.5	
<i>Yabancı Para</i>		
<b>Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar hariç)</b>	<b>Oranlar</b>	
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	12	
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli	8	
<b>Müstakrizlerin Fonları</b>	12	
<b>Diğer Yükümlülükler (Yurtdışı bankalar dâhil)</b>	<b>Mevcut Yük. İçin Oranlar</b>	<b>Yeni Yük. İçin Oranlar</b>
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	24	20
- 2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	19	15
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	14	10
- 5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	6	6
- 5 yıldan uzun vadeli	4	4

**Kaynak:** TCMB (2018h).

**Not:** Tabloda yer alan / şeklindeki ayrımların solunda yer alan rakamlar, 28.08.2015'den 14.08.2018'e kadar kullanılan zorunlu karşılık oranlarını ifade etmektedir. Ayrımların sağında kalan rakamlar ise 14.08.2018 tarihli TCMB kararıyla uygulanmaya başlanan oranlardır.

Tablo 14'te yer alan müstakriz; borç alan anlamına gelmekte olup, müstakriz fon ise müşteriye verilen borç paranın, kullanım haricinde durduğu hesap anlamına gelmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere hesapların vadesi uzadıkça, istenen zorunlu karşılık oranı düşmektedir. TCMB böylece kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlamayı ve bu hareketler nedeniyle piyasalarda oluşabilecek oynaklığı (volatiliteyi) önlemeyi

<sup>126</sup>TCMB tarafından vadelere göre uygulanan zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişiklikler hakkında daha fazla bilgi için bakınız: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d1cad5ab-f700-4e6c-9ba4-95d8d524006e/zko.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d1cad5ab-f700-4e6c-9ba4-95d8d524006e-m3mMthE>.

amaçlamaktadır. Yine tabloda dikkati çeken bir husus da yabancı para cinsi mevduatlara uygulanan ZKO'ların daha yüksek olduğudur. TCMB bu yolla hem döviz rezervlerini artırmayı, hem de döviz kaynaklı finansal riskleri azaltmayı hedeflemektedir.

#### **3.4.2.4. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Kaldıraç, bir finansal kuruluşun, yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finanse ettiği anlamına gelmektedir. Yani, borcun, yatırımın tamamlayıcısı olarak ne oranda kullanıldığını ifade etmektedir. Borç ve kaldıraca ne kadar ağırlık verilirse finansal sistem de o kadar kırılgan hale dönüşmektedir. Kaldıraç kullanımı ile Büyük Resesyon arasında bağlantı olduğu bilinen bir gerçektir (Colander vd., 2009: 12; Attali, 2015, 47-48).

Ekonomistlere göre Büyük Resesyon'un arkasında yatan temel nedenlerden biri; konut sektörüne dayalı olarak üretilen aşırı detaylı türev ürünler ve bu ürünlerle yapılan bankacılık işlemlerinin yeterince denetlenmemiş olmasıdır. Kriz öncesi dönemde bankalar aşırı miktarda kredi dağıtmış olup, bu krediler karşılığında yeterince sağlam olmayan türev ürünleri teminat olarak kabul etmişlerdir. Bu durum bankaların yaptıkları işlemlerin kaldıraca oranlarını ve risklerini yükseltmiştir. Bu noktada, Basel I ve Basel II düzenlemeleriyle bankacılık sektörüne getirilen minimum sermaye yeterlilik oranları (%8) da yeterli olmamıştır. Bu nedenle Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından, 12 Eylül 2010 tarihinde Basel III düzenlemeleri yayınlanmıştır. Bu düzenlemeye göre; bankaların sermaye yeterlilik oranları hesaplanırken, gerçekleştirdikleri işlemlerin vade yapısı ve risklilik oranlarının da göz önünde bulundurulması, risk ve kaldıraca oranı arttıkça sermaye yeterlilik oranlarının da artırılması gerekmektedir (BDDK, 2010).

TCMB de bankacılık sisteminin yüksek borçlanmasından kaynaklanacak riskleri sınırlandırabilmek amacıyla, kaldıraca dayalı zorunlu karşılık oranı uygulamasını 25 Aralık 2012 tarihinde yapılan düzenleme ile kademeli bir biçimde uygulamaya koymuş, 2013 yılından itibaren de izleme amaçlı olarak bütün bankalar için yürürlüğe almıştır (TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 2012: 28). Merkez Bankası'nın, kaldıraca oranını finansal istikrar aracı olarak kullanması, yüksek kaldıraca oranına sahip olan bankalara ilave zorunlu karşılık oranı uygulaması ile gerçekleşmektedir. Bu bağlamda, kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması, makroekonomik riskleri azaltıcı ve

konjonktür karşıtı bir politika aracı olarak kullanılmaktadır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2013: 87). Bu uygulamada TCMB tarafından yapısal bir para politikası aracı olarak kullanılan kaldıraç oranı, ana sermayenin (aktiflerin), toplam pasiflere (öz kaynaklara) ve belirli dikkate alınma oranları ile bilanço dışı kalemler toplamına oranını ifade etmektedir (TCMB, 2013b: 87; TCMB, 2017e: 5).

Kaldıraç oranının yüksek olması, bankaları ve diğer finansal aracı kurumları, iç ve dış finansal krizlere karşı dayanıksız hale getirmekte ve krizlere neden olabilmektedir. Bu nedenle TCMB, 1 Ocak 2013'ten itibaren kaldırıca dayalı zorunlu karşılık oranı uygulamasını başlatmıştır. Bu uygulamayla, finansal aracı kuruluşların ve bankaların yüksek kaldıraç kullanımının (yüksek borçluluk altında faaliyetlerini sürdürmeleri) önüne geçilmeye çalışılmış ve bu yolla finansal sistemin karşı karşıya olduğu makroekonomik risklerin azaltılması hedeflenmiştir (Başçı, 2012: 32).

Bankacılık sektörünün kaldıraç oranlarını sınırlandırarak, iç ve dış ekonomik şoklar karşısında dayanıklılığı artırmayı hedefleyen kaldırıca dayalı zorunlu karşılık uygulaması kapsamında, Haziran 2015 itibarıyla sektörün kaldıraç oranı hesaplanmış ve %7.2 olarak belirlenmiştir. Bu oran, Basel III düzenlemesinde belirlenen %3'ün de, TCMB tarafından 2015 yılı ilk üç çeyreği için belirlenen %4'ün de oldukça üzerinde olup, Türkiye'deki bankalar için ilave zorunlu karşılık tesis edilmesini gerektirecek bir durumun söz konusu olmadığı tespit edilmiştir (TCMB, 2016: 42). 2016 yılı Haziran ayı itibarıyla, sektörün kaldıraç oranı %7.7'ye yükselmiştir.

### **3.4.2.5. TCMB'nin Zorunlu Karşılık Uygulamaları**

Küresel krizin ortaya çıkmasından hemen sonra gecelik borç verme faiz oranlarında hızlı bir indirim sürecini başlatan TCMB, zorunlu karşılık oranlarını da düşürmüştür; bu bağlamda, 5 Aralık 2008'de yabancı paralar için zorunlu karşılık oranını ek döviz likiditesi sağlamak amacıyla %11'den %9'a indirmiştir<sup>127</sup>. TCMB, aynı zamanda Büyük Resesyon'un etkileri nedeniyle yaşanan ters dolarizasyon sürecini desteklemek, Türk Lirası mevduat ve kredileri teşvik etmek amacıyla yabancı para cinsinden varlıkların zorunlu karşılıkları olarak kendi bünyesinde tutulan varlıklara faiz

<sup>127</sup> 10 Mayıs 2002'den bu yana yabancı paralar için zorunlu karşılık oranı %11' dir (TCMB, 2008).

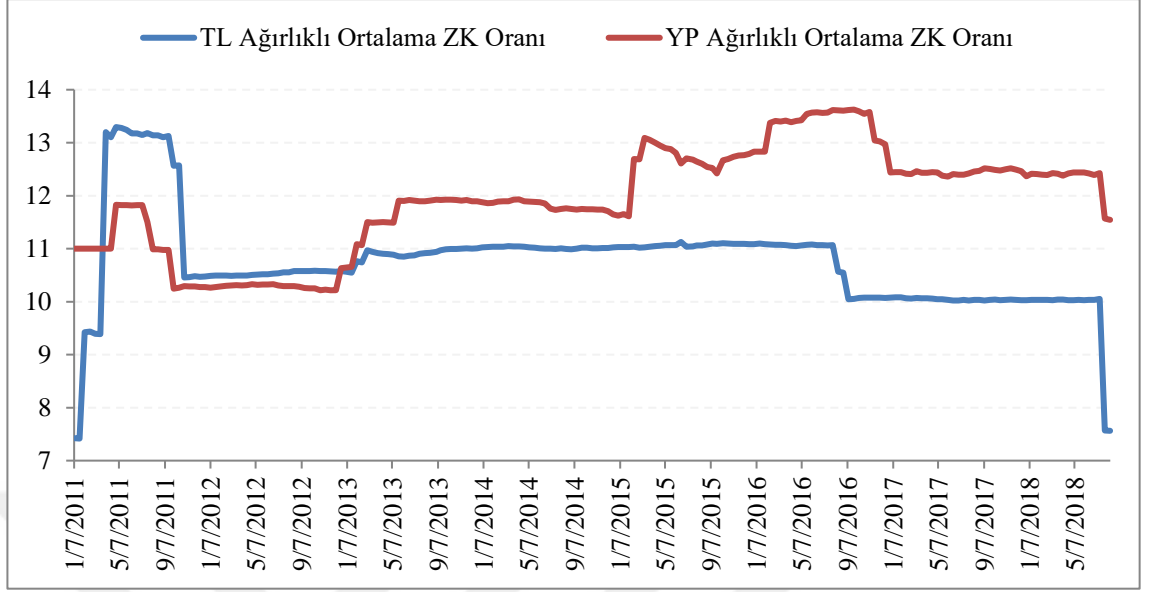
ödemesini sonlandırmıştır. Türk Lirası cinsinden mevduatlar karşılığında TCMB'de tutulan varlıklara ödenen faiz oranı ise TCMB gecelik borçlanma faizinin %75'inden %80'ine çıkarılmıştır (TCMB, 2008: 1). TL cinsi zorunlu karşılıklara yapılan bu faiz oranı artışı, bankaların fonlama maliyetlerini düşürerek bankaların kredi faizlerinde aşağı yönlü bir trendin oluşmasını ve talep artışını beraberinde getirmiştir.

Kriz döneminde, bankaların likit kalmak için kredi arzını kısıması ve ekonomik aktivitelerdeki zayıflamanın getirdiği kredi talebindeki düşüş nedenleriyle kredi piyasasında yaşanan durgunluğu giderebilmek amacıyla TCMB, 16 Ekim 2009'da Türk Lirası cinsinden mevduatlara uyguladığı zorunlu karşılık oranını %6'dan %5'e düşürmüştür (TCMB, 2010b).

TCMB tarafından Kasım 2010'dan bu yana zorunlu karşılık oranları politikasının daha sık kullanıldığı görülmektedir. Bu kapsamda TCMB, 26 Nisan 2010'da yabancı para zorunlu karşılık oranını %9'dan %9.5'e, 29 Temmuz 2010'da %9.5'ten %10'a yükseltmiştir. 23 Eylül 2010 tarihinde alınan kararla yabancı para zorunlu karşılık oranı %10'dan %11'e yükseltilmiştir. Bu artışlar sonrasında yabancı para zorunlu karşılık oranında, krizin derinleştiği dönemde, yapılan 2 puanlık düşüşün tamamı geri alınarak kriz öncesi seviyeye tekrar gelinmiştir. Türk Lirası cinsi mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranlarının da benzer bir artış trendi sergilediği görülmektedir. 23 Eylül 2010 tarihinde TL mevduatlar için zorunlu karşılık oranı %5'ten %5.5'e yükseltilmiştir. Yine bu tarihte alınan bir kararla, TL cinsi yükümlülüklere uygulanan zorunlu karşılıklara TCMB tarafından ödenen faiz tamamen kaldırılmıştır (TCMB, 2010d: 51). Türk Lirası yükümlülükler için ayrılan zorunlu karşılıklara ödenen faizin kaldırılması, bankacılık sektörü açısından önemli bir gelir kaleminin ortadan kalkmasına ve fonlama maliyetlerinin artmasına neden olmuş; bu bağlamda, piyasalardaki kredi faizlerinin yükselmesine ve böylece, kredi hacminin artışının frenlenmesine yardım etmiştir. 12 Kasım 2010'da Türk Lirası mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranı %5.5'ten %6'ya yükseltilerek parasal sıkılaştırmaya devam edilmiştir (TCMB, 2011a).

7 Ocak 2011'den çalışmanın son olarak güncellendiği 21 Ekim 2018 tarihine kadar, TCMB tarafından, bankalara ve finansman kuruluşlarına uygulanan ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler Grafik 21'de gösterilmiştir.

**Grafik 21: Türk Lirası ve Yabancı Para Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Zorunlu Karşılık Oranları**



**Kaynak:** TCMB (2018g)'den alınan veriler kullanılarak çizilmiştir. Tablodaki son veri 21.09.2018 tarihine aittir.

Grafik 21'de görüldüğü üzere, Türkiye'de cari işlemler açığının düşürülmesine odaklanıldığı 2011-2012 döneminde, TL cinsi varlıklara uygulanan ağırlıklı ZKO'nun daha yüksek olduğu görülmektedir. 2011 yılında, grafikte dikkat çeken en önemli nokta, TL için uygulanan ağırlıklı ZKO'nun çok kısa bir süre içinde %7.4'ten %13.1'e çıkartılmış olmasıdır. TCMB, bu yolla TL cinsi kredi artışını sınırlandırmayı amaçlamıştır.

TCMB, 2011 yılında 77 milyar dolara çıkan cari işlemler açığını azaltabilmek ve yükselme eğilimine giren enflasyonu frenleyebilmek amacıyla 2012 yılının ilk yarısında sıkı bir para politikası uygulamıştır. 2011 yılında %35 olan kredi hacmi artış hızını %15 ile sınırlandırmaya çalışmıştır. Ekonominin, 2012 yılının ilk üç aylık döneminde %0 büyümesi üzerine TCMB, para politikalarını ekonomik büyümeyi destekleyici yönde kullanmaya başlamış ve kredi hacmi artış hızını %20'ye yükseltmiştir (Göçer ve Gerede, 2016: 36).

Yabancı paralara (YP) uygulanan ağırlıklı zorunlu karşılık oranları, 2013-2018 döneminde, bu varlıkların taşıdığı kur riski nedeniyle daha yüksektir. Bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzamasını teşvik etmek amacıyla, 2013 yılı içinde zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yapılarak Türk Lirası ve yabancı para



ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %11 ve %11.9 seviyelerine yükseltilmiştir (TCMB, 2014c: 38). 2014 yılı sonlarında ise TL ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %11 ve %11.7 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2015c: 38). Finansal istikrarı desteklemek amacıyla 2015 yılının ilk yarısında bankaların ve finans şirketlerinin yabancı para cinsinden zorunlu karşılık oranları, çekirdek dışı yükümlülüklerde, vadenin uzamasını teşvik edici yönde değiştirilmeye başlanmıştır. 2015 yılı sonu itibarıyla TL ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %11.1 ve %12.8 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2016: 40). 2016 yılı sonu itibarıyla Türk Lirası ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %10.1 ve %13 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2017c: 42). 2017 yılı sonu itibarıyla Türk Lirası ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %10 ve %12.5 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2018n: 24).

14 Ağustos 2018’de yapılan değişiklikle TCMB; *TL için zorunlu karşılıkları tüm vade dilimlerinde %2.5 azaltarak (mevduat ve katılım fonu zorunlu karşılıkları %10.5’ten %8’e düşürülmüştür), yabancı para diğer yükümlülükler için zorunlu karşılıkları tebliğde belirtilen vade dilimlerinde %4 azaltarak (mevduat ve katılım fonu zorunlu karşılıkları %12’de sabit tutulmuştur)* piyasaya daha fazla likidite ve döviz sağlamış, bu yolla kurlardaki hızlı artışı frenlemeye çalışmıştır. Yapılan bu değişiklik ile birlikte finansal sisteme yaklaşık olarak 10 milyar TL, 6 milyar ABD Doları ve 3 milyar ABD Doları tutarında altın cinsinden likidite sağlanması amaçlanmıştır. Son olarak, 2018 yılı 21 Ekim günü itibarıyla Türk Lirası ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları ise sırasıyla %7.6 ve %11.4 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2018za).

TCMB’nin, bankalardan ve diğer finans kurumlarından devraldığı TL zorunlu karşılıklara verdiği faiz 2002 yılındaki %40’lık seviyesinden kademeli olarak 2010 yılında %5’e kadar düşürülmüştür. 14.10.2010’dan 03.11.2014 tarihine kadar zorunlu karşılıklar hesabındaki varlıklara (TL ve yabancı para) hiç faiz vermeyen TCMB, ülkedeki ekonomik büyümeyi ve yurtiçi tasarrufları desteklemek amacıyla 03.11.2014 tarihinden 31.12.2014 tarihine kadar TL zorunlu karşılıklara %7 faiz vermiş, sonra bunu kademeli olarak azaltarak 01.12.2015’te %3’e kadar düşürmüştür. İlerleyen süreçte ise TL zorunlu karşılıklara; 01.01.2017 tarihinden itibaren %4, 01.06.2018 tarihinden itibaren %7, 21.09.2018 tarihinden itibaren %13 faiz oranlarını uygulamaya başlamıştır

(TCMB, 2014b: 72; TCMB, 2018i; TCMB, 2018k; TCMB 2018zd). TCMB; dolar cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ise 5 Mayıs 2015'ten itibaren yeniden faiz ödemeye başlamıştır (TCMB, 2015d: 35).

TCMB'nin, bu varlıklara uyguladığı faiz oranını azaltması veya sıfırlaması; bankalar açısından bir gelir kaybı olup, bankalar bu kaybı, piyasaya dağıtacakları kredilere yansıtmakta ve bu yolla da piyasa faizlerinin yükseltilmesi ve kredi hacminin daraltılması mümkün olmaktadır. Tersine bu varlıklara verilen faizin (nema) artırılması; bir yandan bankacılık sektörünü desteklemeye yönelik olurken, diğer yandan bankaların gelirlerinin artmasını (fonlama maliyetlerinin düşmesini) sağlayarak, kredi faizlerinin düşmesine ve kredi hacminin artmasına olanak tanımaktadır.

Gelişen piyasa ekonomilerinin çoğu, likidite ve aşırı kredi artışı riskine karşı korunmak ve bazı durumlarda ise sermaye girişlerinin kötü etkilerinden korunmak için bir makro ihtiyati araç olan zorunlu karşılıkları kullanmaktadır (Lim vd., 2011: 67).

### **3.4.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması**

TCMB; Büyük Resesyon'un etkilerinden korunma amaçlı olarak zorunlu karşılık oranı ve faiz koridoru gibi para politikası araçlarını aktif biçimde kullanmıştır. 12 Eylül 2011 tarihinde de söz konusu gelişmelere istinaden, zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru uygulaması yanında "Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)"'nı, yalnızca Türkiye'ye özgü alternatif bir araç olarak kullanmaya başlamıştır. Bu mekanizmayla birlikte; bankalara, TCMB nezdinde bulundurmaları gereken TL cinsi zorunlu karşılıkların belirli bir kısmını döviz ya da altın olarak bulundurma olanağı tanınmıştır. Bu bağlamda; *bir yandan* bankaların zorunlu karşılıkları, pahalı (yüksek faizle toplanan) TL mevduatlar yerine yurtdışından daha düşük faizle elde ettikleri döviz ile sağlamalarına olanak tanınmış *diğer yandan* da bankaların ve TCMB'nin döviz rezervlerinin artırılması ve bu yolla bankacılık sektörünün dış finansal şoklar karşısındaki dayanaklılığının sağlanması amaçlanmıştır (Tuna vd., 2015: 231; Oduncu vd., 2013: 46).

ROM, kredi dönüşümünü azaltıcı yönüyle döviz kurundaki dalgalanmayı kısa vadeli sıcak para hareketleri ile azaltmayı amaçlayan faiz koridoru sistemini

tamamlayıcı bir fonksiyon üstlenmiştir. Bu bağlamda ROM'un amacı, sermaye hareketleri nedeniyle döviz kurunda yaşanabilecek oynaklıkları azaltmak ve döviz rezervlerini güçlendirmektir. Ayrıca, ROM, yastık altında saklanan olarak nitelendirdiğimiz bankacılık sistemi içerisinde bulunmayan altın veya dövizin ekonomiye kazandırılmasına da katkı sağlamaktadır (TCMB, 2016).

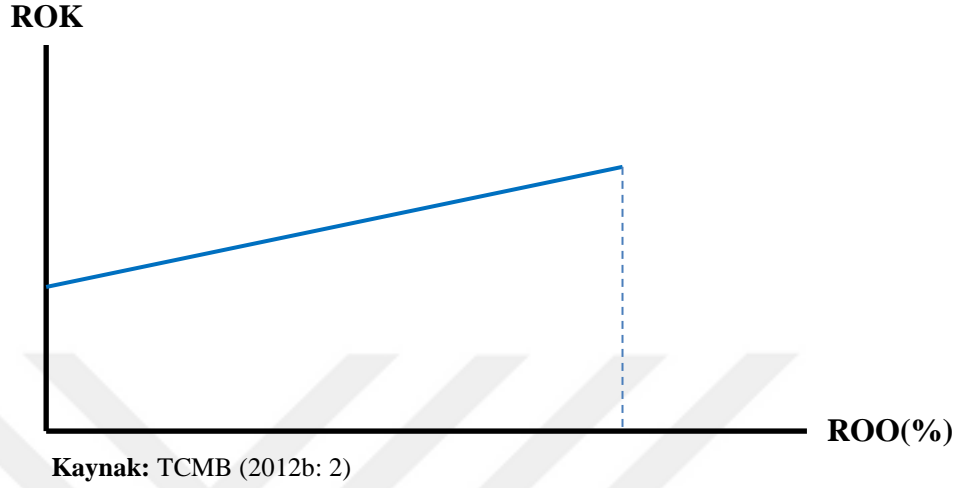
### **3.4.3.1 Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ve Rezerv Opsiyon Oranı (ROO)**

Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK), TL ile altın ya da dövizin hangi katsayı ile değiştirilerek zorunlu karşılık olarak tutulabileceğini ifade ederken; Rezerv Opsiyon Oranı (ROO), bankaların bu mekanizmadan zorunlu karşılıklarının yüzde kaçını ROK ile değiştirebileceğini ifade etmektedir. Örnek vermek gerekirse, dövizde ROK'un 2, ROO'nun %40 olması, bankanın TL olarak tutması gereken TL zorunlu karşılık miktarının %40'lık kısmını isterse döviz olarak tutabileceğini ve 2 TL için 1 döviz tutabileceğini ifade etmektedir. TCMB, kademeli olarak ROK ve ROO oranlarını değiştirerek bu aracı kullanmaktadır. TCMB, ROM ile bankaların TL likiditesini artırırken merkez bankasının döviz rezervlerini de yükseltmektedir. Böylelikle, faiz koridoru daha az kullanılarak döviz kurundaki dalgalanma en aza indirilmektedir (TCMB, 2012b: 2-3).

ROM'un işleyişini daha net ortaya koyabilmek için bir örnek vermek gerekirse; 100 TL zorunlu karşılık buldurması gereken bir bankanın, yabancı para için ROO'nun %90 ve ROK'un 1 olduğu ve ABD Doları'nın 4.50 TL olduğu bir ortamda,  $100 \cdot 0.90 = 90$  TL'lik kısmı için TL yerine dolar bulundurabilecektir ve bu bankanın TCMB'ye 100 TL yerine  $10 \text{ TL} + 90/4.50 = 20$  ABD Doları yatırması gerekecektir. ROK'un 1 değil de 2 olması durumunda ise bankanın, her 1 TL için 2 TL değerinde döviz bulundurması gerekecektir ki bu da  $90 \cdot 2 = 180$  TL'lik dolar bulundurulmasını gerekli kılacaktır. Bu durumda bankanın, TCMB hesabına  $10 \text{ TL} + 180/4.50 = 40$  dolar yatırması icap edecektir. Bu örnekte ROK, Rezerv Opsiyon Oranına göre değişmemekte sabit kalmaktadır. Rezerv opsiyon oranına göre artan ROK uygulanacak olursa, ROK, rezerv opsiyon oranına göre doğrusal olarak artacaktır. Türkiye'de ROK, rezerv kullanım imkânına göre artan bir yapı göstermektedir (Alper,

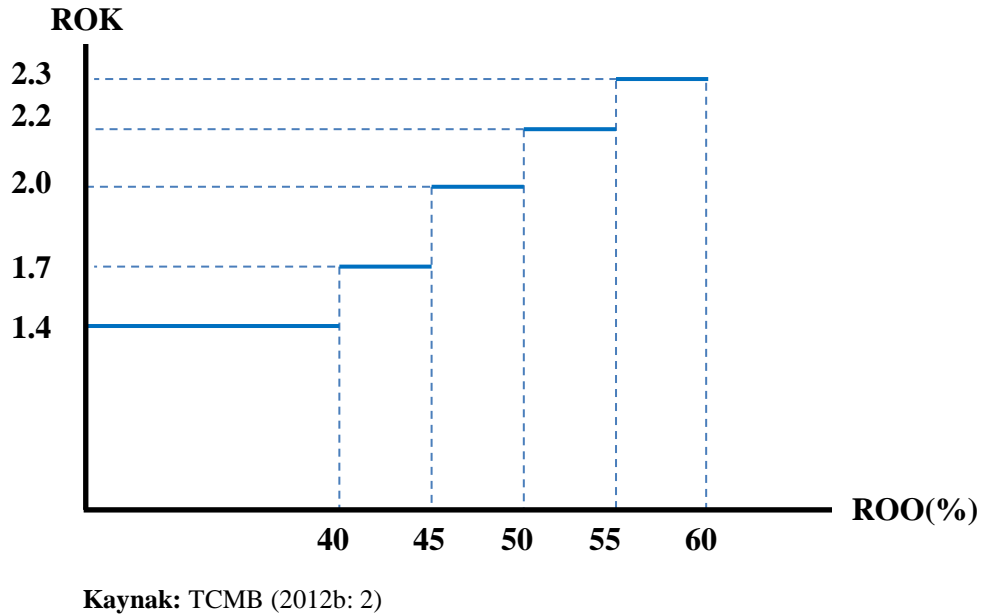
Kara ve Yörükoğlu, 2012: 2-3). TCMB'nin, bankalara TL hesaplar için uyguladığı ROK ve ROO ilişkisi Grafik 22'de yer almaktadır.

**Grafik 22: TCMB Tarafından Uygulanan ROM Uygulaması (TL İçin)**



TCMB'nin, bankalara döviz türü mevduatlar için uyguladığı ROK ve ROO ilişkisi de Grafik 23'te görülmektedir.

**Grafik 23: TCMB'nin ROM Uygulaması (Döviz İçin)**



Grafik 22 ve 23'ten de görüldüğü gibi TCMB, TL ve döviz cinsi mevduatlara artan katsayılı bir rezerv opsiyonu uygulayarak finansal sistemde oluşması muhtemel risklere karşı önemli bir makro ihtiyati önlem almış olmaktadır. Bu yolla TCMB; hem

bankacılık sistemini kur riskinden korumaya çalışmakta, hem bankaların zorunlu karşılıklar için katlanmak zorunda oldukları maliyetleri azaltmakta, hem de kendi döviz rezervlerini artırmaktadır. TCMB, piyasalardaki döviz sıkışıklığını azaltmak istediğinde ROM üst sınırını azaltabilmektedir. 7 Mayıs 2018 tarihinde TCMB, dövizdeki aşırı artışı önleyebilmek için, ROM döviz imkânı üst sınırını %55'ten %45'e düşürerek, piyasadan yaklaşık 6.4 milyar lira likidite çekmiş, bunun karşılığında piyasaya 2.2 milyar dolar arz etmiştir (Bloomberght, 2018). TCMB'nin 6 Ağustos 2018 tarihinde ROM ile ilgili olarak almış olduğu son karar ise Tablo 15'te gösterilmektedir.

**Tablo 15: Rezerv Opsiyonu Katsayısı**

Mevcut Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Rezerv Opsiyon Katsayısı	Yeni Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Rezerv Opsiyon Katsayısı
0-20	1,0	0-20	1,0
20-25	1,4	20-25	1,4
25-30	1,7	25-30	1,7
30-35	2,1	30-35	2,1
35-40	2,5	35-40	2,5
40-45	2,9		

**Kaynak:** TCMB (2018m)

ABD ile yaşanmakta olan siyasi kriz neticesinde TL'nin ABD Doları ve Euro karşısında aşırı değer kaybetmesi, TCMB'yi bazı tedbirler almaya sevk etmiştir. Bu bağlamda TCMB, ROM kapsamında döviz imkanı oranı üst sınırını %45'ten %40'a düşürerek, dilim aralıklarını Tablo 15'te görüldüğü gibi güncellemiştir. ABD Doları ve Euro karşısında TL'nin değerini artırmayı amaçlayan bu değişiklik ile yaklaşık 2.2 milyar ABD Doları, bankaların kullanımına geçmiştir (TCMB, 2018m).

### 3.4.3.2. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Etkileri

ROM uygulamasının başlıca etkileri şunlardır (TCMB, 2012f: 2; Başçı, 2012):

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurlarında meydana getirebileceği oynaklığı azaltmaktadır.
- TCMB'nin döviz rezervlerini güçlendirmektedir.
- Bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlamaktadır.
- Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmaktadır.

- Her bankaya, kendi likidite optimizasyonunu oluşturabilme olanağı sağlamaktadır.
- Diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltmaktadır.

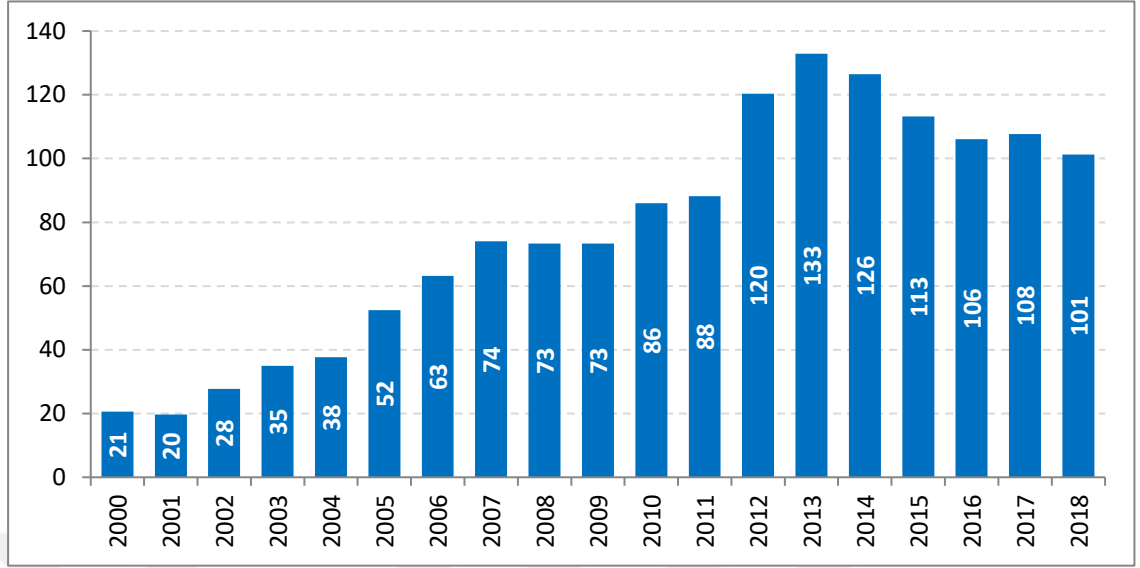
ROM'un en önemli özelliklerinden birisi otomatik dengeleyici olmasıdır. Bu mekanizma ile, TCMB'nin herhangi bir müdahalesi olmaksızın, TL zorunlu karşılıkların bir bölümünün döviz cinsinden tutulması tamamen bankaların inisiyatifine bırakılmıştır. Bankaların her biri kendi likidite durumuna göre maliyet değerlendirmesini yaparak, kârlılık anlamında avantaj sağladığı ölçüde ROM'un sağladığı esnekliği kullanarak merkez bankasına döviz transfer etmekte ve böylece piyasadaki döviz likiditesinin çekilmesine imkan tanımaktadır (TCMB, 2013a: 15-17).

Bankalara kendi optimizasyonlarını yapma imkânı verilerek, merkez bankasının doğrudan müdahalesi olmadan brüt döviz rezervlerinin güçlendirilmesi oldukça etkin bir sistemdir. ROM'un kullanılmaya başlanmasıyla beraber, TL zorunlu karşılıkların bir kısmının döviz ve altın cinsinden alınabilmesine imkan sağlanmış ve bankaların bu uygulamayı efektif bir şekilde gerçekleştirebilmelerine uygun ortam oluşturulmuştur (Tuna vd., 2015: 231). ROM ile bankaların merkez bankasında tesis ettikleri döviz rezervinin, bankaların mevduattaki büyüme oranı ile doğru orantılı bir şekilde büyümesi de bu sistemin diğer bir avantajlı tarafıdır.

ROM'un rezervlere sağladığı katkı sayesinde, ülke ekonomisinin kırılmalık, hassasiyet ve finansal istikrar göstergelerinde olumlu gelişmeler yaşanmıştır. 2001 yılından bu yana uygulanan dalgalı döviz kuru rejimi bağlamında doğrudan net döviz alımları, ihracat reeskont kredileri ve ROM gibi araçlar uygulanarak TCMB döviz ve altın rezervlerinde birikimli olarak 81 milyar ABD Doları civarında artış kaydedilmiştir (TCMB, 2015a; EVDS, 2018h).

26.08.2018 tarihi itibarıyla TCMB brüt döviz rezervlerine ilişkin veriler Grafik 24'te yer almaktadır.

**Grafik 24: TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dâhil)**



**Kaynak:** EVDS (2018h)

Grafik 24'ten de görüldüğü üzere ROM'un uygulanmaya başlandığı 2013 yılından itibaren TCMB'nin döviz rezervlerinde önemli ölçüde artışlar görülmüştür. 26 Ağustos 2018 itibarıyla TCMB'nin 22 milyar dolarlık altın, 79 milyar dolarlık döviz olmak üzere toplam 101.2 milyar dolarlık uluslararası rezervi bulunmaktadır (EVDS, 2018h). 2017 yılından bu yana toplam rezervlerde yaşanan bu düşüşün nedeni; 2018 yılının ilk 8 aylık döneminde döviz kurlarında yaşanan aşırı yükseliş ve TCMB'nin bu yükselişi frenleyebilmek için yaptığı döviz satım ihaleleridir.

TCMB'nin döviz piyasasına doğrudan müdahalesi, bazı durumlarda piyasada istenmeyen algılanmalara yol açabilmektedir. Kurdaki dalgalanmayı önlemek için TCMB'nin, döviz alım satımı yaparak piyasalara doğrudan müdahale etmesi, piyasa aktörleri tarafından merkez bankasının istediği kur seviyesine ilişkin sinyal olarak yorumlanmaktadır. Merkez Bankası'nın döviz piyasalarına müdahalesi, piyasada spekülasyon amaçlı işlemlerin oluşmasına da zemin hazırlayabilmektedir. Bu bağlamda, ROM kanalıyla TCMB brüt döviz rezervlerinin değişmesi tamamen bankaların davranışına bağlı olduğu için, döviz kuru seviyesine ilişkin yanlış algılanma ihtimali zayıflamaktadır (TCMB, 2012f: 2-5).

ROM uygulaması, yastık altında tutulan altın ve dövizlerin ekonomiye kazandırılmasına da olumlu katkıda bulunmaktadır (TCMB, 2012a). Bu bağlamda, tasarruflar; ülke ekonomisine katkı sağlayacak yatırımlara dönüşmekte ve finansal

istikrar için pozitif katkı sağlamış olmaktadır. Hiç şüphe yok ki, yatırım yapılan tasarrufların ekonomiye dâhil edildiği güçlü döviz rezervine sahip bir ekonominin finansal istikrarı sağlaması daha kolay olmaktadır. Özellikle, ROM'un rezervlere sağlamış olduğu katkı sayesinde ülke ekonomisinin kırılabilirliği ve hassasiyeti giderilip, finansal istikrara olumlu katkı değerler sunulduğu söylenebilmektedir.

#### 3.4.4. Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları

TCMB tarafından “döviz depo işlemleri”, “döviz karşılığı efektif alım/satım işlemleri” ve “Türk Lirası karşılığı döviz alım/satım işlemleri” para ve kur politikası kapsamında döviz likiditesine ilişkin olarak kullanılan klasik araçlardır<sup>128</sup>. Bunların dışında son zamanlarda, Türk Lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla “Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları” işlemleri kullanılmaya başlanmıştır (TCMB, 2018j)<sup>129</sup>.

TCMB, 18 Ocak 2017 tarihinde Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları finansal işlemi için ihalelere başlamıştır<sup>130</sup>. TCMB'nin gerçekleştirdiği bu işlemde iki adet depo işlemi aynı anda ve karşılıklı olarak yapılmaktadır. TCMB, bankalara döviz deposu verirken bankalar da ona Türk Lirası deposu vermektedir. TCMB'nin bir hafta vadeli olarak döviz verdiği bu işlem iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada; TCMB, bankalara 1 haftalık süre için döviz ödünç verirken, bankalar da aynı süre için TCMB'ye Türk Lirası ödünç verir. İkinci ve son aşama; işlemin süresinin bittiği bir hafta sonra yapılır. Bu son aşamada, bankalar, ödünç aldıkları dövizleri faizi ile birlikte TCMB'ye iade ederken TCMB de bankalardan aldığı Türk Lirası'nı faizi ile birlikte bankalara iade eder (TCMB, 2018j).

---

<sup>128</sup><http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif/> adresinden bu başlıklara ayrıntılı olarak bakılabilir.

<sup>129</sup>Merkez Bankası'nın likidite yönetiminde, sistemden kalıcı ve etkili bir şekilde likidite çekilebilmesi için ilk akla gelen araçların başında döviz satışları gelmektedir. Ancak, döviz satışı, TCMB'nin döviz rezervlerinin kalıcı olarak azalmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda, uygulanmakta olan para ve kur politikası çerçevesinde bir döviz ödünç verme işlemi olan Türk Lirası depo karşılığı döviz depo işlemlerinde, TCMB'nin döviz rezervleri kalıcı olarak azalmamaktadır ki, bu yolla piyasaya döviz likiditesi sağlanırken piyasadaki Türk Lirası likiditesi çekilmiş olmaktadır (TCMB, 2018j).

<sup>130</sup>Depo kavramı; döviz, altın ve Türk Lirası gibi finansal bir varlığın belirli bir süre için başka bir kuruluşa ödünç verilmesi işlemidir (TCMB, 2018j).



Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları işlemlerinde, döviz ödünç verilecek bankaları belirlemek için ihale düzenlenir. Bu ihalelere, TCMB'nin döviz ve efektif piyasalarına üye olan tüm bankalar katılabilmektedir. Bu ihalelerde, ihtiyacı olan bankalar ne kadar döviz talebinde bulunduğunu belirtirken, Merkez Bankası, TL ve dolara ne kadar faiz ödeneceğini tespit eder. Bu ihalelerin amacı; bankaların TL ve döviz likiditelerine katkı sağlamak, bankaların kalıcı biçimde rezerv kaybı yaşamalarını önlemek, döviz piyasalarındaki oynaklığı azaltmak ve yurtdışı piyasalardaki TL/döviz takası (swap<sup>131</sup>) işlemleri için referans faiz düzeyi oluşturmaktır<sup>132</sup> (Eğilmez, 2017a; TCMB, 2018ş).

TCMB tarafından yapılan 9 Mayıs 2018 tarihli düzenleme ile günlük olarak düzenlenen Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları ihale tutarı 1,25 milyar ABD Doları'ndan 1,5 milyar ABD Doları'na yükseltilmiştir. Bu bağlamda; mevcut durumda en fazla 6,25 milyar ABD Doları olan sözkonusu ihalelerin toplam bakiyesi 7,5 milyar ABD Doları'na çıkarılarak Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları piyasasının etkinliği artırılmak istenmiştir (TCMB, 2018t ; TCMB, 2018ş).

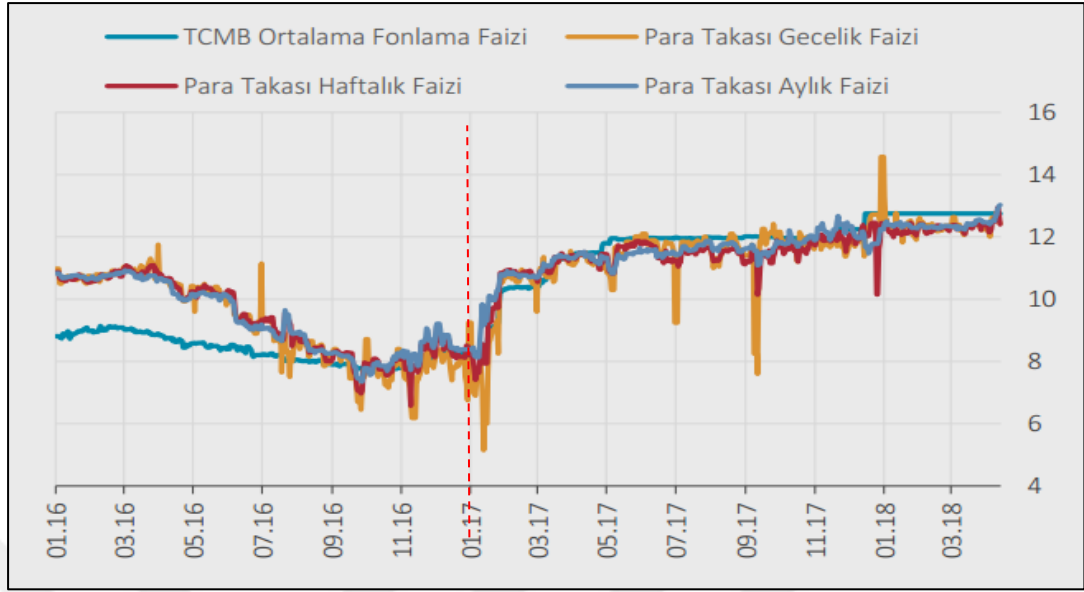
Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları ihalelerinin, para takası faizleri üzerindeki etkileri Grafik 25'ten izlenebilmektedir.

---

<sup>131</sup>Swap; belirli bir miktar ve nitelikteki para, döviz, altın, mali araç, mal gibi varlıklarla, yükümlülüklerin ileri bir tarihte ve banka şeklinde organize olan bir piyasada önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre değiş-tokuşunu düzenleyen vadeli bir işlem türüdür (Örten, 2001:311). Günümüzde kullanılan basit tanımına göre ise swap, iki para biriminin belirli bir süre için değiş tokuşudur. Bu bağlamda TCMB, bir bankaya, belirli bir süre sonra geri almak kaydıyla döviz satıp TL alabilmektedir. Vadeli işlemler arasında *Future*, *Forward*, *Opsiyon* ve *Swap* kavramları ön plana çıkıp dünya üzerinde uygulama imkanı bulmuştur. Özellikle swap kavramı, 1980'li yıllardan itibaren kullanım açısından çok önemli bir gelişme göstermeye başlamış ve günümüzde en çok kullanılan vadeli işlem piyasası aracı haline gelmiştir (Önce, 1995: 23).

<sup>132</sup>Merkez Bankası, bu yolla, Londra swap piyasasına bir alternatif üretmiş olmaktadır. Türk Bankaları, Londra'daki swap piyasası yerine Merkez Bankası'nda açılan takas piyasasına gitmeye başlamıştır. Ancak, bu mekanizmanın bütün Türk Bankacılık sistemini kapsayıp başarılı olabilmesi için Londra ile rekabet edecek oranda faiz ödenebilmesi şarttır (Eğilmez, 2017a).

**Grafik 25: TCMB Ortalama Fonlama Faizi ve Para Takası Faizleri (%)**



**Kaynak:** TCMB (2018u: 72).

Grafik 25'e göre; TCMB'nin, TL depoları karşılığı döviz deposu ihaleleri düzenlemeye başladığı Ocak 2017'den itibaren, kısa vadeli TL/döviz takası faizlerinin oynaklığında belirgin bir azalma yaşanmaktadır. Ayrıca 2016 yılında gözlenen TCMB ortalama faiz oranı ile para takası faiz oranları arasındaki pozitif ayrışma sona ermiş ve faiz oranları eşbütünleşik hale gelmiştir. Bu anlamda, TCMB'nin TL depoları karşılığı döviz deposu ihalesi düzenleme politikasının başarılı olduğu söylenebilir.

### **3.4.5. Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhaleleri**

TL uzlaşmalı vadeli döviz alım-satım işlemleri; TL'ye, önceden belirlenmiş bir vade sonunda gelecekteki değerini bugün itibarıyla üzerinde anlaşılan fiyattan alma veya satma yükümlülüğü getiren bir türev ürünüdür. TCMB; döviz piyasalarında derinliği sağlamak, reel sektörü döviz kuru riskine karşı koruyabilmek ve onların kur riski yönetim etkinliklerini artırabilmek amacıyla, 20 Kasım 2017 tarihinden itibaren "TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhaleleri (TUVDİ)" düzenlemeye başlamıştır. Bir tür Vadeli İşlem Opsiyon Borsasına (VIOP) benzeyen bu ihalelerde; vade bitim tarihinde anaparalar el değiştirmemekte, vade tarihindeki spot kurun ihalede oluşan kur seviyesinin üzerinde gerçekleşmesi durumunda TCMB, spot kur ile vadeli kur fiyatı arasındaki farkı TL cinsi olarak karşı tarafa ödemektedir (Chadha, 2017).

TL uzlaşmalı vadeli döviz alım-satım programı kapsamında, TCMB çeşitli vadelerde ihaleler düzenlemektedir. Vadeli döviz alım-satım ihalelerindeki pozisyon tutarı ile fiyat ve vade, başlangıçta belirlenmesi gereken temel unsurlardır. İhalelere katılan bankalar, ilgili vade için pozisyon almak istedikleri döviz miktarını TCMB'ye iletmektedir. İhalelerde kazanan bankalar vadeli kur tekliflerine göre belirlenmekte olup, en yüksek vadeli kur teklifi veren bankalar ihaleyi kazanmaktadır. TCMB, bu işlemlerde döviz satım pozisyonunda olurken, ihaleyi kazanan bankalar ise döviz alım pozisyonu taşımaktadır. İşlemlerin sonunda, vade gününde USD/TRY kurunun ihalede oluşan kur seviyesinden daha düşük kalması halinde TCMB kâr elde etmektedir; yüksek kalması halinde ise TCMB karşı tarafa spot kur ile vadeli kur fiyatı arasındaki farkı TL olarak ödemektedir. Bu ihaleler herhangi bir döviz hareketi içermediği için TCMB'nin brüt ve net döviz rezervlerinde bir değişikliğe yol açmamaktadır. Eğer, vade sonunda TCMB ödeyici konumda olursa, ödeme TL üzerinden gerçekleşeceği için TCMB rezerv kaybına uğramamaktadır. Diğer durumda ise TCMB, ödeme tahsil eden durumda olmaktadır (TCMB, 2018z: 68-69).

TCMB bu ihalelerle, kurumsal şirketlerin döviz cinsi borçları nedeniyle erkene çektikleri döviz talebinin, spot kurlar üzerinde meydana getireceği stres ve oynaklığı azaltmayı ve firmaların kur riskini yönetme kapasitesini artırmayı hedeflemektedir. TCMB bu ihalelerle aynı zamanda döviz piyasalarında derinliğin artmasına da katkı sağlamaktadır (Küçük, Güney ve Küçüksaraç, 2017).

TCMB bu doğrultuda 20.11.2017 tarihinden başlamak suretiyle 03.07.2018 tarihine kadar 166 tane Türk Lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalesi düzenlemiştir. İhalelerin vade tarihi genellikle 28 gün civarındadır. İhalelerde ortalama 100-300 milyon dolarlık döviz satışı gerçekleşmektedir. Bu ihalelere bankaların ilgisi oldukça yüksek olup, çoğunlukla ihale miktarının 1.5-2 katı arasında teklif gelmektedir<sup>133</sup>.

---

<sup>133</sup> Bu ihalelerle ilgili detaylı bilgilere ([http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6223be25-9228-4ef6-bf74-974279230293/TL+Uzla%C5%9Fmal%C4%B1+Vadeli+D%C3%B6viz+Sat%C4%B1m+%C4%B0haleleri\\_TL+Settled+Forward+FX+Sale+Auctions.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS PACE-6223be25-9228-4ef6-bf74-974279230293-mhwpPcv](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6223be25-9228-4ef6-bf74-974279230293/TL+Uzla%C5%9Fmal%C4%B1+Vadeli+D%C3%B6viz+Sat%C4%B1m+%C4%B0haleleri_TL+Settled+Forward+FX+Sale+Auctions.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS PACE-6223be25-9228-4ef6-bf74-974279230293-mhwpPcv)) adresinden ulaşabilirsiniz.

### **3.5. BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER**

Haziran 1999'da 4389 sayılı Bankacılık Kanunu ile kurulan ve Ağustos 2000'de faaliyete başlayan BDDK'nın temel vazifeleri; kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunmak, tasarruf sahiplerinin haklarını korumak ve böylece finansal sisteme güven duyulmasını sağlamaktır. BDDK, bankacılık sistemine yönelik denetim ve gözetim faaliyetlerini sürdürürken bir yandan Avrupa Birliği ile olan koordinasyon çerçevesinde gerekli düzenlemeleri yapmakta, diğer yandan da Basel I, II, III düzenlemeleri çerçevesinde risk odaklı denetim vazifesini yerine getirmektedir (Darıcı, 2012: 118-119).

15 Eylül 2008'de Büyük Resesyon'un patlak vermesiyle birlikte BDDK da bir takım önlemler almaya başlamıştır. Bu kapsamda, bankacılık sektörünün özkaynak yapısının güçlendirilmesi amacıyla, 31 Ekim 2008'de bankaların kâr dağıtımlarında sınırlamaya gidilmiş ve bu konuda bankaların BDDK'dan onay almaları zorunluluğu getirilmiştir.

BDDK tarafından, 23 Ocak 2009'da yayınlanan yönetmelikle; kredilerin ve diğer alacakların yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemede geçici süreliğine bir esnetme yapılmıştır. Bu kapsamda, kredi taksit ödemelerinde meydana gelen gecikmenin yakın izlemedeki krediler kapsamına alınmasına ilişkin süre 30 gün olarak belirlenmiştir; firmaların aldıkları krediler için yaptıkları ödemelerinde sorun yaşanmaması durumunda özel karşılık uygulaması 01.03.2010 tarihine kadar bankaların tercihine bırakılmıştır; ödemesi geciken tutarın ödenmesi halinde, bunların "donuk alacak" sınıfından çıkarılıp, "canlı kredi" olarak sınıflandırılabilmesi imkânı tanınmıştır; donuk alacak olarak sınıflandırılan bazı kimi kredilerin yeniden yapılandırılabilmesine imkân tanınmıştır.

15 Nisan 2009'da BDDK tarafından çıkartılan tebliğ ile leasing, faktoring ve finansman şirketlerinin, bir borçludan birbirinden bağımsız birden fazla alacağa sahip olması ve bu alacaklardan herhangi biri için özel karşılık ayrılması halinde, aynı borçluya ait bir diğer borçtaki ödeyememe durumuna karşılık ayrılması, 1 Mart 2010'a

kadar isteğe bağı hale getirilmiştir. Yeni düzenleme ile; söz konusu firmalar, sadece ödenmeyen kısım için karşılık ayırmak zorunda bırakılırken ödemeleri düzenli olan kısım için 1 Mart 2010'a kadar karşılık ayırıp ayırmamakta özgür bırakılmıştır ve şirketlerin öz sermayelerindeki serbest kaynak miktarı artırılmıştır (Elele, 2009).

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da 16.06.2009 tarihinde yapılan ve hanehalkı borçlanmasında kur riskinin ortadan kaldırılmasını amaçlayan değişiklikle; Türkiye'de yaşayan gerçek kişilerin döviz cinsi ve dövize endekli kredi kullanımına son verilmiştir (Eroğlu, 2018: 56). BDDK 2011 yılı 3. çeyreğinden başlayıp, 2013 yılı son çeyreğine kadar yoğun ve kapsamlı bir şekilde uyguladığı makro ihtiyati önlemlerle bireysel kredi arz ve talebini sınırlandırmaya çalışmıştır (Eroğlu, 2018: 32). 2013 yılı BDDK için görev ve yetki alanının genişlediği, düzenleme ve denetim çerçevesinin yeni araç ve yaklaşımlarla güçlendirildiği ve konjonktürün gerektirdiği makro ihtiyati önlemlerin yoğun biçimde alındığı bir yıl olmuştur (Öztekin, 2014: 11).

### **3.5.1. Tüketici Kredilerine Yönelik Düzenlemeler**

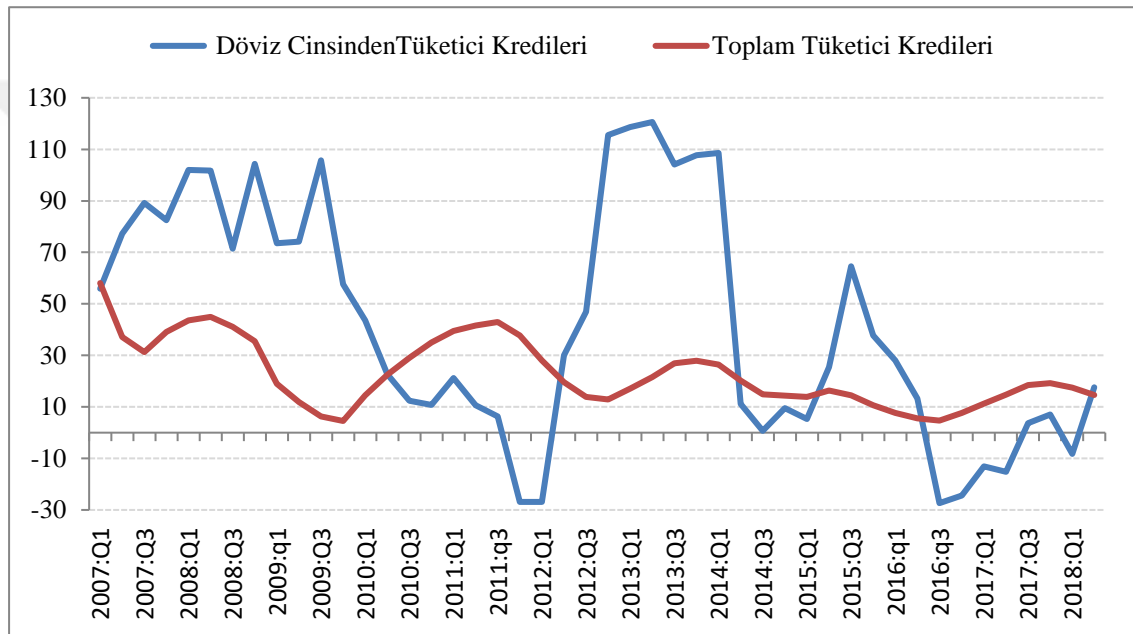
BDDK, 18 Haziran 2011'de aldığı kararla, tüketici kredileri<sup>134</sup> içinde en hızlı büyümenin olduğu ihtiyaç kredileri için bankaların ayırması gereken zorunlu karşılık miktarını ve sermaye yeterliliği hesaplamasında ihtiyaç kredilerinin girdiği risk ağırlıklarını artırmıştır. Buna göre; tüketici kredisi tutarının toplam kredilere oranı %20'den fazla olan bankalar ile donuk kredi olarak sınıflandırılmış ihtiyaç kredisi tutarının toplam ihtiyaç kredilerine oranı %8'den fazla olan bankalar, kullandıkları sorunsuz kredi niteliğindeki (1. grupta yer alan) ihtiyaç kredileri için %1 yerine %4, yakın izleme sınıfındaki (2. grupta yer alan) ihtiyaç kredileri için %2 yerine %8 oranında genel karşılık ayıracaktır. Ayrıca, kredi sözleşmesinde ilk ödeme planının uzatılması şeklinde değişiklik yapılan krediler için bu oranların sırasıyla 2.5 ve 1.25 katı olacak şekilde genel karşılık ayrılacaktır. Böylece ilk ödeme planının uzatıldığı krediler için %5 olan genel karşılık oranı, bu düzenleme sonrasında %10 olarak değiştirilmiştir (TCMB, 2011e: 35-36). Ayrıca, 31 Aralık 2013 tarihinde yaptığı

<sup>134</sup> Tüketici Kredileri; ihtiyaç kredileri, taşıt kredileri, konut kredileri, kredili mevduat hesabı ve kredi kartları olarak beş başlık altında sınıflandırılmaktadır (Ertaş, Kaban ve Sobacı, 2016: 129).

düzenleme ile BDDK, konut finansmanı dışındaki tüketici kredilerinin vadesinin en fazla 36 ay olabileceğini karara bağlamıştır (TCMB, 2014a: 55). Eylül 2016’da bu karar biraz gevşetilmiş ve ihtiyaç kredilerinin vadesi 48 aya kadar uzatılmıştır; borç bakiyesi bulunan ihtiyaç kredilerinin 72 aya kadar yeniden yapılandırılmasına izin verilmiştir (Baziki, 2017).

BDDK tarafından alınan bu makro ihtiyati tedbirlerle tüketici kredileri artışında yaşanan değişim, Grafik 26’da görülmektedir.

**Grafik 26: Tüketici Kredilerindeki Değişim**



**Kaynak:** BDDK (2018a).

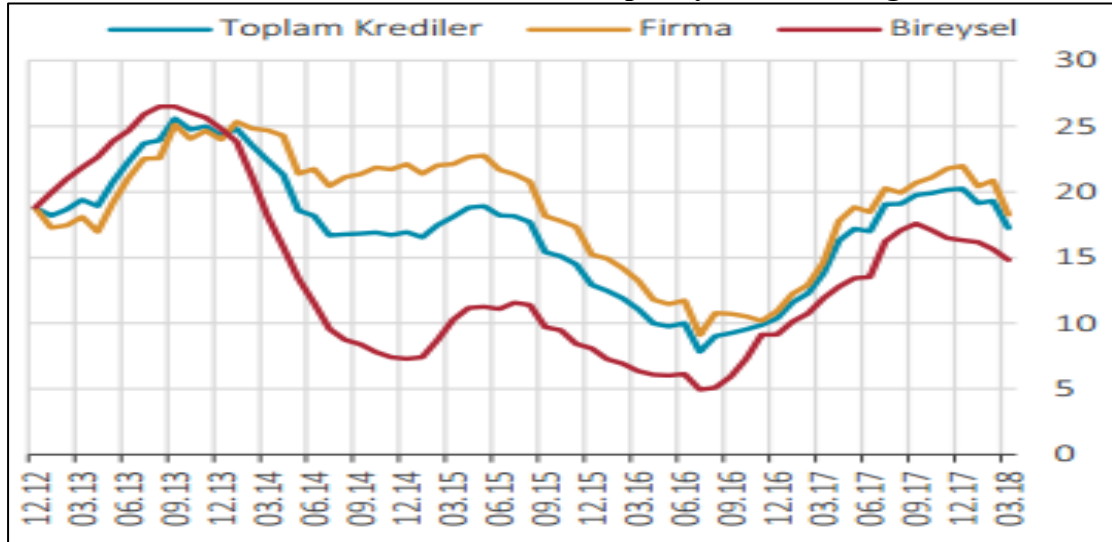
**Not:** Grafik, bir önceki yılın aynı dönemine göre % değişimleri göstermektedir.

Grafik 26’ya göre; 2007-2009 döneminde döviz cinsi tüketici kredilerinde yüksek bir artış oranı yaşanırken, 2010 yılından itibaren bu oranlar önemli ölçüde azalmıştır. Özellikle BDDK’nın almış olduğu makro ihtiyati önlemlerle birlikte 2011 yılında döviz cinsinden kredi kullanımını negatife dönmüştür. Bu noktada, BDDK’nın almış olduğu makro ihtiyati önlemlerin döviz cinsi kredi kullanımını sınırlandırma konusunda 2011 yılında başarılı olduğu söylenebilir. Ancak 2012 yılında, düşük seyreden döviz kurlarının da etkisiyle, döviz cinsinden kredi kullanımında anormal bir artış gözlenmiştir. 2014 yılı ortalarında alınan ek önlemlerle döviz cinsinden tüketici kredisi kullanımını sınırlandırılmıştır. 2015’teki dönemsel bir yükselmenin ardından ise 2016 yılı ortalarından itibaren, artan döviz kurlarının da etkisiyle, döviz cinsi kredi

kullanımı azalmıştır. Türkiye’de kullanılan döviz cinsi tüketici kredileri, toplam tüketici kredilerinin %1’inin altında (BDDK, 2018a) olmakla birlikte, bu krediler döviz kuru riskini üzerinde taşıdığı için önemli olup, kontrol altında tutulmasında yarar vardır.

TL ve döviz cinsi tüketici kredilerinin toplamından oluşan toplam tüketici kredileri artış hızı; Büyük Resesyon ile birlikte düşmüş, krizden çıkış sürecinde uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle 2009:Q3’ten<sup>135</sup> itibaren yükselmeye başlamıştır. Ancak, Haziran 2011’de BDDK tarafından alınan makro ihtiyati önlemlerle birlikte toplam tüketici kredileri artış hızı önemli ölçüde düşürülmüştür. 2012 yılında düşen ekonomik büyüme oranını artırabilmek için gevşetilen para politikalarının etkisiyle 2013 yılında tüketici kredileri artış hızında göreceli bir artış olsa da 2016 yılında bu oran tekrar düşmüştür. 2017 yılında uygulamaya konulan Hazine Garantili Kredi Fonu’nun da yardımıyla tüketici kredilerinde artış başlamıştır. Grafik 27’ye göre, BDDK’nın aldığı makro ihtiyati önlemlerin, tüketici kredilerini sınırlandırmada genel olarak başarılı olduğu ifade edilebilir. BDDK’nın aldığı önlemlerin önemli bir yansıması da bireysel kredilerin azaltılıp, firmaların yatırım ve üretim amacıyla kullandıkları kredilerin artmasıdır. Bu konuda yaşanan gelişmeler Grafik 27’de görülmektedir.

**Grafik 27: Kredilerin Kompozisyonundaki Değişim**



**Kaynak:** TCMB (2018ü: 2).

<sup>135</sup> Türkiye ekonomisi Büyük Resesyon’un etkisiyle 2008:Q4, 2009:Q1, 2009:Q2 ve 2009:Q3’te negatif büyüdükten sonra, 2009:Q4’te pozitif büyümeğe geçmiştir.

2013 yılı ortalarına kadar bireysel krediler daha yüksek iken, BDDK'nın aldığı önlemlerin etkisiyle bu tarihten sonra bireysel kredilerde bariz bir düşme yaşanmış, bunun yerine firmaların kullandığı yatırım ve işletme sermayesi şeklindeki kredilerde artış gözlenmiştir. Bir manada, BDDK burada selektif (seçici) kredi uygulaması gerçekleştirmiştir ve bu politikasında da başarılı olmuştur. Tüketici kredilerinin alt kalemleri olan konut, taşıt ve ihtiyaç kredilerine ait sayısal veriler Tablo 16'da yer almaktadır.

**Tablo 16: Tüketici Kredilerinin Alt Kalemleri**

	Tüketici Kredileri (Nominal, Milyar TL)	Konut Kredileri (Nominal, Milyar TL)	Konut Kredilerinin Payı (%)	Taşıt Kredileri (Nominal, Milyar TL)	Taşıt Kredilerinin Payı (%)	İhtiyaç Kredileri (Nominal, Milyar TL)	İhtiyaç Kredilerinin Payı (%)
2003	2.5	0.2	9.7	0.5	19.4	-	-
2004	9.1	1.2	13.3	2.9	32.4	-	-
2005	17.7	4.0	22.3	4.6	26.1	6.4	36.0
2006	37.7	17.3	46.1	6.6	17.5	10.8	28.7
2007	51.6	23.4	45.4	6.0	11.5	17.8	34.5
2008	74.8	33.4	44.6	5.7	7.7	28.7	38.3
2009	83.7	35.9	42.9	4.7	5.6	34.1	40.7
2010	102.5	46.9	45.7	4.2	4.1	41.9	40.9
2011	145.2	65.4	45.0	6.2	4.2	53.4	36.8
2012	173.7	75.0	43.2	7.3	4.2	63.3	36.4
2013	211.2	93.5	44.3	8.0	3.8	74.5	35.3
2014	253.7	111.9	44.1	7.7	3.0	88.4	34.8
2015	295.4	133.8	45.3	6.4	2.2	154.8	52.4
2016	311.9	148.0	47.4	6.4	2.0	157.2	50.4
2017	357.7	176.0	49.2	6.5	1.8	175.0	48.9
2018	418.9	199.8	47.6	7.2	1.7	212	50.6

**Kaynak:** BDDK (2018a, 2018b, 2018c, 2018d).

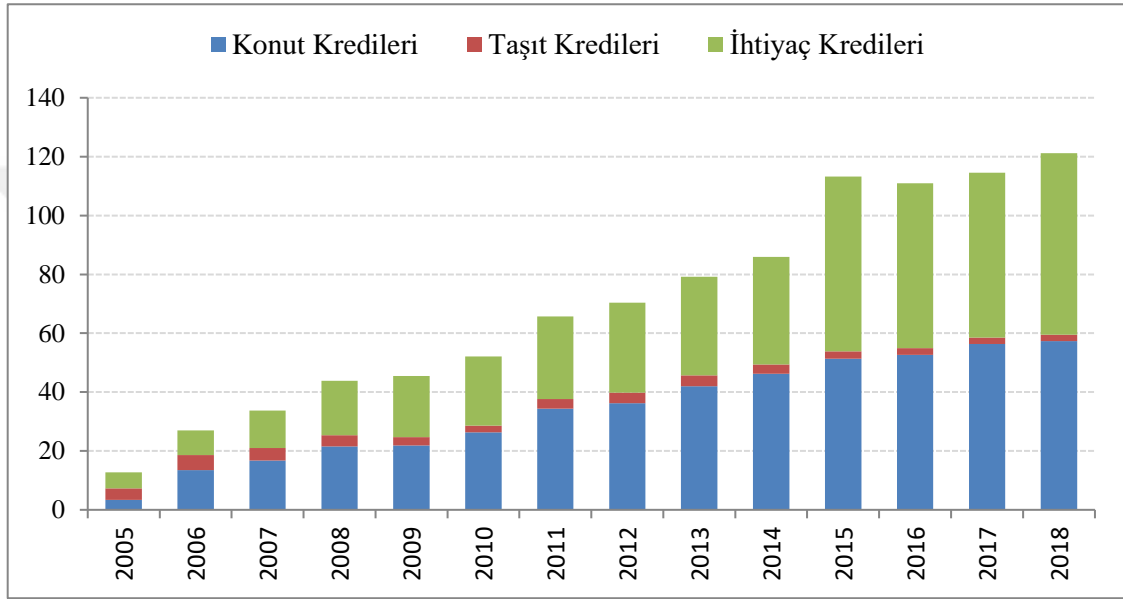
**Not:** 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır (26.08.2018 tarihinde yayınlanmış olan en son veriler, 2018 yılı Haziran ayına aittir. Bu nedenle tabloya en son 2018 yılı ilk 6 aylık verileri yansıtılabilmektedir).

Tablo 16'dan görüldüğü üzere; 2003 yılında konut kredilerinin, toplam tüketici kredileri içindeki payı %9.7 iken, son 16 yılda uygulanan inşaat sektörü liderliğindeki ekonomik büyüme modeli kapsamında konut kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payı 2017 yılında %46.2'ye yükselmiştir. BDDK'nın konut kredilerine getirdiği %75 sınırlamasının etkisiyle 2010 yılında %45.7 olan konut kredilerinin payının, 2012'de %43.2'ye kadar gerilediği görülmektedir. Bu veriye dayanarak BDDK'nın almış olduğu makro ihtiyati önlemlerin konut kredilerini frenleme noktasında etkin olduğu ifade edilebilir. Aynı dönemde taşıt kredilerinin payı ise %19.4'ten %1.8'e gerilemiştir. Taşıt kredilerinde 2012 sonrası dönemdeki düşüşün arkasında BDDK'nın bu konuda almış olduğu makro ihtiyati önlemlerin olduğu



düşünülmektedir. İhtiyaç kredilerine bakıldığında; 2005 yılında tüketici kredilerinin %36'sını oluşturan bu kredilerin, 2010 yılında %40.9'a kadar yükseldiği, BDDK tarafından getirilen sınırlandırmalarla birlikte 2014 yılında %34.8'e kadar gerilediği görülmektedir. BDDK'nın bu dönemde ihtiyaç kredilerini sınırlandırma konusunda başarılı olduğu, ancak 2015 yılından itibaren bu alanda ciddi bir bozulmanın yaşandığı görülmektedir. Tüketici kredileri türlerindeki değişim Grafik 28'den izlenebilmektedir.

**Grafik 28: Reel Tüketici Kredileri Türlerindeki Değişim**



**Kaynak:** BDDK (2018a, 2018b, 2018c, 2018d).

**Not:** 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır. Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Grafik 28'den de görüldüğü gibi; 2005'li yıllarda konut, taşıt ve ihtiyaç kredileri birbirine yakın iken, Türkiye'de kullanılan reel tüketici kredilerinin büyük kısmı konut kredileri ve ihtiyaç kredilerinden oluşmaktadır. 2015 yılında ihtiyaç kredilerinde önemli bir artışın yaşandığı dikkat çekmektedir.

BDDK ve diğer kurumlarca alınan makro ihtiyati kararların en önemli etkilerinden birisi de tüketici kredilerinin vade yapısı üzerinde gözlenmektedir. Bu konudaki veriler Tablo 17'de yer almaktadır.

**Tablo 17: Tüketici Kredilerinin Vade Yapısı**

	Toplam Tüketici Kredileri (Nominal, Milyar TL)	Toplam Tüketici Kredileri (Reel, Milyar TL)	Kısa Vadeli Tüketici Kredilerinin Payı (%)	Orta ve Uzun Vadeli Tüketici Kredilerinin Payı (%)
2003	2.5	2.5	65.1	34.9
2004	9.1	8.4	44.7	55.3
2005	17.7	15.1	26.3	73.7
2006	37.7	29.3	11.0	89.0
2007	51.6	36.9	10.2	89.8
2008	74.8	48.4	9.0	91.0
2009	83.7	51.0	7.0	93.0
2010	102.5	57.5	5.8	94.2
2011	145.2	76.4	4.0	96.0
2012	173.7	84.0	4.1	95.9
2013	211.2	95.0	4.0	96.0
2014	253.7	104.8	4.3	95.7
2015	295.4	113.3	4.5	95.5
2016	311.9	111.0	4.4	95.6
2017	357.7	114.6	4.3	95.7
2018	410.1	121.2	4.9	95.1

**Kaynak:** BDDK (2018a).

**Not:** Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 17'deki verilere göre 2003 yılında kullanılan tüketici kredilerinin %65'i kısa vadeli iken, 2008'den itibaren bu oran tek haneli hale gelmiş ve 2018 yılında %4.9 olmuştur. Bu tabloda tüketici kredilerinde yaşanan artış da dikkat çekicidir. 2003 yılında 2.5 milyar TL olan toplam tüketici kredileri, 2018 yılına kadar nominal olarak 164, reel olarak ise 48.48 kat artmıştır. Bu artış bir yandan ekonomik büyümeyi hızlandırırken, diğer yandan finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir.

### 3.5.2. Konut Kredilerine Yönelik Düzenlemeler

Finansal istikrarı sağlayabilmek, bankacılık sektörünü riskli işlemlerden uzak tutabilmek ve kredi riskini önlemek adına BDDK, 18 Ekim 2010'da yaptığı ve 1 Ocak 2011'den itibaren geçerli olacak şekilde, tüketici konut kredilerini, teminat altındaki mülkün değerine oranı en çok %75 olacak şekilde düzenlemiştir. Ticari gayrimenkul amaçlı kredilerde ise LTV oranı %50 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2011d: 28). Daha sonra BDDK tarafından konut kredilerinde uygulanan kredi-değer oranı üst sınırı Eylül 2016'da %75'ten %80'e çıkarılmıştır (Baziki, 2017). Konut kredilerinde yaşanan gelişmeler Tablo 18'de yer almaktadır.

**Tablo 18: Konut Kredilerinde Yaşanan Gelişmeler**

	Konut Kredileri (Nominal, Milyar TL)	Konut Kredileri (Nominal, % Değişim)	Konut Kredileri (Reel, Milyar TL)	Konut Kredileri (Reel, % Değişim)
2003	0.2	-	0.2	-
2004	1.2	401.9	1.1	362.1
2005	4.0	227.6	3.4	202.9
2006	17.3	338.0	13.5	299.6
2007	23.4	35.1	16.7	24.2
2008	33.4	42.5	21.6	29.0
2009	35.9	7.7	21.9	1.3
2010	46.9	30.5	26.3	20.2
2011	65.4	39.3	34.4	30.9
2012	75.0	14.8	36.3	5.4
2013	93.5	24.6	42.0	16.0
2014	111.9	19.7	46.2	10.0
2015	133.8	19.6	51.4	11.1
2016	148.0	10.6	52.7	2.6
2017	176.0	19.0	56.4	7.0
2018	193.9	10.2	57.3	1.6

**Kaynak:** BDDK (2018b); EVDS (2018b).

**Not:** Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 18'den de görüldüğü üzere nominal konut kredileri 2004-2008 döneminde çok ciddi artış göstermiş, Büyük Resesyon'un etkisiyle %7.7'ye kadar düşmüş, 2010-2011 döneminde uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle tekrar artmaya başlamıştır. Benzer bir değişimi reel konut kredilerinde de görmek mümkündür. BDDK tarafından 2010 yılında alınan konut kredisi önlemlerinin 2011 yılında çok işe yaramadığı; 2012 yılında TCMB'nin kredi hacmini %15 ile sınırlandırma politikasının bu noktada daha etkin olduğu ve bu sayede 2012 yılında reel konut kredileri artış hızının %5.4'e kadar düşürüldüğü görülmektedir. 2012 yılında düşen ekonomik büyüme oranını tekrar artırabilmek için uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle konut kredilerinin artış hızı 2013-2014 yıllarında yükselmiş olsa da 2016 ve 2018'de konut kredilerinin artış hızında belirgin bir düşüş olduğu görülmektedir. Ancak bu düşüşte BDDK'nın etkisini ayırtırmak güçtür.

### 3.5.3. Taşıtların Kredilerine Yönelik Düzenlemeler

BDDK, 31 Aralık 2013 tarihinde yaptığı düzenleme ile taşıtların kredilerini 48 ay ile sınırlandırmıştır. 2014 yılında taşıtların kredilerinde yaşanan hızlı artış, BDDK'yı taşıtların kredileri LTV oranlarında düzenleme yapmaya yönlendirmiştir. Taşıtların kredileri üzerindeki riski azaltabilmek için BDDK; değeri 50.000 TL veya altında olan taşıtlar

için LTV'yi %70 olarak belirlemiştir. Değeri 50.000 TL üzerinde olan taşıtlar için ise LTV oranı; 50.000 TL'ye kadar bölüm için %70, kredinin 50.000 TL'yi aşan kısmı için %50 olarak düzenlenmiştir (TCMB, 2014a: 55). BDDK bu yolla kredi kullanımını sınırlandırıp, varlık fiyatlarını azaltarak, bankacılık sektörünü sağlamlaştırmayı ve finansal istikrarı sağlamayı hedeflemiştir (Yurdabak, 2015: 130-132). Taşıtlar kredilerinde yaşanan gelişmeler Tablo 19'da yer almaktadır.

**Tablo 19: Taşıtlar Kredilerinde Yaşanan Gelişmeler**

	Taşıtlar Kredileri (Nominal, Milyar TL)	Taşıtlar Kredileri (Nominal, % Değişim)	Taşıtlar Kredileri (Reel, Milyar TL)	Taşıtlar Kredileri (Reel, % Değişim)
2003	0.5		0.5	
2004	2.9	507.9	2.7	459.8
2005	4.6	57.8	3.9	45.9
2006	6.6	42.3	5.1	29.8
2007	6.0	-9.6	4.3	-16.9
2008	5.7	-3.7	3.7	-12.8
2009	4.7	-18.2	2.9	-23.0
2010	4.2	-10.5	2.4	-17.6
2011	6.2	46.6	3.2	37.7
2012	7.3	18.8	3.5	9.1
2013	8.0	9.8	3.6	2.1
2014	7.7	-4.3	3.2	-12.1
2015	6.4	-16.3	2.5	-22.2
2016	6.4	-1.2	2.3	-8.3
2017	6.5	2.8	2.1	-7.5
2018	7.3	11.4	2.2	2.7

**Kaynak:** BDDK (2018c); EVDS (2018b).

**Not:** Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 19'dan da görüldüğü üzere; 2003 yılında 0.5 milyar TL olan taşıtlar kredileri, 2004 sonrasında ciddi bir artış göstererek, 2006 yılında 6.6 milyar TL'ye kadar yükselmiştir. 2007 ve sonrasında azalmaya başlayan konut kredileri 2010 yılında 4.2 Milyar TL'ye kadar geriledikten sonra tekrar artmaya başlamıştır. BDDK'nın Aralık 2013'te aldığı makro ihtiyati önlemin etkisiyle 2014 yılı ve sonrasında taşıtlar kredilerinde gözle görünür bir azalma yaşanmıştır. Bu kapsamda 2015 yılında reel taşıtlar kredilerindeki değişim %-22.2 olmuştur. Bu açıdan bakıldığında BDDK'nın taşıtlar kredilerine yönelik olarak aldığı makro ihtiyati önlemlerin, taşıtlar kredilerini kontrol altına alma ve bu yolla finansal istikrarı sağlama konularında başarılı olduğu söylenebilir.

### **3.5.4. Kredi Kartı Asgari Ödeme Oran Değişiklikleri**

BDDK tarafından 17 Aralık 2010 tarihinde Banka Kartları ve Kredi Kartları Hakkında Yönetmelik'te değişiklik yapılarak, kredi kartı asgari ödeme oranları yeniden düzenlenmiştir. Bu değişiklik öncesinde kredi kartı limitinden bağımsız olarak %20 olan asgari ödeme oranı, bankalar tarafından yeni verilen kredi kartlarında %40'a çıkartılırken, mevcut kartlarda ise kredi kartı limitine göre farklılaşan şekilde ve 3 yıllık zaman dilimine yayılı olarak yukarı doğru yeniden düzenlenmiştir. 2015 yılına kadar yapılan kademeli artışlarla birlikte mevcut kredi kartlarının asgari ödeme oranları; limiti 15000 TL'ye kadar olanlar için %30, 15000-20000 TL arasında olanlar için %35, 20000 TL üzerinde olanlar için de %40 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2014a: 52). Kredi kartı asgari ödeme oranlarının artırılması ile faizlendirilen tutarın düşürülerek hanehalkı borçluluk seviyesinin aşağı çekilmesi amaçlanmıştır.

### **3.5.5. Kredi Kartından Nakit Çekimine Yönelik Düzenlemeler**

17 Aralık 2010'da yapılan ve 17 Haziran 2011'de uygulanmaya başlanan değişiklikle, aynı takvim yılı içinde en fazla üç defa borcun %50'sine kadar ödenen kredi kartlarından nakit çekilemeyeceği karara bağlanmıştır. 8 Ekim 2013 tarihinde yapılan değişiklikle aynı takvim yılı içinde asgari ödeme tutarının üç defa ödenmemesi halinde kredi kartının nakit çekimine kapatılacağı, art arda üç defa kredi kartı borcunun ödenmemesi halinde ise kredi kartının alışverişe ve nakit çekimine kapatılacağı kararlaştırılmıştır (TCMB, 2014a: 53).

Kredi kartları kullanılarak çekilen krediler (nakit kullanımları) Tablo 20'de yer almaktadır.

**Tablo 20: Kredi Kartları Kullanılarak Çekilen Krediler**

	Kredi Kartlarından Çekilen TL Cinsi Krediler (Milyar TL)	Kredi Kartlarından Çekilen Döviz Cinsi Krediler (Milyar TL)	Kredi Kartlarından Çekilen Toplam Krediler (Milyar TL)
2003	4.8	0.03	4.8
2004	8.2	0.05	8.2
2005	14.6	0.05	14.7
2006	18.6	0.03	18.6
2007	23.3	0.06	23.3
2008	29.6	0.06	29.7
2009	34.2	0.04	34.3
2010	38.8	0.05	38.9
2011	47.8	0.07	47.9
2012	63.2	0.08	63.2
2013	82.4	0.10	82.6
2014	88.1	0.10	88.2
2015	86.5	0.11	86.7
2016	95.7	0.11	95.9
2017	103.2	0.14	103.4
2018	119.7	0.23	119.9

Kaynak: BDDK (2018h).

Tablo 20'den de görüldüğü üzere; kredi kartlarından çekilen nakitlerin çok büyük bir kısmı Türk Lirası cinsi paralardan oluşmaktadır. 2003 yılında 4.8 milyar TL olan bu krediler, 2018 yılı ilk 5 aylık döneminde 119.9 milyar TL'ye ulaşmıştır. BDDK tarafından 2016 yılında alınan makro ihtiyati önlemlerle birlikte 2014 yılında artış hızı düşen kredi kartlarından çekilen krediler, 2015 yılında ise kısmen azalmıştır. 2018 yılının ilk 6 aylık döneminde bu kredilerde yaşanan artış 16.5 milyar TL'ye ulaşarak, finansal sistemi tehdit edebilecek boyuta ulaşmıştır.

### 3.5.6. Kredi Kartlarının Toplam Limitine Yönelik Düzenlemeler

8 Ekim 2013'te yapılan değişiklikle; kredi kartı sahibinin, tüm bankalardan alabileceği kartlarla sağladığı kredi kartı limitinin aylık ortalama net gelirinin dört katından fazla olamayacağı, düzenleme öncesinde toplam kart limitleri aylık ortalama net gelirinin dört katından fazla olan kişilerin ise limit artırımını yapamayacakları kararlaştırılmıştır (TCMB, 2014a: 53-55). Yine bu yönetmelikte; ilk defa kredi kartı alacak kişilerin kart limitlerinin, aylık net gelirlerinin 2 katını aşamayacağı hükme bağlanmıştır.

Bu yolla kişilerin ödeyebilecekleri kadar kredi kartı kullanmalarının önü açılarak, kredi kartı kaynaklı aşırı kredi genişlemesine ve ödenemeyen kredilere bağlı finansal riskler azaltılmaya çalışılmıştır (Eroğlu, 2018: 44).

### 3.5.7. Kredi Kartı Alışverişlerine Yönelik Düzenlemeler

Banka Kartları ve Kredi Kartları Hakkında Yönetmelik'te 17.12.2010 tarihinde yapılan ve 17.06.2011 tarihinde yürürlüğe giren değişiklikle, bir takvim yılı içinde 3 defa, dönem borcunun %50'sinin altında ödeme yapılan kredi kartlarının limitlerinin, borcun tamamının ödenmesine kadar artırılamayacağı ve bu kartların nakit kullanımına kapatılacağı hüküm altına alınmıştır. Bu yönetmelikte 08.10.2013'te yapılan değişiklikle de, bir takvim yılı içinde asgari ödeme tutarı 3 defa ödenmeyen kredi kartlarının, nakit kullanımına kapatılması hükmü getirilmiştir (Eroğlu, 2018: 43).

BDDK'nın 31 Aralık 2013 tarihinde yaptığı değişiklikle kredi kartı ile yapılan alışverişler ve nakit çekimlerde taksit sayısı en fazla 9 olarak belirlenmiştir. 1 Şubat 2014'ten itibaren uygulanmaya başlanan taksit sınırlaması ile cep telefonu, diğer telekomünikasyon ürünleri, kuyumculuk sektörü, gıda ve akaryakıt harcamalarında taksitli alışveriş yapma imkânı kaldırılmıştır. 22 Ekim 2014'te yapılan değişiklikle kuyumculuk sektöründeki harcamalarda dört taksite kadar izin verilmiştir. Özellikle telekomünikasyon harcamalarının taksitle yapılmasının engellenmesi yoluyla, ithalata dayalı tüketim azaltılarak cari işlemler açığı düşürülmeye çalışılmıştır (TCMB, 2014a: 54).

BDDK, 14 Ağustos 2018 tarihinde yapmış olduğu değişiklikle kredi kartı ile yapılan alışverişlerde ve nakit çekimlerde taksit sayısını en fazla 12 olarak belirlemiştir. Taksitlendirme süresi hususunda elektronik eşya alımlarında 3 ay, bilgisayar alımlarında 6 ay ve sağlık ürünleri alımlarında 9 ay üst sınırı uygulanmaya başlanmıştır. İlgili yönetmelikte yer alan istisnalar hariç olmak üzere tüketici kredilerinin vadesinde 36 ay, taşıt kredilerinin vadesinde 48 ay ve cep telefonu, tablet ve bilgisayar alımı amacıyla kullanılan kredilerin vadesinde 6 ay üst sınırı şart koşulmaya başlanmıştır. Bu yönetmelikte yer alan maddeler, ithalata dayalı tüketimin azaltılmaya çalışıldığını ve bu yolla cari işlemler açığının düşürülmesinin hedeflendiğini göstermektedir. Aynı zamanda bu yolla döviz talebi azaltılarak, kur artışı önlenmeye çalışılmıştır (BDDK, 2018). Kredi kartlarıyla yapılan taksitli alışverişlerdeki değişim Tablo 21'den izlenebilmektedir.

**Tablo 21: Kredi Kartlarıyla Yapılan Taksitli Alış Verişlerdeki Değişim**

	Bireysel Kredi Kartları - Taksitli Alış Veriş Miktarı (Nominal, Milyar TL)	Bireysel Kredi Kartları - Taksitli Alış Veriş Miktarı (Nominal, % Değişim)	Bireysel Kredi Kartları - Taksitli Alış Veriş Miktarı (Reel, Milyar TL)	Bireysel Kredi Kartları - Taksitli Alış Veriş Miktarı (Reel, % Değişim)
2005	3.4	-	2.9	-
2006	6.7	94.5	5.2	77.5
2007	9.1	36.5	6.5	25.5
2008	11.0	20.2	7.1	8.8
2009	11.4	4.0	6.9	-2.1
2010	15.0	31.4	8.4	21.0
2011	20.1	34.3	10.6	26.2
2012	28.1	39.3	13.6	27.9
2013	41.2	46.7	18.5	36.4
2014	38.5	-6.5	15.9	-14.1
2015	32.1	-16.4	12.3	-22.4
2016	34.9	8.7	12.4	0.8
2017	37.8	8.1	12.1	-2.7
2018	41.3	9.4	12.2	0.9

**Kaynak:** BDDK (2018f).

**Not:** Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 21’den de görüldüğü üzere; bireysel kredi kartlarıyla yapılan taksitli alışveriş miktarı 2006’da nominal olarak %94.5, reel olarak %77.5 artarken, Büyük Resesyon’un etkisiyle artış hızı %4’e düşmüş, hatta reel olarak %2.1 azalmıştır. BDDK’nın aldığı makro ihtiyati önlemlerle reel olarak 2014 yılında %14.1, 2015 yılında %22.4 azalan taksitli alışveriş miktarı 2016’da %0.8, 2018’de %0.9 artmış, ekonominin %7.4 büyüdüğü 2017 yılında bile %2.7 küçülmüştür. Bu yönüyle BDDK’nın, taksitli kredi kartı alışverişlerini sınırlandırmada oldukça başarılı olduğu görülmüştür.

Kredi kartlarıyla yapılan taksitsiz alışverişlerdeki değişim Tablo 22’den izlenebilmektedir. Tablo 22’deki verilere bakıldığında BDDK’nın elektronik eşyalar, gıda maddeleri ve akaryakıtta getirdiği taksitli alışveriş yasağının etkisiyle 2014 yılında reel nakit kredi kartlı alışveriş miktarının %6.6 arttığı görülmektedir. BDDK bu yolla batık kredi riskini azaltmada başarılı bir adım atmıştır. 2015 ve sonrasında yapılan reel kredi kartlı nakit alışverişin azalmaya başladığı, 2018 yılında tekrar artma eğilimine girdiği görülmektedir.



**Tablo 22: Kredi Kartlarıyla Yapılan Taksitsiz Alış Verişlerdeki Değişim**

	Bireysel Kredi Kartları - Taksitsiz Alış Veriş (Nominal, Milyar TL)	Bireysel Kredi Kartları - Taksitsiz Alış Veriş (Nominal, % Değişim)	Bireysel Kredi Kartları - Taksitsiz Alış Veriş (Reel, Milyar TL)	Bireysel Kredi Kartları - Taksitsiz Alış Veriş (Reel, % Değişim)
2005	11.0	-	9.4	-
2006	11.5	4.6	9.0	-4.6
2007	13.6	18.0	9.7	8.5
2008	17.8	31.0	11.5	18.6
2009	22.0	23.2	13.4	15.9
2010	22.7	3.4	12.7	-4.7
2011	25.8	13.5	13.6	6.6
2012	31.5	22.2	15.2	12.2
2013	33.8	7.4	15.2	-0.1
2014	39.2	16.0	16.2	6.6
2015	40.9	4.3	15.7	-3.1
2016	44.1	7.7	15.7	-0.1
2017	45.2	2.7	14.5	-7.6
2018	51.5	13.8	15.2	5.0

**Kaynak:** BDDK (2018g).

**Not:** Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Yapılan düzenlemeler neticesinde kredi kartlarıyla yapılan toplam harcamalardaki değişimler Tablo 23'te yer almaktadır.

**Tablo 23: Kredi Kartlarıyla Yapılan Toplam Harcamalar**

	Kredi Kartları (Nominal, Milyar TL)	Kredi Kartları (Nominal, % Değişim)	Kredi Kartları (Reel, Milyar TL)	Kredi Kartları (Reel, % Değişim)
2003	4.8	-	4.8	-
2004	8.2	69.8	7.6	56.4
2005	14.7	78.9	12.5	65.3
2006	18.6	26.6	14.5	15.5
2007	23.3	25.3	16.7	15.2
2008	29.7	27.2	19.2	15.2
2009	34.3	15.5	20.9	8.7
2010	38.9	13.5	21.8	4.5
2011	47.9	23.0	25.2	15.5
2012	63.2	32.2	30.6	21.4
2013	82.6	30.5	37.1	21.4
2014	88.2	6.8	36.4	-1.8
2015	86.7	-1.8	33.3	-8.8
2016	95.9	10.6	34.1	2.6
2017	103.4	7.8	33.1	-3.0
2018	119.9	16.0	35.4	7.0

**Kaynak:** BDDK (2018e).

**Not:** Reelleştirme işlemi, TÜFE (2003=100) serisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Kredi kartlarıyla yapılan toplam alışverişteki değişimleri daha net ortaya koyabilmek için Tablo 23'te nominal değerler ile birlikte reel değerlere de yer verilmiştir. Nominal değerlere bakıldığında 2003 yılında 4.8 milyar TL olan kredi

kartıyla alış veriş miktarının, 2018 yılında yaklaşık 25 katına çıkararak 119.9 milyar TL'ye ulaştığı görülmektedir. Yıllık değişim oranlarına bakıldığında 2005 yılında %78.9 şeklinde çok yüksek artış oranları dikkati çekmektedir. Enflasyon etkisinden arındırılmış reel değerlere bakıldığında; kredi kartlarıyla yapılan harcamaların 2003-2018 arasında yaklaşık 7 katına çıktığı, yine en yüksek artışın % 65.3 ile 2005 yılında yaşandığı görülmektedir<sup>136</sup>. Reel kredi kartlı alış verişin 2018 yılında artış göstermesinin ardından kredi kartı işlemlerinde uygulanacak azami faiz oranlarında bazı değişiklikler yapılması kararlaştırılmıştır. Bu bağlamda 01.10.2018 tarihinden itibaren, Türk Lirası cinsinden kredi kartı işlemlerinde uygulanacak aylık akdi faiz oranı %2.25, aylık azami gecikme faiz oranı %2.75; yabancı para cinsinden kredi kartı işlemlerinde uygulanacak aylık azami akdi faiz oranı %1.80, aylık azami gecikme faiz oranı %2.30 olarak işleme alınmaya başlanmıştır<sup>137</sup>(TCMB, 2018ze).

Tablo 23'te, BDDK tarafından 2013 yılında kredi kartı limitlerine ve taksit sayılarına getirilen sınırlamaların etkilerine bakıldığında; nominal kredi kartı harcamalarının artış hızının 2013'teki %30.5'ten 2014 yılında %6.8'e indirildiği, 2015 yılında ise %1.8 azaldığı görülmektedir. Reel değerlere bakıldığında ise 2013 yılından itibaren kredi kartı kullanım hızının negatife döndüğü, 2014'te %1.8, 2015'te %8.8, 2017'de %3 azaldığı görülmektedir. Bu noktada BDDK'nın uyguladığı makro ihtiyati politikaların başarılı olduğu söylenebilmektedir. Bu tabloda ilginç olan bir nokta da, ekonominin reel olarak %7.4 büyüdüğü 2017 yılında, reel olarak kredi kartı kullanımının düşmüş olmasıdır. Bu veri, söz konusu ekonomik büyümenin, hanehalkının tüketim harcamalarıyla değil, kamu harcamalarıyla gerçekleştiği izlenimini oluşturmaktadır.

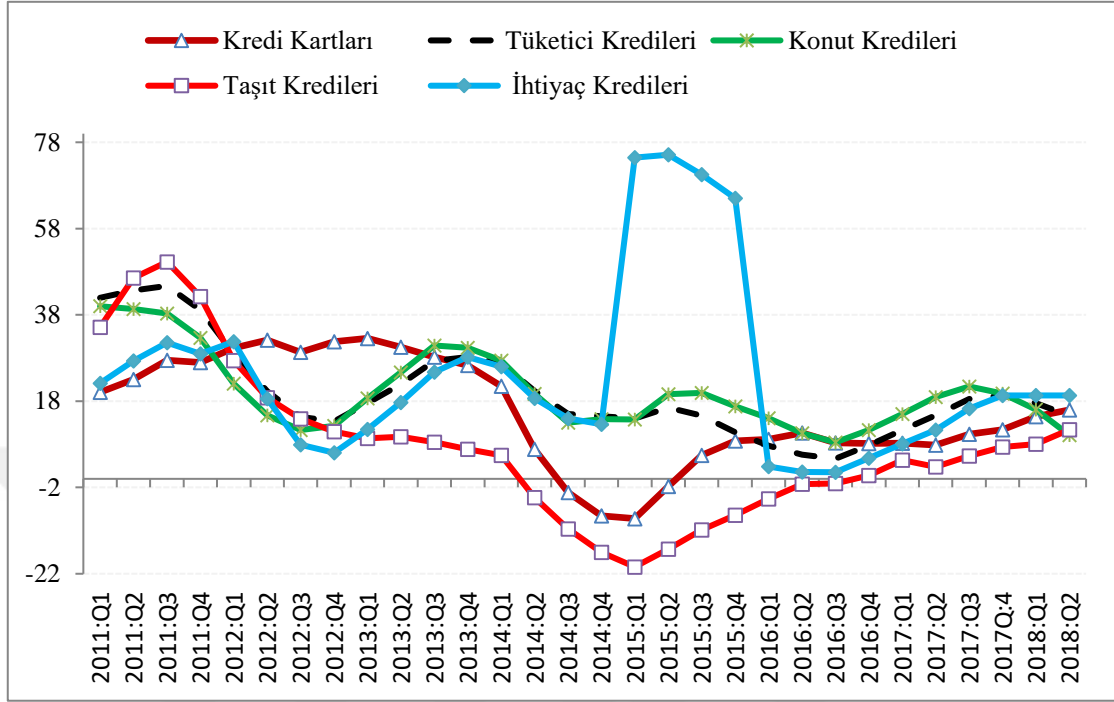
---

<sup>136</sup> 2005 yılındaki bu artışın arkasında; 2002-2005 döneminde ABD'de yaşanan likidite genişlemesi, şubat 2001 Krizi ile ertelenen tüketim talebi, 2004 yılında AB ile tam üyelik müzakerelerinin başlatılmasıyla ülkede geleceğe olan güven artışı gibi faktörlerin olduğu düşünülmektedir.

<sup>137</sup> Daha nceki döneme ait kredi kartı işlemlerinde, Türk Lirası için uygulanan aylık azami akdi faiz oranı %2.02, aylık azami gecikme faiz oranı %2.52; yabancı para için uygulanan aylık azami akdi faiz oranı %1.62, aylık gecikme oranı %2.12 olarak işletilmekteydi (TCMB, 2018ı).

Bireysel kredilerdeki yıllık büyüme oranları Grafik 29’da yer almaktadır.

**Grafik 29: Bireysel Kredilerdeki Yıllık Büyüme Oranları**



**Kaynak:** BDDK (2018i).

Grafik 29’den de görüldüğü üzere BDDK tarafından alınan makro ihtiyati önlemler en fazla taşıt kredileri ve kredi kartları üzerinde etki etmiştir. Öyle ki 2011 yılında en fazla artış gösteren kredi türü olan taşıt kredileri, BDDK’nın aldığı önlemlerle birlikte hızla azalmaya başlamış, 2014-2016 döneminde negatif değerler almıştır. Kredi kartlarıyla yapılan alışverişler 2011-2013 döneminde artmış, sonrasında alınan önlemlerle birlikte 2014-2015 döneminde negatife dönmüştür. Konut kredileri ve ihtiyaç kredileri en fazla dalgalanan kredi türleri olup, 2012 yılında kredi hacminin %15 ile sınırlandırılması kararının etkisiyle azalmıştır; 2013’te gevşetilen para politikalarına bağlı olarak artmış, sonrasında dalgalı bir seyir izlemiştir. Grafik 29’da en dikkat çekici değişim; 2015 yılında ihtiyaç kredilerinde yaşanmıştır. Diğer kredi türlerinin sınırlandırılmasına bağlı olarak, bireylerin ihtiyaç kredisi taleplerinde patlama yaşanmış ve bu krediler, bir önceki yılın aynı dönemine göre %78 oranında artmıştır.

### 3.5.8. İhracat Kredilerine ve KOBİ Kredilerine Yönelik Risk Ağırlığı ve Karşılık Oranları Düzenlemeleri

BDDK, 2013 yılında yürürlüğe koyduğu makro ihtiyati önlemler çerçevesinde, ihracat kredilerine ve KOBİ kredilerine yönelik olarak risk ağırlığı ve karşılık oranları gibi konularda gerekli düzenlemeleri yapmıştır. Bu kapsamda genel karşılık oranları; ihracat kredileri için %1'den %0'a düşürülmüştür; KOBİ'lere kullanılan nakdi krediler için %1'den %0.5'e düşürülmüştür; KOBİ'lere kullanılan gayri nakdi krediler için de %1 olarak belirlenmiştir (BDDK, 2014: 52).

### 3.5.9. Sermaye Yeterliliği Hesaplaması Risk Ağırlığı Düzenlemeleri

BDDK, sermaye yeterliliği hesaplamasında %100 olarak dikkate alınan ihtiyaç kredilerinin risk ağırlıklarını; 18 Haziran 2011'den sonra kullanılan ihtiyaç kredilerinin kalan vadesi 1-2 yıl arasında olanlar için %150, kalan vadesi 2 yıldan fazla olanlar için %200 olarak hesaplamaya dâhil etmiştir (TCMB, 2011e: 35-36). Bu konuda daha ayrıntılı bilgi sunabilmek için Tablo 24 oluşturulmuştur.

**Tablo 24: Bankaların Sermaye Yeterliliği Hesaplamasında BDDK Tarafından Yapılan Risk Ağırlığı Düzenlemeleri**

Düzenleme Tarihi	Kredi Türü	Vadesi	Risk Ağırlığı	
			Düzenleme Öncesi	Düzenleme Sonrası
22.03.2008	Kredi Kartı	6-12 ay	%100	%150
		12 aydan uzun	%100	%200
18.06.2011	Konut ve taşıt kredileri haricindeki tüketici kredileri	1-2 yıl	%100	%150
		2 yıldan uzun	%100	%200
08.10.2013	Kredi kartları	1-6 ay	%75	%100
		6-12 ay	%150	%200
		12 aydan uzun	%200	%250
08.10.2013	Taşıt Kredileri	1-2 yıl	%75	%150
		2 yıldan uzun	%75	%200
23.10.2015	Kredi Kartı Harcama Limiti Taahhütlerine Ve Çekler İçin Ödeme Taahhütleri		%20	%50
20.01.2016	İkamet Amaçlı Gayrimenkullerin Tümü Üzerinde Tesis Edilen İpotekle Tamamı Teminatlandırılmış Alacakların Risk Ağırlığı		%50	%35
12.06.2018	Bankaların Sermaye Yeterliliği Hesaplamaları Kapsamında Perakende Alacak Sınıfına Dâhil Edecekleri Risklerinin Belirlenmesinde Kullanılan Perakende Kredi Limiti		4.200.000 TL	5.500.000 TL
	Kredi Kartı ve Tüketici Kredileri		%100-250	%75

**Kaynak:** TCMB (2014a: 56), BDDK (2015) ve BDDK (2018j).

Tablo 24'ten de görüldüğü üzere BDDK, kredi kullanım vadelerini kısaltıp, kredilerin risk ağırlıklarını artırarak, bankacılı sektörünü kredi riskinden korumayı ve bu yolla finansal istikrara katkı sağlamayı hedeflemiştir.

### **3.6. HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER**

Hazine Müsteşarlığı, ana sorumluluk alanı olan kamunun finansmanın yanında, sigorta ve bireysel emeklilik şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesinden de sorumludur (TCMB, 2014b: 3). Bunun yanında Hazine Müsteşarlığı her ay hazırlayıp yayınladığı “Türkiye Ekonomisi” başlıklı sunum ile Türkiye ile başlıca diğer ülke verilerini kıyaslama yapmakta ve ülkeye ilişkin ekonomik gelişmeler konusunda kamuoyunu bilgilendirmektedir<sup>138</sup>.

Hazine Müsteşarlığı, Büyük Resesyon'dan sonra, risk analizi hesaplamalarında sadece cari dönem bütçe açığını değil, kamu borç stokunu da göz önünde bulundurmaya başlamıştır. Yani artık borçlanmaya değil, borç stokunun çevrilebilirliğine odaklanılmıştır. Çünkü Hazine, temerrüde düşebilecek (ödemelerini gerçekleştiremez hale gelebilecek) ve sistemik riske neden olabilecek en büyük kurumların başında gelmektedir. Bu bağlamda, finansal istikrarın sağlanabilmesi için Hazine'nin temerrüde düşmesine izin verilmemelidir (Hazırolan, 2012: 567).

Hazine Müsteşarlığı, 2010 yılından itibaren uygulanmakta olan makro ihtiyati önlemler çerçevesinde, içinde yer aldığı Sistemik Risk Değerlendirme Grubu, Finansal Sektör Komisyonu ve Finansal İstikrar Komitesi'ndeki diğer paydaşlarıyla birlikte; sistemik risklerin izlenmesi, önlenmesi ve sistemik risk yönetimine ilişkin eşgüdümün sağlanmasından sorumlu bulunmaktadır. Aynı zamanda, 8 Haziran 2011'de kurulan Finansal İstikrar Komitesi'nin sekretaryasını da yürütmekte olup, bu komite ile birlikte aşağıdaki sorumlulukları yerine getirmeye çalışmaktadır (Fendoğlu, 2015: 32):

- Finansal sistemin genelini etkileyebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve önlenmesi,

<sup>138</sup> Bu konuda örnek olarak Haziran 2018 sunumu için bakınız: <https://www.hazine.gov.tr/arama-sonucu?txtSearch=%20ekonomik%20g%C3%B6r%C3%BCn%C3%BCm>

- Tespit ettiği sistemik risklerden, çözümünü kendi yetki alanına girmeyen konularda, ilgili kurumların uyarılması,
- Görev alanıyla ilgili kamu kurumları ve özel sektörden gerekli bilgileri toplamak, gerekli politikaları belirlemek ve bunların uygulanması konusunda ilgili kurumlar arasındaki koordinasyonu sağlamak.

Hazine Müsteşarlığı ayrıca, sigortacılık ve bireysel emeklilik şirketlerini denetleme ve düzenlemeden sorumlu olup, bu vazifelerini yerine getirebilmek için kendi bünyesinde, Sigorta Denetleme Kurulu Başkanlığı'na ve Sigortacılık Genel Müdürlüğü'ne sahiptir. Sigortacılık Genel Müdürlüğü'ne bireysel emeklilik şirketlerini denetleme ve düzenleme vazifeleri, 28.03.2001 tarih ve 4632 sayılı kanunla verilmiştir.

Hazine Müsteşarlığı; sigorta şirketlerine yapılacak denetimler ve alınması gereken makro ihtiyati önlemler çerçevesinde Eylül 2015'te yayınlamış olduğu tebliğde, sadece bireysel sigorta şirketlerinin değil, aynı zamanda sigorta gruplarının da denetlenmesinin sektördeki riskleri minimize etmede yararlı olacağını vurgulamıştır. Bu konuda G-20, IMF ve Dünya Bankası tarafından ortaya konulan Finansal Sektörleri Değerlendirme Mekanizması (Financial Sector Assessment Program: FSAP) standartların uygulanmasına karar vermiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2015: 2). Bu kapsamda Hazine Müsteşarlığı, uluslararası aktif sigorta gruplarının denetimi için ortak çerçeve (ComFrame) tasarısına uygun olarak gerekli denetim ve düzenlemelere hız vermiş ve bu bağlamda, finansal gruplara "Finansal Sağlık Analizleri" yapmaya başlamıştır.

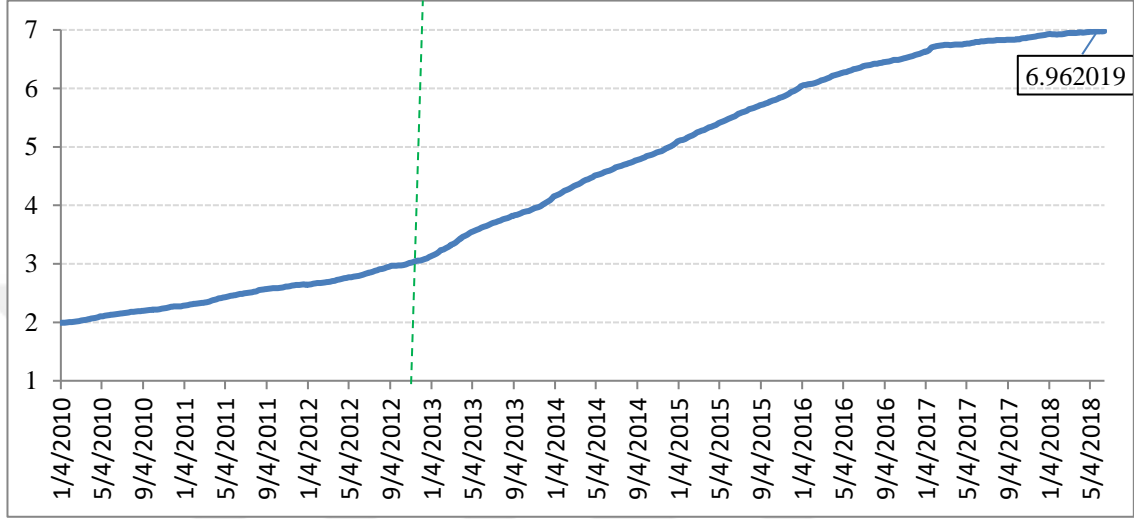
Hazine Müsteşarlığı'nın ve Hükümet'in aldığı makro ihtiyati önlemlerle hanehalkının tasarrufları artmaya<sup>139</sup>, borçluluk seviyesi azalmaya başlamıştır. Özellikle 1 Ocak 2013'te başlatılan Bireysel Emeklilik Sistemine (BES) giriş yapanlara, kişilerin yatırdıkları miktarın %25'i kadar devlet teşviki uygulamasının başlamasının da ülkedeki

---

<sup>139</sup> Türkiye ekonomisinin son yıllardaki en önemli kırılganlık noktalarından birini; yurtiçi tasarrufların düşüklüğü nedeniyle oluşan dış finansmana (dış borçlanmaya) duyulan yüksek ihtiyaç oluşturmaktadır. 2013 yılı itibarıyla Türkiye'de yurtiçi tasarruflar/GSYH %13.1, yurtiçi yatırımlar/GSYH %21 olup, aradaki fark olan %7.9 ülkenin cari işlemler açığına karşılık gelmektedir (Göçer ve Akın, 2016: 180). Artan BES ve diğer fonlar, Türkiye'nin yurtiçi tasarruf oranını artırıp, cari işlemler açığını azaltacaktır. Cari işlemler açığı; hem dış ticaret açığının üzerine net hizmet gelirlerinin eklenmesiyle hem de yatırım-tasarruf dengesiyle hesaplanabilmektedir (Uygur, 2012: 10).

mevduatların artmasında önemli rolü bulunmaktadır. 2013 yılı başında 3 milyon kişi olan BES katılımcısı sayısı 2015 yılı sonuna kadar 6 milyon kişiye, fon büyüklüğü 20 milyar TL'den 48 milyar TL'ye yükselmiştir (Şimşek, 2016: 58). BES'e katılan kişi sayısındaki değişim Grafik 30'da görülmektedir.

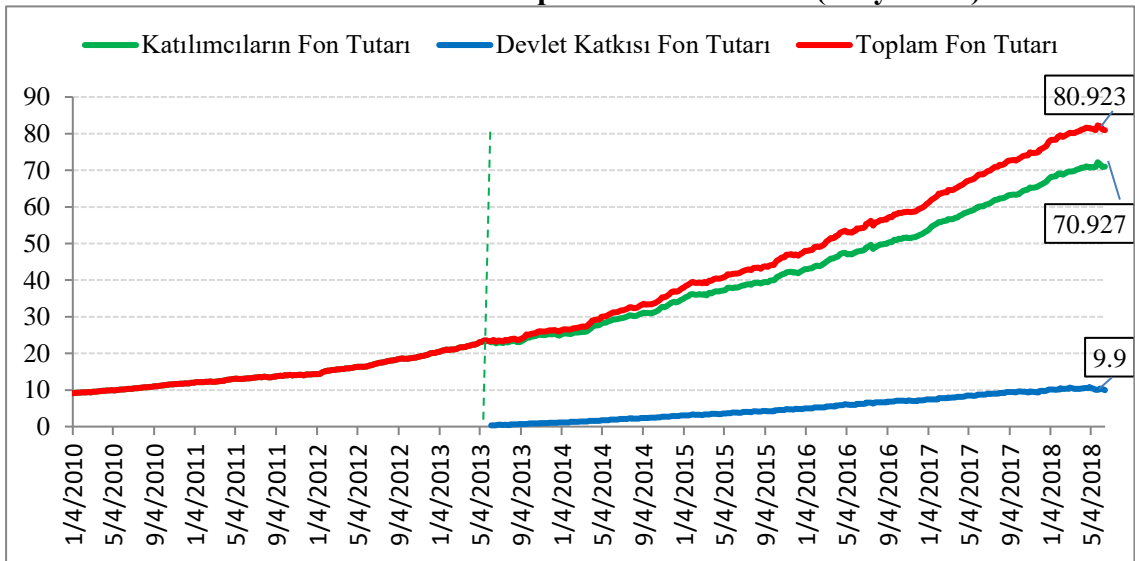
**Grafik 30: BES'e Katılan Kişi (Milyon Kişi)**



**Kaynak:** Emeklilik Gözetim Merkezi (2018f).

Grafik 30'dan da görüldüğü gibi 2010 yılında 2 Milyon kişi BES'e dâhil iken %25 devlet teşvikinin başladığı 2013 yılından itibaren bu sayı hızla artmaya başlamış ve 15 Haziran 2018 itibarıyla 7 milyon kişiye yaklaşmıştır. BES'te toplanan fon miktarındaki değişimler Grafik 31'de yer almaktadır.

**Grafik 31: BES'te Toplanan Fon Miktarı (Milyar TL)**



**Kaynak:** Emeklilik Gözetim Merkezi (2018f).

Grafik 31 incelendiğinde; 2013 yılına kadar düşük olan BES fon miktarının, bu tarihten sonra getirilen devlet teşvikleri sayesinde hızla artmaya başladığı görülmektedir. 15 Haziran 2018 tarihi itibarıyla BES'e bireyler tarafından yatırılan fonların miktarı 71 milyar TL'ye, devlet katkısı 10 milyar TL'ye yaklaşmış olup, sistemde 81 milyar TL civarında fon toplanmış bulunmaktadır. Bu fonların iyi yönetilmesi ve katılımcılarına reel getiri sağlayacak alanlarda değerlendirilmesi, sistemden çıkmak isteyen kişilere gerekli kolaylıkların sağlanması ve herhangi bir hak kabına uğramamaları, bu sistemin başarısının ve katılımın artarak devam etmesinin en önemli sebeplerindendir<sup>140</sup>. 15 Haziran 2018 tarihi itibarıyla BES sistemine ait özet veriler Tablo 25'te yer almaktadır.

**Tablo 25: BES Sistemine Ait Özet Veriler (15.06.2018)**

<b>Katılımcıların Fon Tutarları</b>	70.981 Milyon TL
<b>Devlet Katkısı Fon Tutarı</b>	9.943 Milyon TL
<b>Şirketlerin Katılımcılarının Toplamı</b>	6.979.142 Kişi
<b>Katkı Payı Tutarı</b>	55.999,2 Milyon TL
<b>Yatırıma Yönelen Tutar</b>	55.152,6 Milyon TL

**Kaynak:** Emeklilik Gözetim Merkezi (2018a).

Tablo 25'ten de görüldüğü üzere BES'te toplanan fon miktarı 71 milyar TL'ye, sisteme katılan kişi sayısı 7 milyon kişiye yaklaşmıştır. Hükümet, BES'e katılımı artırıp bu bağlamda, yurtiçi tasarruf düzeyini yükseltebilmek için 1 Ocak 2017'den itibaren, 45 yaşın altındaki tüm çalışanları BES'e otomatik olarak geçirerek, kişilerin maaşlarından BES kesintisi yapılmasını başlatmıştır (NTV, 2018). Dileyen kişilerin sistemden çıkmasına da izin verilen bu sistem, ülkenin dış finansmana olan ihtiyacını azaltmada önemli bir adım olarak görülmektedir. BES'e Otomatik Katılım Sistemi OKS adını almaktadır ve bu yolla bireysel emeklilik sistemine katılan kişi sayısı ve fon miktarına ilişkin veriler Tablo 26'da görülmektedir.

<sup>140</sup> Bu konuda 1990 yılında kurulan Norveç Yatırım Fonu örnek alınabilir. Bu fon; ülkenin petrolden elde ettiği gelirlerin belirli bir bölümünün aktarılması neticesinde ileride petrol gelirleri bittiğinde veya düştüğünde kullanılmak üzere oluşturulmuş olup, zarar ettirilmemesine büyük önem gösterilmektedir. 2017 yılında 131 Milyar Dolar kar eden bu fonun toplam büyüklüğü 1 Trilyon Doları aşmış bulunmaktadır (Fulin, 2017). Türkiye bu konuda kötü tecrübelerle sahip olup, 1990'lı yıllardaki Konut Edindirme Yardımı (KEY)'nin ve diğer fonların iyi yönetilememesi, insanları bu tür fonlara karşı çekimser durmaya itmektedir. Günümüzde BES ile ilgili en önemli sorunlar ise; bankaların yüksek hesap işletim ücreti ve masraf kesintileri, fonlara reel getiri sunulmaması, sistemden 10 yıldan önce çıkmak isteyenlerden yapılan yüksek kesintiler, devlet katkılarının çok geç (54 yaşına gelince) ödenecek olması gibi faktörlerdir (Dünya Gazetesi, 2018b).



**Tablo 26: OKS İstatistikleri (15.06.2018)**

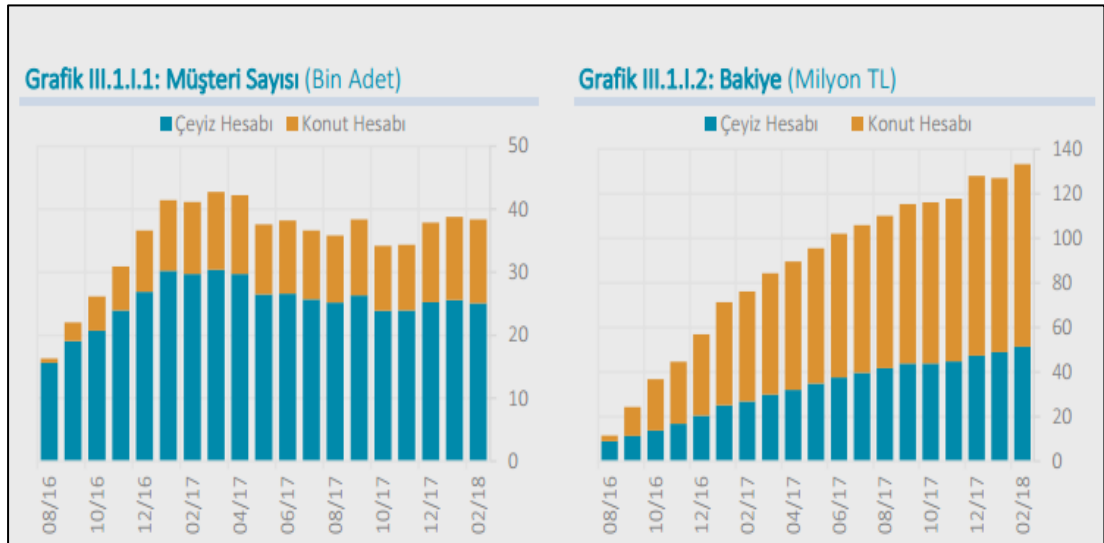
<b>Çalışanların Fon Tutarı</b>	2.967,9 Milyon TL
<b>Katkı Payı Tutarı</b>	2.831,3 Milyon TL
<b>Sisteme Katılan Çalışan Sayısı</b>	4.140.609 Kişi

**Kaynak:** Emeklilik Gözetim Merkezi (2018b).

Tablo 26'daki verilere göre 1 Ocak 2017'de başlayan BES sistemine zorunlu katılım ile sisteme katılan kişi sayısı 4 milyonu aşmış olup, bu yolla toplanan fon miktarı 3 Milyon TL'ye yükselmiştir. Bu tabloda dikkat çeken bir nokta da devlet ve işyerleri tarafından yapılan katkıların 2.8 milyar TL'ye ulaşmış olmasıdır.

Türkiye'de tasarrufları artırabilmek için BES'e benzer şekilde 2016 yılından itibaren kamu destekli çeyiz ve konut hesapları da oluşturulmuştur. 24 yaşını doldurmamış ve daha önce evlenmemiş vatandaşlarca 18.04.2016 tarihinden itibaren açılan mevduat ve katılım hesaplarına 27 yaşını doldurmadan evlenen kişilere çeyiz hesabı; kendisine ait konutu bulunmayan vatandaşlarca 26.08.2016 tarihinden itibaren açılan mevduat ve katılım hesaplarına da konut hesabı kapsamında devlet katkısı getirilmiştir. TL cinsinden açılabilen bu hesaplara en az 3 yıl süresince aylık ya da üç aylık dönemlerde yapılacak düzenli katkılarla oluşan birikimlere uygulanan devlet katkısı, birikim süresi ile orantılıdır. Konut hesaplarında katkı oranları %15, %18 ve %20; çeyiz hesaplarında ise %10, %15 ve %20 seviyesindedir (TCMB, 2018ü: 22-24). Çeyiz ve konut hesaplarına katılan kişi sayısı ve toplanan fon miktarı verileri Grafik 32'den izlenebilmektedir.

**Grafik 32: Çeyiz ve Konut Hesaplarına Katılım ve Toplanan Fon Miktarları**

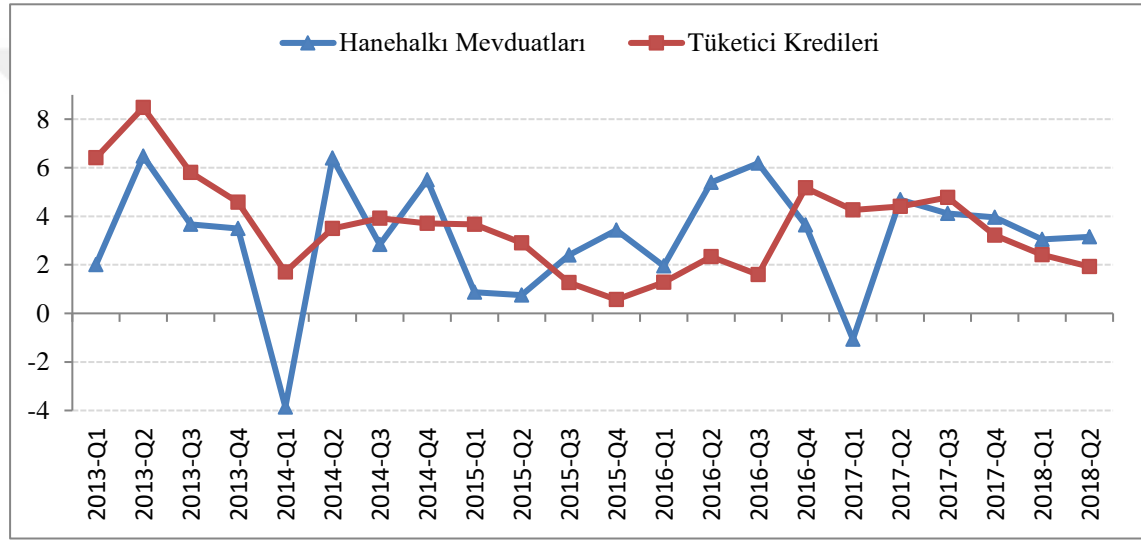


**Kaynak:** TCMB (2018ü: 23)

Grafik 32’den de görüldüğü üzere 2018 yılında çeyiz hesabına katılan kişi sayısı 25000, konut hesaplarına katılan kişi sayısı 13000 olup, bu fonlarda biriken para 133 milyon TL’ye ulaşmıştır. Böylece, ülkede yurtiçi tasarrufların artırılması ve finansal risklerin azaltılması adına küçük de olsa önemli bir adım daha atılmıştır.

Hazine Müsteşarlığı ve diğer kurumların aldıkları makro ihtiyati önlemlerle hanehalkı mevduatları ve bireysel kredilerdeki değişim hızları Grafik 33’te görülmektedir.

**Grafik 33: Hanehalkının Mevduatlarındaki ve Bireysel Kredilerdeki Değişim Hızları**



**Kaynak:** EVDS (2018i, 2018m).

Grafik 33’ten de görüldüğü gibi 2013:Q2’den itibaren tüketici kredileri artış hızı azalmaya başlamıştır; bu bağlamda, 2014 yılı ortalarından itibaren hanehalkı mevduatlarının artış hızı, tüketici kredileri artış hızının üstüne çıkmıştır. Bu durum, ülkede yurtiçi tasarruf açığını azaltarak, yatırım ve tüketim harcamaları için dış finansmana olan ihtiyacı azaltmakta ve ülkeyi finansal şoklara karşı daha dayanıklı hale getirmektedir. Bu yönüyle Hazine Müsteşarlığı ve Hükümet tarafından alınan makro ihtiyati önlemlerin başarılı olduğu söylenebilmektedir.

### **3.7. SERMAYE PİYASASI KURUMU (SPK) TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER**

Büyük Resesyon sonrasında küresel piyasalarda toparlanma süreci devam ederken, Türkiye’de iyi bir performans sergileyen ve büyüme potansiyeli olan

finans sektörüne yabancı sermayenin ilgisi devam etmiştir. Finansal sektörde örgütsel genişleme ve istihdam artışı devam ederken, teknolojik altyapının iyileştirilmesi ve operatörlerin finansal kurumlarla uyumlu çözümler sunması, müşteri ağının genişlemesini desteklemiştir. Piyasa koşullarına ve oluşan taleplere uygun olarak yeni finansal araçların ihraç edilmesine olanak sağlanması, piyasalara derinlik kazandırmıştır. SPK da 2011 sonrası dönemde gerçekleştirdiği yeni düzenlemelerle yurtiçi borçlanma piyasalarını özendirmeye, yabancı kurumsal yatırımcıların ilgisini artırmaya çabalamıştır (Borsa Gündem, 2013).

SPK, makro ihtiyati önlemler çerçevesinde, sermaye piyasalarının (borsaların) ve aracı kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumlu olup (Eroğlu, 2018: 29), 2010-2018 döneminde sermaye piyasalarının adil ve etkin çalışmasına yönelik tedbirler almıştır (Akça, 2017: 60).

2010 yılında Türkiye Finansal İstikrar Kurulu tarafından oluşturulan çalışma programı kapsamında, IMF kanalıyla hazırlanan Finansal Sektörleri Değerlendirme Programı (FSAP)'nın uygulamaya konulabilmesi için Hazine Müsteşarlığı, BDDK ve SPK arasında imzalanan 31/12/2010 tarihli Protokol ile Türkiye'de faaliyet gösteren sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve diğer finansal grupların denetlenmesi konusunda gerekli adımlar atılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2015: 1).

Kasım 2017'de SPK'nın öncülüğünde yerli firmaların borsaya açılmaları teşvik edilerek, Türkiye'deki finansal piyasaların derinliği ve genişliği artırılmaya çalışılmıştır (NTV, 2017).

### **3.8. TASARRUF MEVDUATI SİGORTA FONU TARAFINDAN ALINAN MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER**

Genel sorumluluk alanlarıyla uyumlu olarak, finansal istikrara yönelik makro ihtiyati tedbirler çoğunlukla TCMB ve BDDK tarafından alınmakla birlikte, TMSF, Bakanlar Kurulu ve Maliye Bakanlığı da söz konusu tedbirleri destekleyici adımlar atmıştır (Eroğlu, 2018: 32).

TMSF, tasarruf mevduatını sigorta etmekten ve BDDK tarafından faaliyet izni kaldırılan bankaların yönetim ve denetimini devralarak iflas ve tasfiye işlemlerini

gerçekleştirmekten sorumludur (Fendoğlu, 2015: 30-31). TMSF, ayrıca, 8 Haziran 2011’de kurulan ve 30 Ekim 2012’de çalışmaya başlayan ve sekretaryasını BDDK’nın yaptığı Finansal İstikrar Komitesi’nin Sistemik Risk Değerlendirme Grubu’nda, Hazine Müsteşarlığı, SPK ve TCMB ile birlikte, ÷lkede sistemik risk oluşturabilecek durumları önceden belirlemek ve ihtiyaç duyulan tedbirleri almakla da görevlidir (Atılđan, 2016: 259).

Bireylerin ve firmaların tasarruflarını sigorta altına alan TMSF; bankalardan, sigortaya tabi mevduatlar için belirli miktarda sigorta primi tahsil etmektedir. 07.11.2006 tarihinde çıkartılan Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelik’te sırasıyla 15.01.2011; 29.09.2011; 15.02.2013 ve 26.06.2013 tarihlerinde yapılan değişiklikler sonucunda TMSF, prim hesaplamasında risk esaslı tarife uygulamaya başlamıştır.. Buna göre sermaye yeterliliği, kârlılık, etkinlik ve likidite oranları yüksek; mevduat vadesi uzun; takipteki kredi oranı ve kredi büyümesi düşük olan bankalar, daha düşük sigorta primleri ile desteklenmektedir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

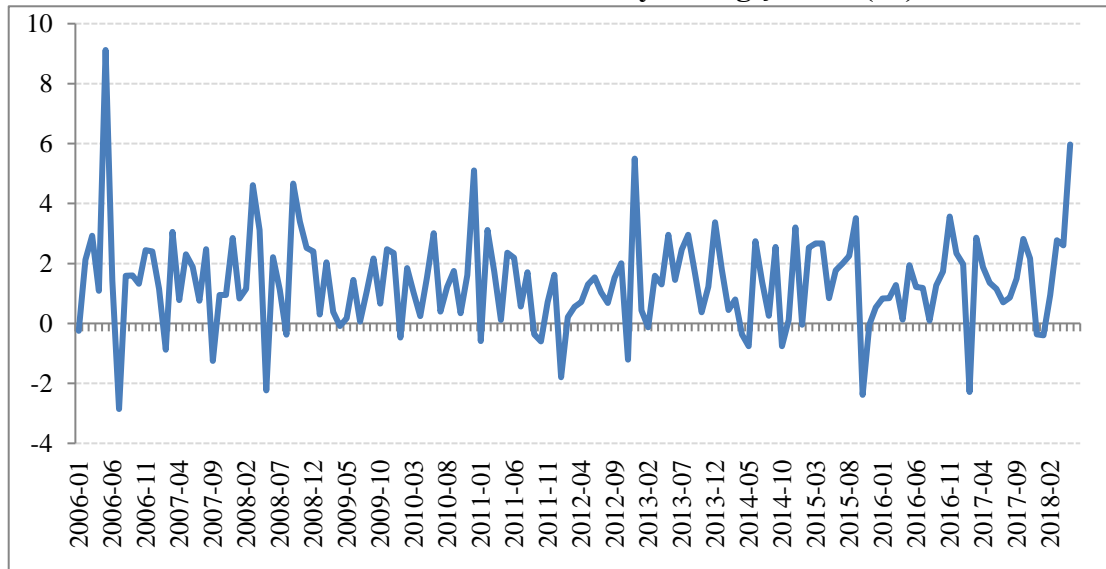
### TÜRKİYE'DE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ TEDBİRLERİN ETKİNLİĞİ

#### 4.1. TCMB'NİN BÜYÜK RESESYON SONRASINDA UYGULADIĞI PARA POLİTİKASININ ETKİLERİ / ETKİNLİĞİ

TCMB, Kasım 2010'dan itibaren fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da hedeflemeye başlamıştır. Bu bağlamda, TCMB'nin uyguladığı politikalarla ilgili en önemli göstergelerden bir tanesi, para arzıdır. TCMB'nin üç farklı para arzı göstergesi bulunmakta olup bunlardan M1; dar anlamda para arzını ifade etmektedir ve vadesiz mevduatlar ile nakit paralardan oluşmaktadır. M2; geniş anlamda para arzı olarak adlandırılmakta olup, ekonomik ve ekonometrik analizlerde en sık kullanılan para arzı göstergesidir ve M1 ile vadeli mevduatların toplamından oluşmaktadır. M3 ise; M2 ile repo ve para piyasası likit fonlarının toplamını ifade etmektedir.

Çalışmanın bu aşamasında; TCMB'nin uyguladığı para politikaları, M2'nin aylık değişimleri (bir önceki aya göre değişimleri) üzerinden incelenecektir. Bu konudaki veriler Grafik 34'te yer almaktadır.

**Grafik 34: M2 Para Arzı Aylık Değişimleri (%)**



**Kaynak:** EVDS (2018i).

Grafik 34'ten görüldüğü üzere TCMB; 2006 yılının ilk döneminde, 2008 yılının ilk aylarında, 2010 yılı sonlarında, 2012 yılının ikinci yarısında ve 2018 yılında genişletici para politikaları uygulamıştır. Geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmaya başlandığı Kasım 2010 sonrası döneme bakıldığında genel olarak düşük oranlı parasal genişlemeye gidildiği, özellikle cari açığın frenlenmeye çalışıldığı 2012 ve 2016 yıllarında para arzı artış hızının oldukça düşük düzeylere indirildiği görülmektedir. 2012 yılında düşen ekonomik büyüme hızının artırılmaya çalışıldığı 2013 ve 2017 yıllarında ise genişletici para politikalarının uygulandığı ve bu bağlamda, para arzı artış hızının dikkate değer bir oranda arttığı görülmektedir.

#### 4.1.1. Kredi Büyüme Oranları

Bankacılık sektörü tarafından yurtiçine dağıtılan krediler, bir yandan ekonomik aktivitelerin önemli bir hızlandırıcısı iken diğer yandan da lüks ithal mallarına olan talebi artırarak cari işlemler açığının artmasına zemin hazırlamaktadır. Bu nedenle de TCMB, bankacılık sektörünün yurtiçine sağladığı kredi hacmini yakın takibe almaktadır. Bankacılık sektörünün yurtiçinde dağıttığı toplam kredilerin hacminin zaman içinde aldığı değerler ve bu kredi hacminin değişim hızı Tablo 27'de görülmektedir.

**Tablo 27: Bankacılık Sektörü Toplam Yurtiçi Kredi Hacmi**

	Nominal Kredi Hacmi (Milyar TL)	Nominal Kredi Hacmi Değişim Hızı (%)	Reel Kredi Hacmi (Milyar TL)	Reel Kredi Hacmi Değişim Hızı (%)
2005	83.4	61.2	114.4	49.0
2006	134.4	40.2	146.3	27.9
2007	188.4	21.6	163.6	11.8
2008	229.1	23.2	182.5	11.6
2009	282.3	11.2	191.1	4.7
2010	314.0	43.2	252.0	31.9
2011	449.5	33.0	314.8	24.9
2012	598.0	19.1	344.2	9.3
2013	712.0	34.2	429.8	24.8
2014	955.5	25.0	493.6	14.9
2015	1194.7	19.4	547.2	10.8
2016	1425.9	16.0	589.1	7.7
2017	1654.5	21.2	642.2	9.0
2018	2234.9	6.5	630.8	-1.8

**Kaynak:** EVDS (2018a, 2018d).

**Not:** Reel kredi hacmi verileri, TÜFE (2003=100) endeksi kullanılarak elde edilmiştir. 2018 yılı verileri, ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 27'den de görüldüğü üzere Büyük Resesyona'un patlak verdiği 2008 yılında 229 milyar TL olan kredi hacmi, krizden çıkışı hızlandırmak için uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle 2010 yılında %43.2 oranında artarak 314 milyar TL'ye, 2011 yılında %33 oranında artarak 449.5 milyar TL'ye yükseltilmiştir. Kredi hacminin 2010-2011 yıllarındaki reel artışı ise %31.9 ve %24.9 olarak gerçekleşmiştir. 22 Aralık 2011'de toplanan TCMB PPK, 2012 yılında yurtiçi kredi artış hızını %15'e düşüreceğini açıklamış ve ardından, sıkı para politikasını 1 Ocak 2012'den itibaren uygulamaya başlamıştır. Ancak, Haziran 2012'de açıklanan 2012 yılı ilk çeyrek büyüme oranının %0 olduğunun görülmesi üzerine TCMB'ye, uyguladığı sıkı para politikasını gevşetmesi yönünde baskılar yapılmaya başlanmıştır; ve bu bağlamda da TCMB, hükümetle yaptığı değerlendirme sonucunda kredi hacmi artış hızını %20'ye çıkartmıştır. Tablo 27'den de görüldüğü üzere 2012 yılı nominal kredi artış hızı %19.1, reel kredi artış hızı ise %9.3 olmuştur<sup>141</sup>. Bu gelişmelerin sonucunda; 2011 yılında %11.1 olan ekonomik büyüme oranı 2012 yılında %4.8'e, cari işlemler açığı ise GSYH'nin %5.5'ine düşmüştür (World Bank, 2018a; IMF, 2018a; EVDS 2018a; EVDS, 2018d).

2013 yılında ekonomik büyümeyi hızlandırabilmek için para politikaları kısmen gevşetilmiş ve kredi hacmi artış hızı %34.2'ye (reel olarak %24.8'e) çıkmış, ekonomik büyüme %8.5'e, cari işlemler açığı %6.7'ye yükselmiştir.

Olayların daha iyi anlaşılabilmesi açısından söz konusu dönemde TCMB tarafından uygulanan kısa vadeli faiz oranları ve zorunlu karşılık oranları Tablo 28'de yer almaktadır.

---

<sup>141</sup> Yaşanan bu olaylardan dolayı 2012 yılı gaz-fren (TCMB frene çok bastı, biraz da gaza basmalı) tartışmalarıyla geçmiştir.

Bknz:<https://www.cnnturk.com/2012/ekonomi/genel/09/26/gaz.fren.polemigi.tam.hiz/678204.0/index.html>, <http://www.milliyet.com.tr/ekonomi-yonetiminde-gaz-fren-tartismasi-ekonomi-1602262/>.

**Tablo 28: TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları, Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi**

Yıl	Ekonomik Büyüme (%)	Cari Denge / GSYH (%)	TCMB Gecelik Borç Verme Faiz Oranı (%)	TCMB GLP Borç Verme Faiz Oranı (%)	Zorunlu Karşılık Oranı (TL, %)	Zorunlu Karşılık Oranı (Döviz, %)
2007	4.7	-5.9	22.25	25.25/24.50/23.75/23.00	6	22
2008	0.7	-5.7	19.50/17.50	22.50/22.25/22.75/23.25/22.75/ 21.75/20.50	6	9
2009	-4.7	-2.2	15.50/9.00	18.50/17.00/16.00/15.25/14.75/ 12.00	5	9
2010	9.2	-6.2	8.75/9.00	11.75/12.00	5.5/6	9.5/10/11
2011	11.1	-8.9	9.00/12.50	15.50/14.50	6	10
2012	4.8	-5.5	11.50/10.00/9.50/9.00	13.00/12.50/12.00	10.5	10.3
2013	8.5	-6.7	8.75/8.50/7.50/7.00/6.50 7.25/7.75	11.75/11.50/10.50/10.50/10.00/9.50/10.25	10.9	11.6
2014	5.2	-4.7	12.00/11.25	15.00/13.50/12.75	11	11.8
2015	6	-3.7	10.75	12.25	11.1	12.6
2016	3.2	-3.8	10.50/10.00/9.50/9.00/8.75/8.50/8.25/8.50	12.00/11.50/11.00/10.50/10.25/9.75/10.00	10.7	13.4
2017	7.4	-5.5	9.25	11.00/11.75/12.25/12.75/13.50	10	12.4
2018	7.4	-5.8	16.50/19.25	13.50/16.50/17.75/24	10.5/8	12

**Kaynak:** TCMB (2018b), TCMB (2018c), TCMB (2018za).

**Not:** Zorunlu karşılık oranlarında yer alan / şeklindeki ayrımlar, aynı yıl içinde yapılan ardışık değişiklikleri ifade etmektedir. 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 27 ve Tablo 28 birlikte incelendiğinde, görüldüğü üzere 2012 yılındaki sıkılaştırıcı para politikaları kapsamında gecelik borç verme faiz oranları 11.50'ye, Türk Lirası varlıklar için zorunlu karşılık oranları %10.5'e ve döviz hesapları için zorunlu karşılık oranları %10.3'e yükseltilmiştir. Sonra, yılın ilerleyen dönemlerinde ise gecelik borç verme oranları %9'a kadar düşürülmüştür. 2013 yılında gevşetilen para politikası çerçevesinde gecelik borç verme faizleri %6.50'ye kadar düşürülmüştür. Aynı dönemde zorunlu karşılık oranları yükseltilerek, finansal sistem korunmaya çalışılmıştır. 2013 yılında cari işlemler açığının GSYH'nin %6.7'sine yükselmesi üzerine, 2014 yılında kredi hacmi artış hızı %25'e (reel kredi hacmi artış hızı %14.9) indirilmiştir. Kredi hacmindeki sıkılaşma ilerleyen yıllarda devam ettirilmiş ve 2015 yılında %19.4'e, 2016 yılında %16'ya kadar indirilmiştir. Aynı dönemde ekonomik büyüme; 2014 yılında %5.2'ye, 2015 yılında %6'ya, 2016 yılında %3.2'ye düşmüştür. Bu süreçte cari açığın GSYH'ye oranı; 2014 yılında %4.72'ye, 2015'te %3.7'ye, 2016 yılında %3.8'e inmiştir. Tüm bu gelişmelerin ardından 2017 yılında ekonomik büyümeyi artırabilmek için

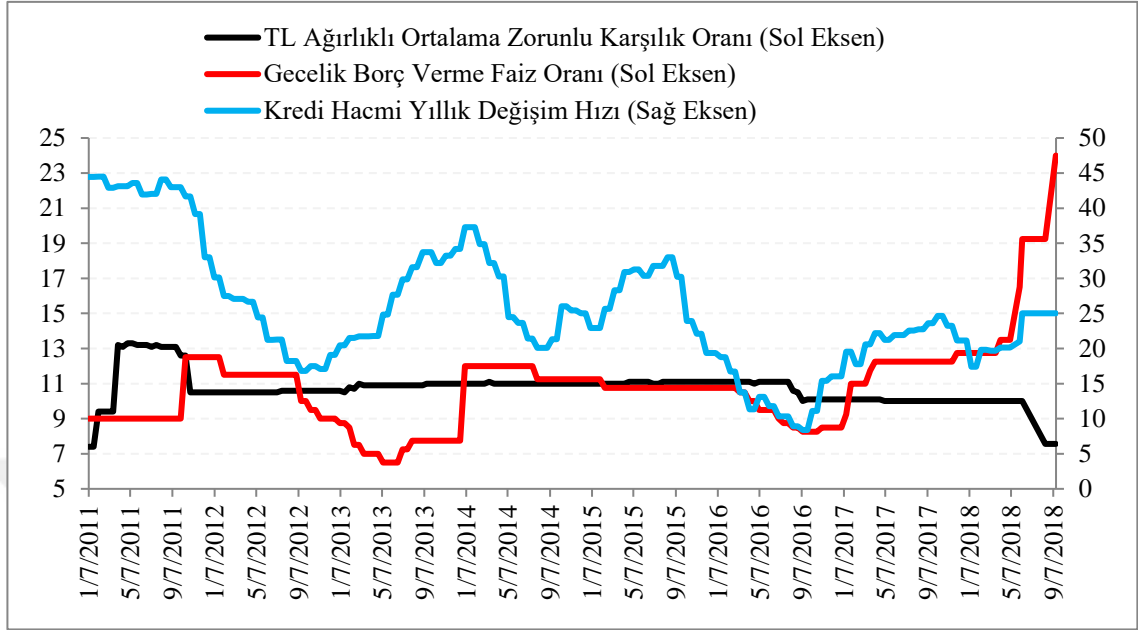


hükümet tarafından ‘‘Hazine Destekli Kredi Garanti Fonu’’ kurulmuş ve 200 milyar TL’nin üzerinde kredi dağıtılmıştır. 2018 yılında da bu kapsamda 140 milyar TL daha kredi verileceği açıklanmıştır. Bu bağlamda, 2017 yılında nominal kredi hacmi artış hızı %21.2’ye, ekonomik büyüme %7.4’e, cari açık %5.5’e yükselmiştir. Aynı dönemde TL varlıklar için zorunlu karşılık oranı %10’a düşürülmüştür; finansal sektörü, döviz kuru krizlerine karşı koruyabilmek için döviz türü varlıklara uygulanan zorunlu karşılık oranı ise %12.4’e yükseltilmiştir. 2018 yılında ise; döviz kurundaki yükselişi engellemek için, %10.5 olan TL varlıklar için zorunlu karşılık oranları %8’e düşürülmüştür. Aynı dönemde döviz cinsinden varlıklar için zorunlu karşılık oranları, %12 düzeyinde sabit tutulmuştur (TCMB, 2018b; TCMB, 2018c; TCMB 2018za; EVDS 2018a; EVDS, 2018d).

2017 yılında döviz kurundaki artışı önleyebilmek için politika faizi olarak gecelik borç verme penceresi yerine GLP kullanılmaya başlanmış ve bu bağlamda, GLP’den borç verme faizi %13.50’ye kadar yükseltilmiştir. Bu artış 2018 yılında artarak devam etmiştir; doların 4.92’ye yükselmesinin ardından PPK 23 Mayıs’ta olağanüstü toplanarak GLP borç verme faizini 300 baz puan daha artırarak %13.5’den %16.5’ye yükseltmiştir (Bloomberght, 2018b). İlerleyen süreçte ise; mevcut durumda politika faizini oluşturan GLP borç verme faizi, 28 Mayıs 2018 tarihinde Merkez Bankası tarafından alınan kararla yerini bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına bırakmıştır. Buna göre, 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, mevcut fonlama faizi olan %16.50 değeri ile politika faizi olarak uygulanmaya başlanmıştır (Bloomberght, 2018c). Ardından da TCMB, 07 Haziran 2018’de politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını 125 baz puan artırarak %16.50’den %17.75’e ve 13 Eylül 2018’de 625 baz puan artırarak %24’e çıkarmıştır (Bloomberght, 2018d; TCMB, 2018zc).

TCMB tarafından Kasım 2010’dan itibaren uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının etkinliğini görsel olarak ortaya koyabilmek için TL cinsi varlıklara uygulanan zorunlu karşılık oranı, gecelik borç verme faiz oranı ve bankacılık sektörü kredi hacmindeki değişim arasındaki etkileşim Grafik 35’te sunulmuştur.

**Grafik 35: TCMB Tarafından TL Cinsi Varlıklara Uygulanan Zorunlu Karşılık Oranı, Gecelik Borç Verme Faiz Oranı ve Bankacılık Sektörü Kredi Hacmindeki Değişim**



**Kaynak:** TCMB (2018c, 2018d), EVDS (2018a) verileri kullanılarak çizilmiştir.

**Not:** TCMB, Ocak 2017'den itibaren bankaları, kendisinden GLP'den borçlanmaya zorladığı için grafikte gecelik borç verme faizi olarak Ocak 2017'den itibaren GLP borç verme faizleri kullanılmıştır. Bankacılık sektörü kredi hacmi değişim oranları, bir önceki yılın aynı ayına göre hesaplanmış yıllık değişim hızlarıdır. Grafik, TCMB'nin 13.09.2018'de yaptığı 625 baz puanlık faiz artışını da yansıtmaktadır. Grafik, TCMB'nin 16.09.2018 tarihi itibarıyla en güncel veriler kullanılarak çizilmiştir.

Grafik 35'ten de görüldüğü üzere TCMB'nin, zorunlu karşılık oranlarını veya gecelik borç verme faiz oranlarını artırdığı dönemlerde kredi hacmi değişim hızı azalmıştır; gecelik borç verme faiz oranlarının azaltıldığı dönemlerde ise kredi hacmi değişim hızı artmıştır. Bu noktada, gecelik borç verme faizlerinin, zorunlu karşılık oranlarından daha etkili olduğu görülmektedir. Çünkü kredi hacmi değişim hızı, gecelik borç verme faizlerine daha duyarlıdır. Bu grafikte dikkat çeken önemli bir nokta da kredilerin, gecelik borç verme faizlerine yaklaşık 2-6 aylık gecikmelerle cevap verdiğidir. Örneğin; gecelik borç verme faizleri Kasım 2011'de artırılmış, kredi değişim hızı anında azalmaya başlamış (hatta bu dönemde zorunlu karşılık oranındaki artışa bağlı olarak Ağustos 2011'den itibaren azalmaya başlamış), zorunlu karşılıklar ve gecelik borç verme faizleri düşürüldüğü halde kredi hacmindeki daralma devam etmiştir. Gecelik borç verme faizleri Mayıs 2013'te dip noktasına ulaşırken, kredi hacmi artış hızı Ocak 2014'te en yüksek değerine ulaşmıştır. Arada 6 aylık bir gecikme söz

konusu olup, bu süre piyasaların, Merkez Bankası kararlarına tepki verme süresini oluşturmaktadır. Benzer dalgalanma ilerleyen yıllar için de söz konusudur.

Yapılan incelemelerin genel sonucu olarak; TCMB tarafından uygulanan makro ihtiyati politikaların bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmini sınırlandırmada veya belirlemede etkili olduğu söylenebilir.

#### 4.1.2. Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler açığı, gelişmekte olan bütün ülkelerde olduğu gibi Türkiye ekonomisi için de ekonomik kriz oluşturma potansiyeline sahip en önemli değişkenlerden biridir. 1994 ve 2001 Ekonomik Krizleri öncesinde cari işlemler açığındaki ani artışların<sup>142</sup> ekonomideki kırılganlığı artırarak, krizlere zemin hazırladığı bilinmektedir.

Yukarıda bakmış olduğumuz Tablo 28'i yeniden incelersek; 2003 sonrası dönemde Türkiye'nin cari işlemler açığının sürekli artmaya başladığını görürüz. Öyle ki 2002 yılında GSYH'nin %0.26'sı olan cari işlemler açığı, 2003'te %2.4, 2004'te %3.5, 2005'te %4.1, 2006'da %5.6 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 28'den takip edilebileceği gibi 2007 yılında %5.9'a çıkan cari açık, Büyük Resesyon'un etkisiyle %2.2'ye kadar azalmış; krizden çıkış sürecini hızlandırabilmek için uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle 2010'da %6.2'ye, 2011'de %8.9'a kadar yükselmiştir. Cari açığın milli gelire oranının %4 ya da %5'i geçmesini ekonomik kriz göstergesi olarak gören ekonomistlerin (Dornbusch ve Fischer, 1994; Freund, 2000; Eren ve Süslü, 2001) varlığı da dikkate alındığında bu oranların ülke ekonomisi için oldukça tehlikeli olduğu görülmektedir.

TCMB de bu sorunun farkına varmış ve Aralık 2011'de yaptığı toplantıda, 1 Ocak 2012'den itibaren sıkı para politikaları uygulayacağını ve kredi hacmi artış hızını %15 ile sınırlandıracağını açıklamıştır. Bu konuda uygulanan politikaların etkinliğini

---

<sup>142</sup> 1992'de %0.44 olan cari açığın GSYH'ye oranı 1993'te %2.58'e, 1999'daki %0.36'dan 2000 yılında %3.63'e yükselmiş ve ülkede ekonomik kriz yaşanmıştır. Tabi ki bu krizlerin arkasında yatan tek neden cari işlemler açığı değildir. İlgili dönemlerde yaşanan bütçe açıkları, enflasyon, döviz kuru artışları, bankacılık sektörü sorunları ve mali kesimdeki bozulmaların da bu krizler üzerinde önemli etkileri vardır.

görebilmek için 2004-2017 döneminde kredi hacmi değişim hızı ve cari işlemler açığı verileri Tablo 29’da sunulmuştur.

**Tablo 29: Kredi Hacmi Değişim Hızı ve Cari İşlemler Açığı**

	Cari Açık/GSYH (%)	Kredi Hacmi Yıllık Değişim Hızı (%)
2005	-4.2	61.2
2006	-5.7	40.2
2007	-5.5	21.6
2008	-5.2	23.2
2009	-1.8	11.2
2010	-5.8	43.2
2011	-8.9	33
2012	-5.5	19.1
2013	-6.7	34.2
2014	-4.7	25
2015	-3.7	19.4
2016	-3.8	16
2017	-5.5	21.2
2018	-5.8	20.1

**Kaynak:** IMF (2018c), EVDS (2018a).

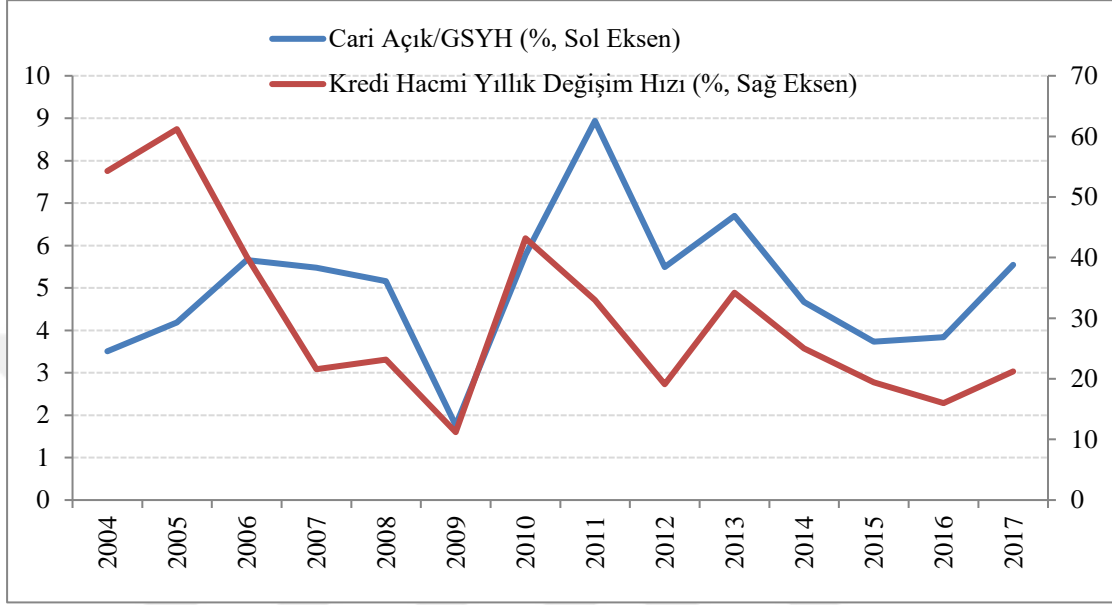
**Not:** 2018 yılı verileri ilk 4 aylık dönemi kapsamaktadır.

Tablo 29’den de görüldüğü üzere 2010 yılında kredi hacmi artış hızı %43.2’ye yükselmiş, bununla uyumlu olarak cari işlemler açığı da 2010 yılında %5.8’e, 2011’de %8.9’a çıkmıştır. 2012 yılında kredi hacmi artış hızının %19.1’e düşürülmesiyle birlikte cari açık da %5.5’e gerilemiştir. 2012 yılında ekonomik büyümenin %4.8’e gerilemesiyle birlikte, hükümet ile koordineli biçimde genişletici para politikası uygulamaya başlayan TCMB, 2016 yılında yurtiçi kredi hacmi artış hızını %34.2’ye yükselterek ekonomik büyümenin %8.5 olmasını sağlamıştır; ancak, cari açık da %6.7’ye yükselmiştir. 2014-2016 döneminde kredi hacmi artış hızı kademeli olarak %16’ya kadar düşürülmüş, bu sayede cari açık da %3.7’ye kadar geriletebilmiştir. Ekonomik büyümeyi hızlandırabilmek için 2017 yılında kredi artış hızı %21.2’ye yükseltilmiş, bu sayede %7.4 oranında ekonomik büyüme sağlanmış, ancak cari açık milli gelirin %5.5’ine çıkmıştır<sup>143</sup>. 2018 yılının ilk 3 aylık döneminde cari açığın

<sup>143</sup> Türkiye’de ekonomik büyümenin artmasıyla birlikte cari işlemler açığının da artmasının nedeni sadece ithal lüks tüketim mallarına olan talep artışı değildir. Türkiye’nin 2017 yılındaki 233.7 Milyar Dolarlık ithalatının sadece %12.2’lik kısmı nihai tüketim mallarından oluşurken, %73.3’ü ara mallarından (enerji, vb.), %14.2’si sermaye mallarından (makine, teçhizat) oluşmaktadır (EVDS, 2018e). Yani Türkiye’de cari açığın asıl nedeni ithal lüks tüketim malları değil, üretimin, ithal ara mallarına olan yüksek bağımlılığıdır (Akbaş ve Şentürk, 2013). Bu nedenle ülkede ekonomik büyümeyi artırabilmek için genişletici para ve maliye politikaları uygulanmaya başlandığında, anında ithal ara malı ve sermaye malı talebi de artmakta ve böylece yüksek ekonomik büyüme cari açığa neden olmaktadır (Göçer ve Gere, 2016).

GSYH'ye oranı %5.8'e yükselmiş, ancak kredi hacminin, bir önceki yılın aynı ayına göre değişimini %20.1'e gerilemiştir. Cari açık ile kredi hacmi arasındaki bu etkileşimi görsel hale getirebilmek için Grafik 36 oluşturulmuştur.

**Grafik 36: Cari Açık ile Kredi Hacmi Arasındaki Etkileşim**



**Kaynak:** IMF (2018c), EVDS (2018a).

**Not:** İki seri arasındaki etkileşimi daha net ortaya koyabilmek için cari açık verileri -1 ile çarpılmıştır.

Grafik 36'dan da görüldüğü üzere Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörü kredi hacmi değişim hızı ile cari işlemler açığının milli gelire oranı arasında yakın bir etkileşim bulunmaktadır. Bu iki seri arasındaki korelasyon katsayısı; 0.15 çıkmış olmakla birlikte, serilerin artış ve azalışlarda birlikte hareket ettikleri görülmektedir.

Bu noktada, Grafik 36'ya bakılarak, TCMB'nin, bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacminin değişim hızını kontrol ederek cari işlemler açığını kontrol altına almada başarılı olduğu söylenebilir.

#### 4.1.3. Cari İşlemler Açığı Finansman Kalitesi

Bir ülkenin döviz cinsinden gerçekleştirilen bütün işlemleri Ödemeler Bilançosu'na kaydedilmektedir. Ödemeler Bilançosu dört ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; Cari İşlemler Hesabı, Finans Hesabı, Net Hata ve Noksan ve Resmi Rezervler hesaplarıdır. Ülkenin cari yıl içinde dış âlemle gerçekleştirdiği mal ve hizmet ticareti, işçi dövizleri, doğrudan yabancı yatırım (DYY) ve portföy yatırımlarının (PY) kâr transferleri ve faiz ödemeleri ile her türlü bağış ve hibe, *Cari İşlemler Hesabında*

kaydedilirken; portföy yatırımları (vadeli mevduat, hisse senedi, bono, tahvil, türev ürünler), dış borçlar ile doğrudan yabancı yatırımların ana paraları *Finans Hesabına* kaydedilmektedir. Ülkeye giren döviz miktarı ile ülkeden çıkan döviz miktarının hesaplanması sırasında oluşan farklar ise *Net Hata ve Noksan*<sup>144</sup> kalemine kaydedilmektedir. *Resmi Rezervler* ise ülkenin sahip olduğu ve uluslararası ödeme aracı olarak kabul edilen altın, döviz ve IMF nezdindeki özel çekme haklarından (SDR: Special Drive Right) oluşmaktadır. Cari işlemler açığı, öncelikle Finans Hesabı ile kapatılmaya çalışılmakta, bu hesap yetmediğinde Net Hata ve Noksan devreye girmekte, o da yeterli gelmediğinde Resmi Rezervlerden faydalanılmaktadır (Göçer, 2013: 214). Türkiye'nin cari işlemler açığı ve bu açığın kapatılma kalemleri Tablo 30'da yer almaktadır.

**Tablo 30: Türkiye'nin Cari İşlemler Açığı ve Bu Açığın Kapatılma Kalemleri (Milyar Dolar)**

Tarih	Cari Açık (Milyar Dolar)	DYY		PY		Net Hata ve Noksan		Resmi Rezervler		Finansman Kalitesi	
		Değer (Milyar Dolar)	Pay (%)	Değer (Milyar Dolar)	Pay (%)	Değer (Milyar Dolar)	Pay (%)	Değer (Milyar Dolar)	Pay (%)	İyi (%)	Kötü (%)
2003	-7.6	1.7	22.5	3.9	51.0	4.5	59.4	4.0		22.5	77.5
2004	-14.2	2.8	19.6	9.4	66.3	0.8	5.9	0.8		19.6	80.4
2005	-21.0	10.0	47.8	14.7	69.9	1.5	7.1	17.8		47.8	52.2
2006	-31.2	20.2	64.8	11.4	36.6	-0.9	-2.9	6.1		64.8	35.2
2007	-36.9	22.0	59.7	2.8	7.5	-0.3	-0.9	8.0		59.7	40.3
2008	-39.4	19.9	50.4	-3.8	-9.6	2.0	5.0	-1.1	2.7	50.4	49.6
2009	-11.4	8.6	75.6	2.9	25.9	2.3	20.4	0.1		75.6	24.4
2010	-44.6	9.1	20.4	19.6	44.0	-0.5	-1.0	12.8		20.4	79.6
2011	-74.4	16.2	21.7	19.5	26.2	8.3	11.1	-1.8	2.4	21.7	78.3
2012	-48.0	13.7	28.7	38.4	80.0	-1.8	-3.8	20.8		28.7	71.3
2013	-63.6	13.6	21.3	21.4	33.7	1.0	1.6	9.9		21.3	78.7
2014	-43.6	13.1	30.1	20.9	47.9	1.1	2.6	-0.5	1.1	30.1	69.9
2015	-32.1	18.0	56.1	-9.6	-29.8	9.8	30.4	-11.8	36.8	56.1	43.9
2016	-33.1	13.3	40.3	7.8	23.6	11.0	33.1	0.8		40.3	59.7
2017	-47.4	10.9	23.0	24.1	50.8	0.9	1.8	-8.2	17.3	23.0	77.0

**Kaynak:** EVDS (2018b).

**Not:** Resmi rezervler hesabındaki negatif değerler, o yılda cari açığı kapatabilmek için resmi rezervlerden kullanıldığını, pozitif değerler ise resmi rezervlerden kullanılmayıp üstüne ilave yapıldığını göstermektedir.

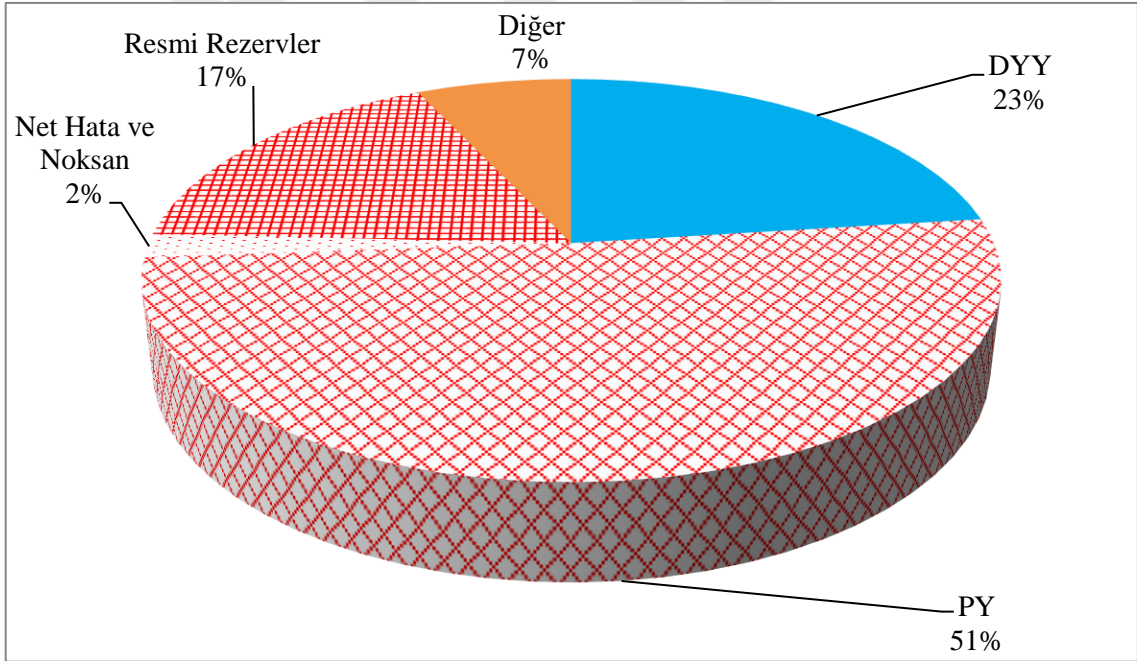
Cari açığın finansmanında kullanılan hesap kalemleri, borç yaratan ve yaratmayan kalemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Borç yaratmayan kısım; DYY ve

<sup>144</sup> Özellikle turizm gelirleri gibi ankete dayalı olarak belirlenen gelirlerin hesaplanmasında bu tür farklılıklar ortaya çıkabilmektedir. Daha çok kaynağı belli olmayan sermaye girişleri bu kalem kaydedilmektedir. Genellikle birkaç yüz milyon dolar olan bu kalem, bazı dönemlerde 10 milyar doların üzerine kadar çıkmıştır.

PY'nin hisse senedi alt kaleminden, borç yaratan kısım ise; PY'nin vadeli mevduat, bono, tahvil ve dış krediler alt kalemlerinden oluşmaktadır. Cari açığın; borç yaratmayan dış kaynaklarla finanse edildiğinde sürdürülebilir olduğu, borç yaratan özellikle de kısa vadeli dış borçlarla ve resmi rezervlerle finanse edildiğindeyse sürdürülemez olduğu kabul edilmektedir (Aydoğuş ve Öztürkler, 2006; Karabulut, 2009; Yapar Saçık ve Alagöz, 2010).

Tablo 30'daki verilere göre 2017 yılında yaşanan 47.38 milyar dolarlık cari işlemler açığının sadece %23'ü doğrudan yabancı yatırımları şeklindeki borç yaratmayan kaynaklarla finanse edilirken, %50.8'i portföy yatırımlarıyla, %1.8'i net hata ve noksanla, %17.3'ü de resmi rezervlerle karşılanmıştır. Bu durumda 2017 yılındaki cari işlemler açığının %77'si sağlam olmayan (kötü) finansman kalemleriyle kapatılmıştır. Bu durum, Grafik 37 yardımıyla görsel hale de getirilmiştir.

**Grafik 37: 2017 yılı Cari İşlemler Finansman Yapısı**

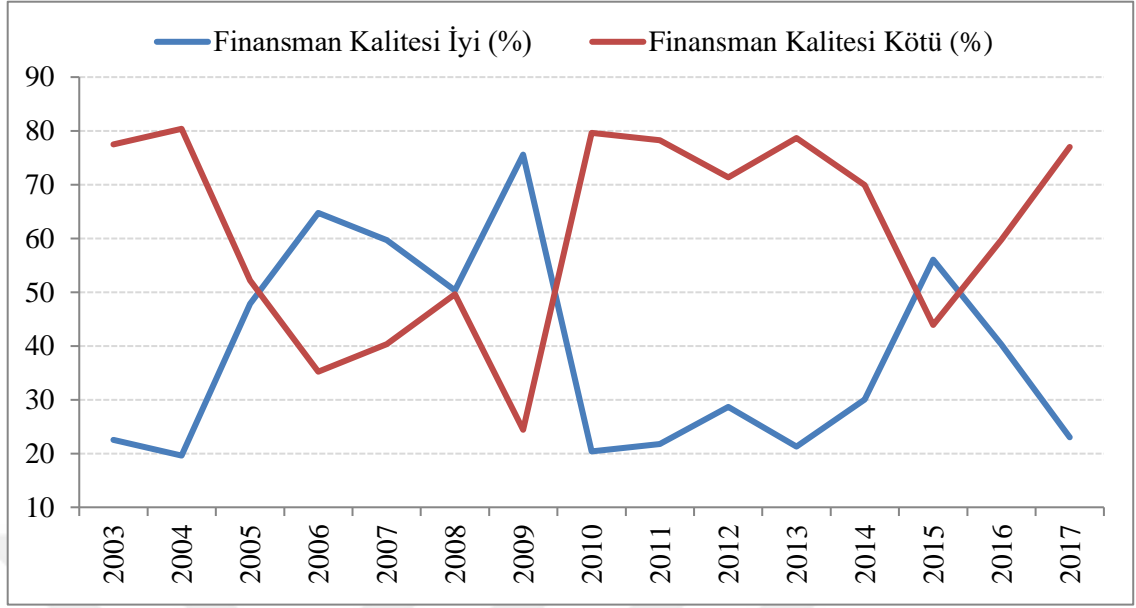


**Kaynak:** EVDS (2018b).

Grafik 37'den görüldüğü üzere, 2017 yılı itibarıyla cari açığın finansman kaynakları genellikle borç yaratan (kırmızı) kaynaklardan oluşmaktadır ve bu yönüyle cari açığın finansman kalitesinin bozuk olduğu söylenebilir.

Genel olarak, cari açığın finansman kalitesindeki değişim ise Grafik 38'den izlenebilmektedir.

**Grafik 38: Cari Açığın Finansman Kalitesindeki Değişim**



**Kaynak:** EVDS (2018b).

Grafik 38'den görüldüğü üzere 2003-2004 döneminde kötü olan cari işlemler açığının finansman kalitesi, 2004-2007 döneminde ülkeye özelleştirme ihaleleri için gelen yüklü miktardaki DYY sayesinde büyük oranda iyileşmiş, 2009 yılında finansman kalitesi %76 iyi hale gelmiştir. Ancak, krizden çıkış sürecinde ülkeye yeterince DYY gelmemesi (DYY yapan ana ülkelerin krizde olması) nedeniyle Türkiye cari işlemler açığını, güvenilir olmayan ve uygun dönemde cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini azaltan Portföy Yatırımları, Net Hata ve Noksan ve Resmi Rezervlerle kapatmaya başlamış ve cari açığın finansman kalitesi bozulmuştur.

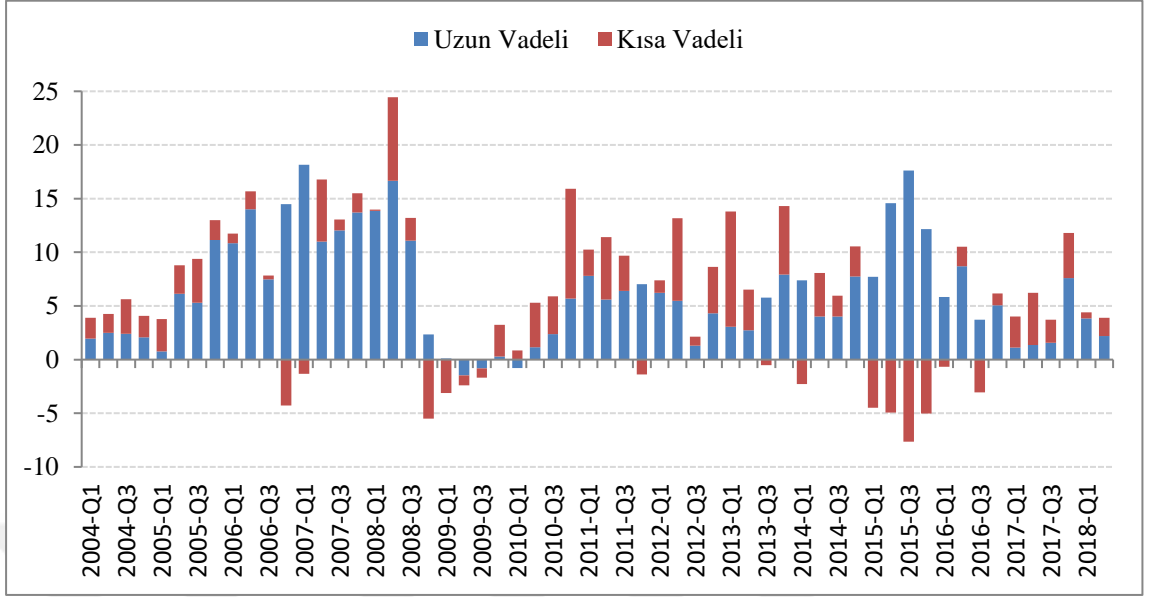
Bu süreçte TCMB tarafından uygulanan makro ihtiyati politikaların, 2015 yılında cari açığın finansman kalitesini iyileştirdiği, ancak TCMB'nin bu alanda genel olarak yeterince başarılı olamadığı söylenebilir.

#### **4.1.4. Yabancı Sermaye Vade Yapısı**

Türkiye'de uygulanan yeni para politikalarının bir amacı da ülkeye gelen kısa vadeli portföy yatırımlarını caydırmak ve onları uzun vadeli sermaye hareketleri ile değiştirmektir. Grafik 39'da son yıllarda Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin vade yapısı ve bunların cari işlemler dengesine olan etkileri görülmektedir.



**Grafik 39: Türkiye'ye Gelen Yabancı Sermayenin Vade Yapısı**



**Kaynak:** EVDS (2018b).

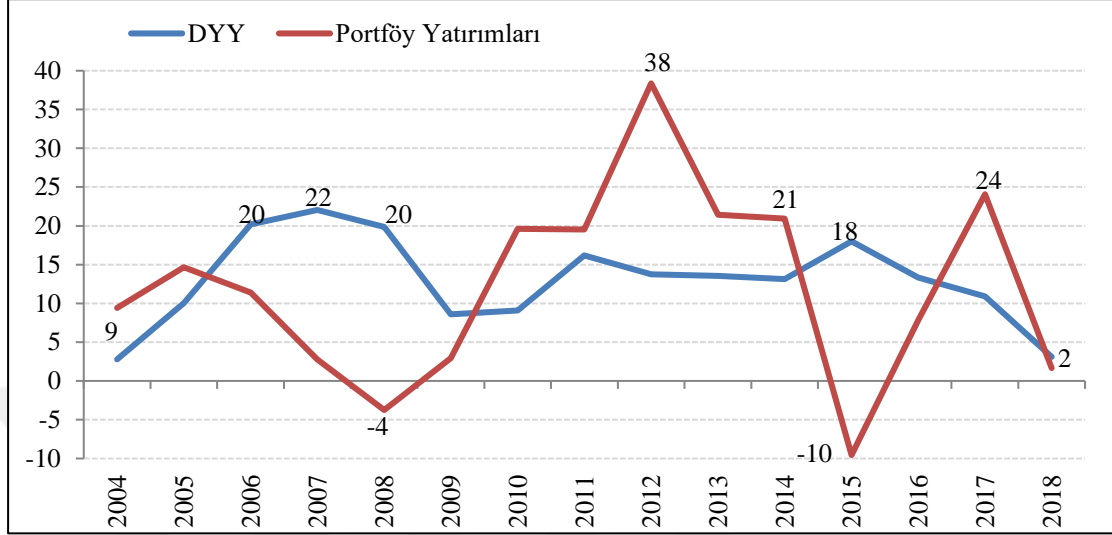
**Not:** Doğrudan yabancı yatırımlar, uzun vadeli yabancı sermaye yatırımları içinde sınıflandırılmıştır. 2018 yılı verileri ilk 4 aylık dönemi kapsamaktadır.

Grafik 39'dan da görüldüğü üzere, Büyük Resesyona öncesinde Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye hareketleri daha yoğun iken, krizle birlikte azalmıştır; hatta, kısa vadeli sermaye hareketlerinde net çıkışlar daha fazla olmuştur. Büyük Resesyondan çıkış sürecinde ise ABD ve Avrupa ülkelerinde uygulanan genişletici para politikalarının etkisiyle piyasaya sürülen paraların belirli bir kısmı Türkiye'ye tekrar yönelmiştir. Ancak, bu dönemde gelen yabancı sermayeler genellikle kısa vadeli portföy yatırımlarından (hisse senetleri, vadeli mevduat ve borçlanma kağıtları) oluşmaktadır.

TCMB tarafından, geleneksel olmayan (yeni) para politikalarının uygulanmaya başlandığı Kasım 2010'da Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin çok büyük bir kısmı kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmakta iken, alınan önlemlerin de etkisiyle zaman içinde bu yapı değişmiş, Ocak 2014'ten itibaren uzun vadeli sermaye hareketleri daha fazla olmaya başlamıştır. Temmuz 2015'ten sonra ise tamamen uzun vadeli sermaye hareketleri gerçekleşmeye başlamıştır. Bu nedenle, TCMB'nin uyguladığı yeni para politikalarının, ülkeye gelen yabancı sermayenin vade yapısını uzatmada genel olarak başarılı olduğu söylenebilir. Ancak, 2017 yılında tekrar kısa vadeli sermaye hareketleri artış göstermiş, ülkeye gelen toplam yabancı sermaye miktarı da önemli ölçüde azalmıştır. Söz konusu dönemde gerçekleşen yabancı sermaye yatırımlarının

portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımları arasındaki dağılımı Grafik 40'da yer almaktadır.

**Grafik 40: Yabancı Sermaye Yatırımlarının Dağılımı**



**Kaynak:** EVDS (2018b).

**Not:** 2018 yılı verileri ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır.

Grafik 40'dan da görüldüğü üzere; 2006-2008 döneminde Türkiye'de DYY en yüksek değerine ulaşmıştır. Bu dönemde Türk Telekom ve Aliğa Petkim gibi çok önemli özelleştirme ihaleleri gerçekleştirilmiştir. Bu yıllarda portföy yatırımlarının düşük olduğu görülmektedir. Büyük Resesyon'un etkisiyle Türkiye'den 4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkışı gerçekleşmiştir. 2009-2014 döneminde portföy yatırımları DYY'nin üzerinde gerçekleşmiş, hatta portföy yatırımları 2012 yılında 38 milyar dolar ile rekor kırmıştır.

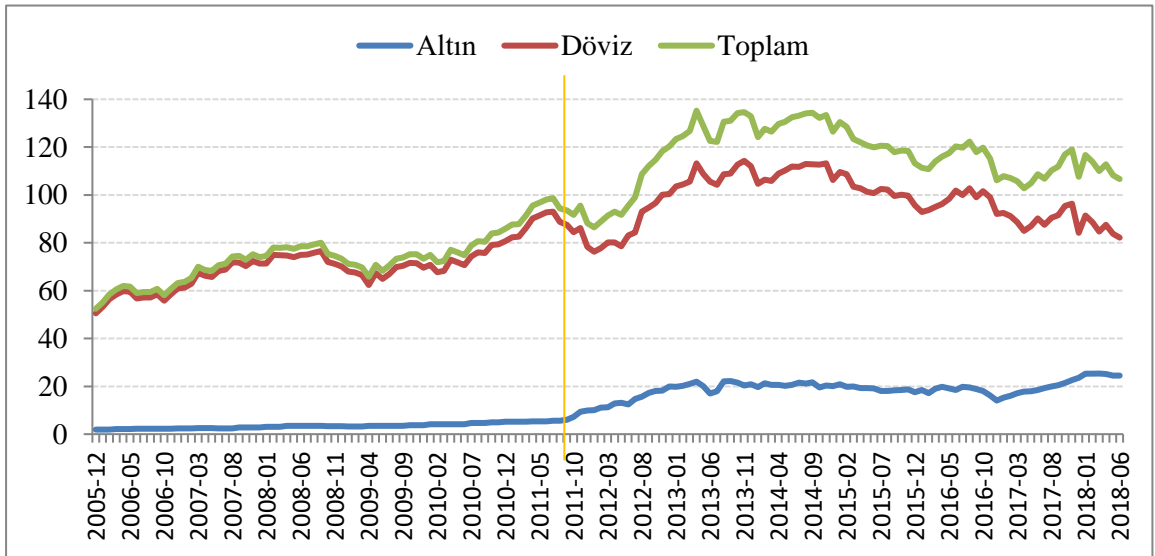
Bu noktada Kasım 2010'dan itibaren TCMB tarafından uygulanmakta olan makro ihtiyati politikaların yeterince etkin olmadığı ve ülkenin önemli miktarda yabancı sermaye akımına maruz kaldığı söylenebilir. Bu konuda makro ihtiyati politikalardan beklenen, portföy yatırımlarının azaltılması, DYY'nin artırılmasıdır. 2015 yılında DYY artarak 18 milyar dolara yaklaşırken, ülkeden 10 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkışı olmuştur. Burada DYY'nin artması olumlu bir gelişme iken, portföy yatırımlarındaki bu dalgalanma ekonomiye zarar vermekte ve finansal istikrarı bozmaktadır. 2017 yılında portföy yatırımları tekrar hızla artarak 24 milyar dolara yükselirken, DYY 11 milyar dolara gerilemiştir. 2018 yılının ilk 4 aylık döneminde ülkeye gelen DYY miktarı 3, portföy yatırımı miktarı 1.66 milyar dolara gerilemiştir. Merkez Bankası'nın bu noktada

alacağı tedbirlerle ülkeye gelen portföy yatırımlarını düşük ve istikrarlı, DYY’i de yüksek ve istikrarlı tutmaya çalışmasında yarar vardır.

#### 4.1.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması ve TCMB Rezervleri

TCMB, 12 Eylül 2011’den itibaren zorunlu karşılık oranları ile ilgili yeni bir para politikası aracı olarak ROM’u kullanmaya başlamıştır. Bu mekanizmaya göre; banka ve finansal kurumlara, TL zorunlu karşılıkların bir bölümünü TCMB’de döviz veya altın olarak tutma kolaylığı sağlanmıştır. Böylelikle, finansal kurumlar, daha düşük maliyetlerle buldukları dövizleri, TL zorunlu karşılık yükümlülükleri karşılığında TCMB’ye yatırmaya başlamıştır. Bu uygulama ile bir yandan finansal kurumların kaynak kullandırma maliyetleri düşürülürken, diğer yandan bu kurumların ve Merkez Bankası’nın uluslararası rezervlerinin artması ve TCMB’nin döviz piyasasını daha kolay yönetebilmesi sağlanmıştır. ROM ile amaç; sermaye hareketleri nedeniyle döviz kurunda yaşanabilecek oynaklıkları azaltmak ve döviz rezervlerini güçlendirmektir. Ayrıca, ROM, yastık altında saklanan olarak nitelendirdiğimiz bankacılık sistemi içerisinde bulunmayan altın veya dövizin ekonomiye kazandırılmasına katkı sağlamaktadır (TCMB, 2016). ROM uygulamasının gerçekleştirildiği dönemde TCMB’nin uluslararası rezervlerinde gerçekleşen değişim Grafik 41’de sunulmuştur.

**Grafik 41: ROM Uygulamasının Gerçekleştirildiği Dönemde TCMB’nin Uluslararası Rezervlerinde Gerçekleşen Değişim**



Kaynak: EVDS (2018h).

Grafik 41'den görüldüğü üzere; ROM uygulamasının başlamasını takip eden kısa bir düşüşün ardından Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde ciddi bir yükseliş yaşanmıştır. Grafikte özellikle altın rezervlerinin çok daha hızlı arttığı dikkatleri çekmektedir. Haziran 2018 tarihi itibarıyla TCMB'nin 24.5 milyar doları altın, 82.1 milyar doları döviz olmak üzere TCMB'nin 106.6 milyar dolarlık rezervi bulunmaktadır.

TCMB'nin toplam uluslararası rezervleri Nisan 2013'te 135.2 milyar dolara kadar yükselmiş, ancak Mayıs 2013'te ABD Merkez Bankası FED'in, krizden çıkış sürecinde uygulamakta olduğu niceliksel genişleme (genişletici para politikası) uygulamasını sonlandıracağını açıklaması ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde ve bu arada Türkiye'de de döviz kuru hızla yükselmeye başlamıştır<sup>145</sup>; TCMB ise, rezervlerini kullanarak bu artışı dengelemeye çalışmıştır. Bu da Merkez Bankası rezervlerinde önemli ölçüde azalışlara neden olmuştur.

## **4.2. UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN GENEL ETKİLERİ**

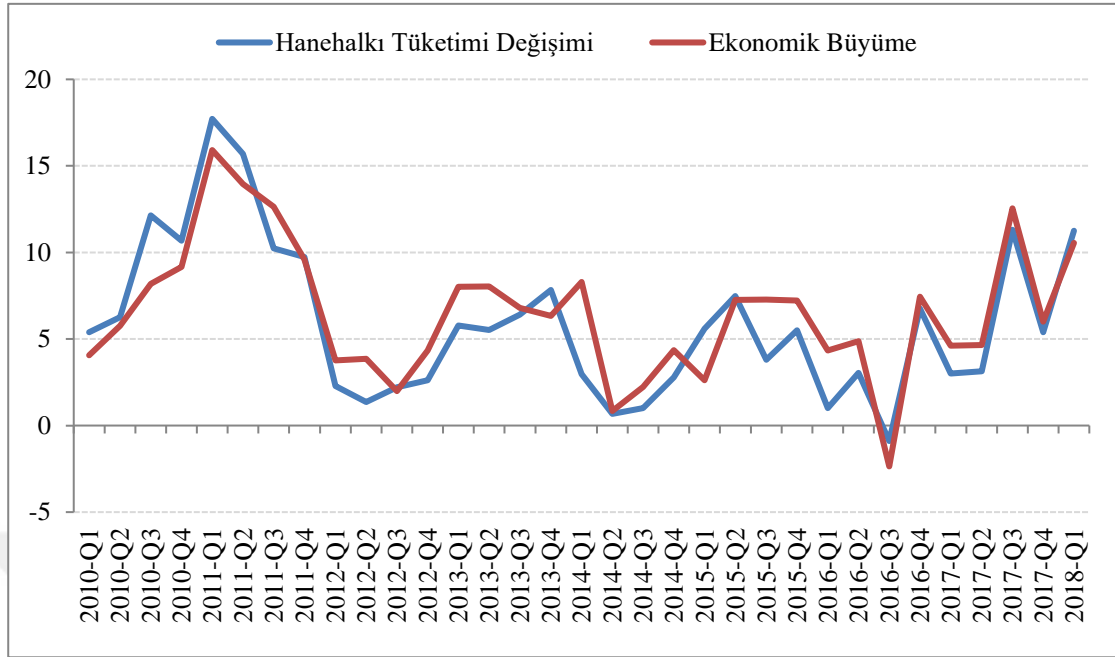
Türkiye'de uygulanan makro ihtiyati politikaların; hanehalkı tüketimi, hanehalkı borçluluğu, iç ve dış talep dengesi, bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı ve bankacılık sektörü tahsili gecikmiş alacakları üzerindeki etkilerine ait bilgiler burada tartışılmıştır.

### **4.2.1. Hanehalkı Tüketimi Büyüme Oranı Üzerindeki Etkileri**

Kasım 2010'dan itibaren Türkiye'de uygulanan makro ihtiyati önlemlerin önemli hedeflerinden biri, hanehalkı tüketimini sınırlandırarak tasarrufların artırılması olmuştur. Aksi takdirde, ülkede üretilenden daha fazlası tüketilmeye başlanmakta, bu da cari işlemler açığına ve finansal kırılganlığa neden olmaktadır. Hanehalkı tüketiminin büyüme oranındaki değişimi görebilmek için bu oranları, söz konusu dönemlerdeki ekonomik büyüme oranlarıyla karşılaştırmak bize yol gösterici olacaktır (Yurdabak, 2015: 150). Bu iki değişkene ait verilerdeki değişimler Grafik 42'de görülmektedir.

<sup>145</sup> Nisan 2013'te 1.80 olan ABD Doları, Haziran 2013'te 1.90'a, Eylül 2013'te 2.02'ye yükselmiştir (EVDS, 2018e).

**Grafik 42: Hanehalkı Tüketim Harcamalarındaki Değişim ve Ekonomik Büyüme**



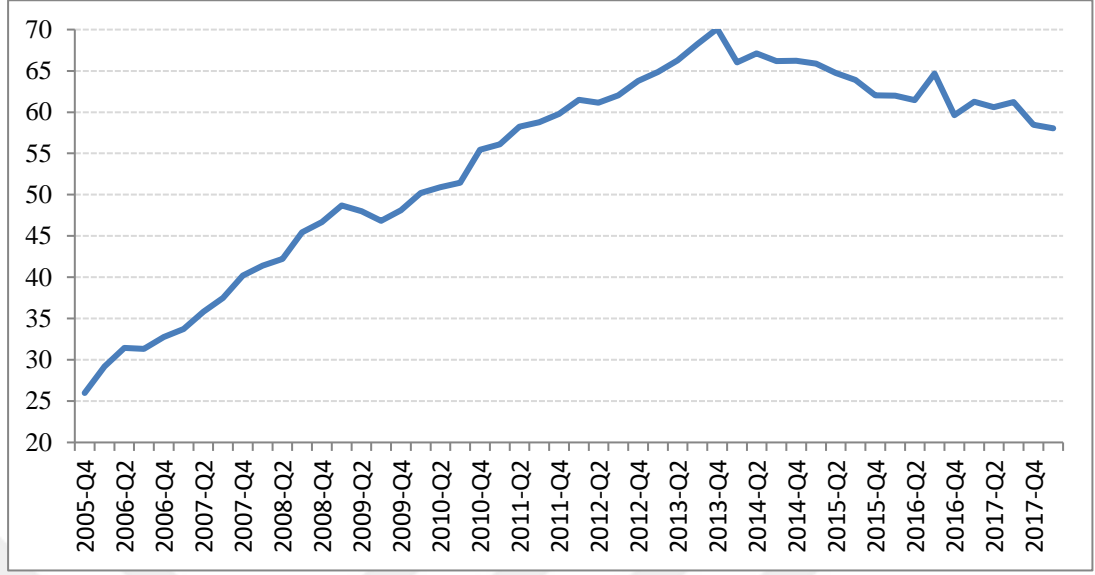
**Kaynak:** EVDS (2018j).

Grafik 42’den de görüldüğü üzere; 2010 yılında hanehalkı tüketimindeki artışlar ekonomik büyümenin üzerinde iken, ilerleyen dönemlerde, alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle ekonomik büyümenin altına düşmüştür. Bu durum, alınan makro ihtiyati önlemlerin, hanehalkının tüketim harcamalarını frenleyerek aşırı borçlanmalarını ve bu bağlamda meydana gelebilecek sistemik riskleri azaltmada etkili olduğunu göstermektedir.

#### 4.2.2. Hanehalkı Borçluluğu Üzerindeki Etkileri

Hanehalkının borçluluk oranının yüksek olması, geri ödenemeyen borçların ve bankalar açısından sorunlu kredilerin (toksik varlıklar) artmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, hanehalkı borçluluk oranı, finansal istikrarın sağlanabilmesi açısından yakından takip edilen bir büyüklüktür. Türkiye’de gerek TCMB gerek BDDK gerekse Finansal İstikrar Komitesi’nin diğer paydaşları, Kasım 2010’dan itibaren aldıkları makro ihtiyati önlemler aracılığıyla hanehalkının borçluluk seviyesini de kontrol altına almaya çalışmışlardır. Hanehalkı borçlarının milli gelire oranındaki değişimler Grafik 43’ten izlenebilmektedir.

**Grafik 43: Hanehalkı Borçları / GSYH (%)**



**Kaynak:** EVDS (2015j, 2018k).

Grafik 43'te hanehalkı borçluluk düzeyi; tüketici kredileri ve kredi kartları ile yapılan harcamalarla ölçülmüştür. GSYH olarak, harcama yöntemiyle hesaplanan cari GSYH değerleri kullanılmıştır. Elde edilen verilerin ilk haliyle çizilen grafikte önemli ölçüde mevsim etkisi gözlemlendiği için, elde edilen seri Eviews 9 programında Moving Average (Hareketli Ortalamalar) yöntemiyle mevsim etkilerinden arındırılmış, sonra grafiği çizilmiştir.

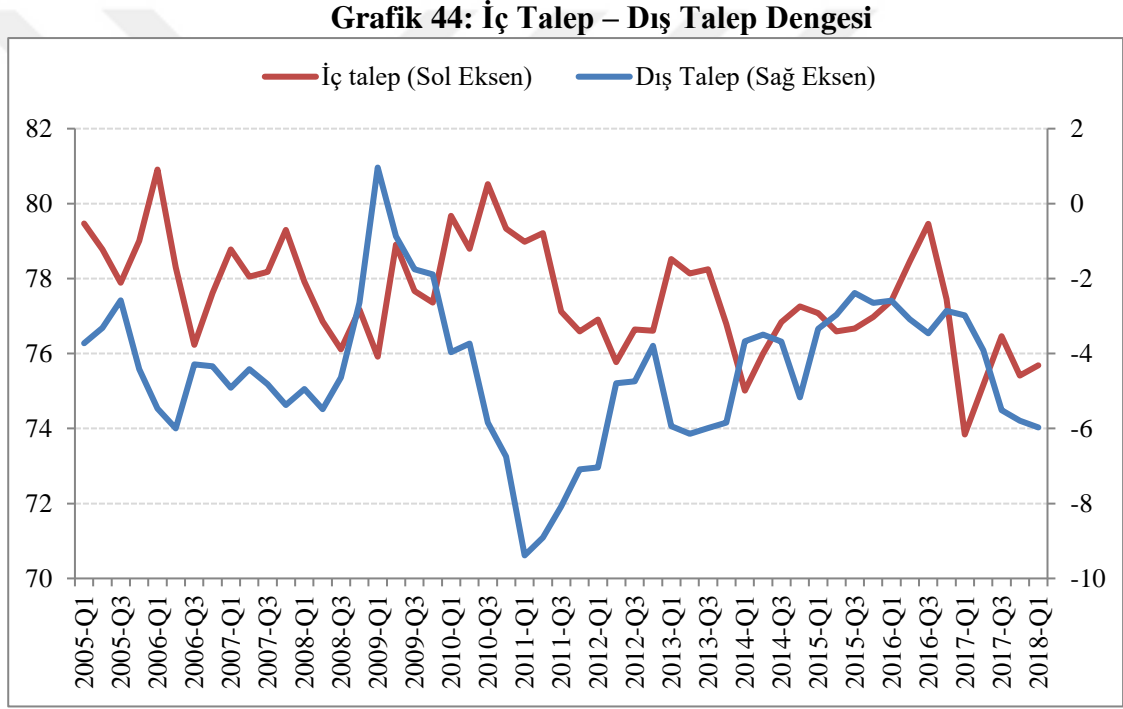
Grafik 43 incelendiğinde; 2005 yılından 2013 yılı ortalarına kadar hanehalkının borçlarında bir artış yaşandığı, 2013 yılında kredi kartlarına ve diğer kredi türlerine yönelik alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle hanehalkı borç seviyesinin belirgin biçimde azalmaya başladığı görülmektedir. Bu yönüyle de, alınan makro ihtiyati önlemlerin amacına ulaştığı ve başarılı olduğu söylenebilir.

#### **4.2.3. İç Talep – Dış Talep Dengesi Üzerindeki Etkileri**

Büyük Resesyon'dan önce ihracatının %65'ini ABD ve Avrupa ülkelerine yapan Türkiye'nin ihracatı, 15 Eylül 2008'i takip eden dönemde hızla düşmüştür. Türkiye'nin ihracatı 2009 yılında %22.6 oranında azalmıştır. Stokları şişen ve ürettikleri malları depolayacak alan bulmakta zorlanan otomotiv firmaları, arka arkaya üretimlerine kısa süreli ara vermeye ve sonrasında işçi çıkarmaya başlamıştır. Benzer bir durumun diğer sektörlerde de yaşanmaya başlanmasıyla birlikte, Şubat 2009'da işsizlik oranları %16.2

ile tarihi bir seviyeye yükselmiştir. Bunun üzerine hükümet, daralan dış talep yerine iç talebi uyardırmaya karar vermiş ve Nisan 2009'dan itibaren beyaz eşya, mobilya ve otomotiv sektöründe KDV ve ÖTV indirimleri yapmıştır; ayrıca, 6 aylık geçici istihdam alanları<sup>146</sup> oluşturmuştur<sup>147</sup>.

Kriz döneminde uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle artan iç talep, kredi hacmi artışını ve cari açığı yükseltmeyi beraberinde getirmiştir. Bu yüzden de, Kasım 2010'dan itibaren alınan makro ihtiyati önlemlerle, iç talep kısılmaya dış talep artırılmaya çalışılmıştır. Talep yapısındaki değişim Grafik 44 yardımıyla izlenebilir.



**Kaynak:** EVDS (2018b; 2018n).

Grafik 44'te dış talep; mal ve hizmet ihracatından mal ve hizmet ithalatı toplamı çıkartılıp GSYH'ye bölünerek, iç talep; GSYH'den dış talebi oluşturan net mal ve hizmet ihracatı çıkartılıp GSYH'ye bölünerek, elde edilmiştir (Yurdabak, 2015: 147-148). TCMB'nin veri dağıtım sisteminde (EVDS) dış ticaret ve hizmet geliri verileri milyon dolar cinsinden, GSYH verileri bin TL cinsinden yayınlandığı için, ortalama

<sup>146</sup> Kamu yararına istihdam; okulların boyanması, yol kenarlarının temizlenmesi gibi alanlarda çalıştırılmak üzere alınan kişiler.

<sup>147</sup> O dönemde basında yer alan "Bir çiçek alın, ekonomiye can verin" ifadelerini hatırlayınız.

döviz kuru kullanılarak veriler aynı türe çevrilmiş, sonra bu işlemlerde kullanılmıştır. Bulunan serilerde mevsim etkilerinin olduğu gözlemlendiği için seriler Eviews 9 ekonometrik analiz programına aktarılmış ve ‘‘Hareketli Ortalamalar’’ yöntemiyle, seriler mevsim etkilerinden arındırılmıştır. Sonra da, serilerin grafiği çizilmiştir.

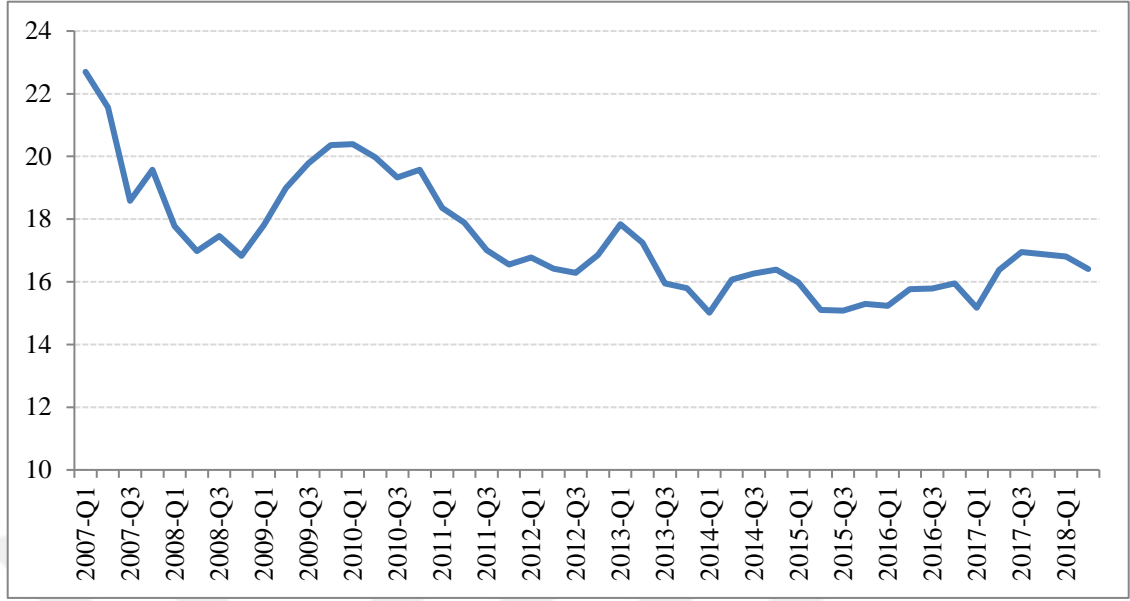
Grafik 44 incelendiğinde; 2008 yılı son çeyreğinden itibaren dış talebin hızla düştüğü, buna karşılık 2009 yılı 2. çeyreğinden itibaren iç talebin arttığı görülmektedir. 2011 yılında alınan makro ihtiyati önlemler ve dış ticarete yeni pazar arayışlarının etkisiyle dış talep artmaya, iç talep azalmaya başlamıştır. Bu noktada, Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikaların iç talebi frenlemede etkili olduğu söylenebilir. Grafikte ayrıca 2017 yılından itibaren dış ticarete yaşanan daralma da dikkat çekmektedir.

#### **4.2.4. Bankacılık Sektörü Sermaye Yeterlilik Oranı Üzerindeki Etkileri**

Sermaye yeterlilik oranı; bankacılık sektörünün öz kaynakları ile, almış olduğu riskler arasındaki ilişkiyi ölçmek ve bankaların, hem kendilerini hem de finansal sistemi riske sokabilecek düzeyde riskli işlemlerden kaçınmasını sağlamak amacıyla Basel Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Komitesi tarafından belirlenmiş bir ölçüttür. Basel II kriterlerinde %8 olarak belirlenen bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı, BDDK tarafından, bankacılık sistemini daha da güçlü tutabilmek adına, Türk bankacılık sisteminde %12 olarak uygulanmaktadır (Ceylan, 2014). Bu oranın yüksek olması, bankacılık sektörünün finansal risklere karşı dayanıklı olduğunu göstermektedir. Türkiye’deki bankacılık sektörünün genel sermaye yeterlilik oranı verilerindeki değişim Grafik 45 yardımıyla incelenebilir.



**Grafik 45: Bankacılık Sektörü Sermaye Yeterlilik Oranı**



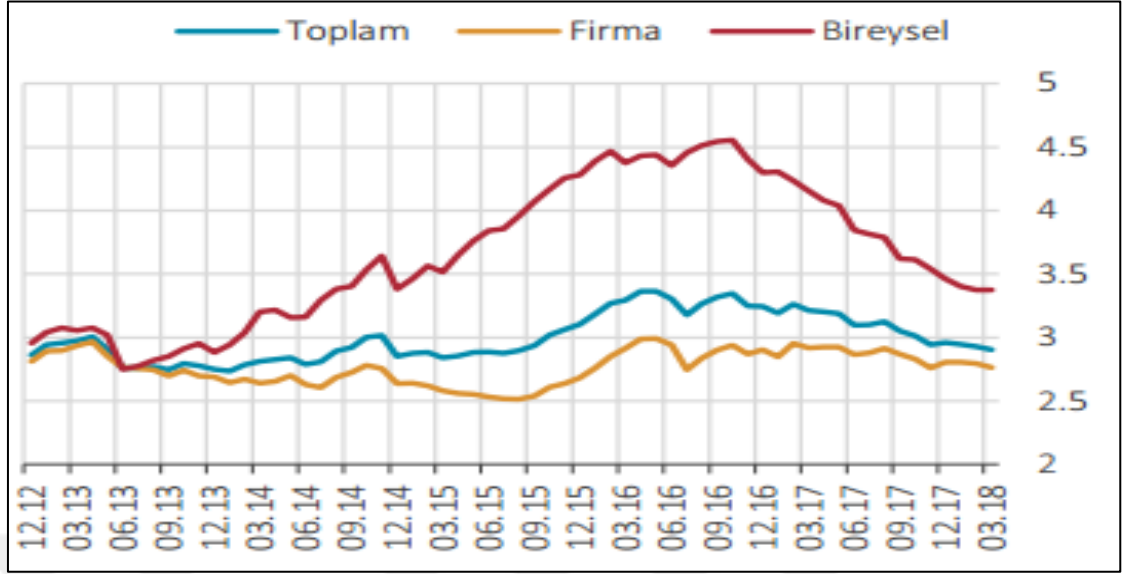
**Kaynak:** BDDK (2018k)

Grafik 45'ten de görüldüğü gibi Büyük Resesyon'un etkisiyle hızla düşen bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı, 2010 yılında alınan makro ihtiyati önlemlerle önemli ölçüde artmıştır. BDDK ve diğer kurumların bu alanda 2010 yılında başarılı olduğu söylenebilmektedir. Ancak, sonraki yıllarda bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı, ekonomide artan risk iştahı ile birlikte tekrar düşmeye başlamış, 2014 yılı ilk çeyreğinde %15'e kadar gerilemiştir. Yapılan küçük müdahalelerle tekrar %16 bandının üzerine çıkan bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı, Haziran 2018 itibarıyla %16.4'tür. Bu verilerden de görüldüğü üzere, Türkiye'de bankacılık sektörü, sistemik risklere karşı oldukça dayanıklı olup, Basel II kriterlerinde öngörülen bankacılık sektörü sermaye yeterlilik seviyesinin %100 üzerindedir.

#### **4.2.5. Bankacılık Sektörü Tahsili Gecikmiş Alacaklar Üzerindeki Etkileri**

Bankacılık sektörü için en önemli finansal risk ölçütlerinden biri de tahsili gecikmiş alacakların (TGA) toplam kredilere oranının yüksek olmasıdır. Türkiye'de TCMB, BDDK, TMSF ve SPK; TGA'daki değişimleri yakından takip etmekte ve bu konuda aldıkları makro ihtiyati önlemlerle, finansal sistemi etkileyebilecek sistemik risk oluşumunu engellemektedir. TGA'daki değişimler Grafik 46'da görülmektedir.

**Grafik 46: Tahsili Gecikmiş Alacaklardaki Değişim (%)**



Kaynak: TCMB (2018ü: 3)

Grafik 46'dan da görüldüğü üzere; bireysel kredilerdeki ödeme gecikmeleri 2015-2016 döneminde artmış, ancak ilgili kurumlar tarafından alınan makro ihtiyati tedbirlerle 2017-2018 döneminde başarılı bir şekilde azaltılmıştır. Mart 2018 itibarıyla Türkiye'de ödemesi gecikmiş alacakların toplam kredilere oranı %3'ün altındadır.

### **4.3. UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİNE YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ**

Türkiye'de artan kredi hacmi, bir yandan ülkede hanehalkı tüketim harcamalarını ve özel sektör yatırımlarını desteklerken diğer yandan da ithal lüks mallara olan talebi yükselterek ülkenin ithalatını, dış ticaret açığını ve cari işlemler açığını artırmaktadır. Bu bağlamda, uygulanan makro ihtiyati politikaların en önemli hedefi, ülkede kredi hacmi artışını sınırlandırarak cari işlemler açığının kontrol altına alınması ve finansal istikrarın sağlanarak ekonomik kriz riskinin ortadan kaldırılması olgularından oluşmaktadır (Göçer, Mercan ve Peker, 2013: 2).

Cari işlemler açığı, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizlerin en önemli tetikleyicilerinden biridir. Dış finansmana bağımlılığı yüksek olan, gelişmekte olan ülkelerde, *cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının %4'ü aşması durumunda*, ülkelerin finansal kriz riskiyle karşı karşıya olduğu kabul edilebilmektedir (Dornbusch

ve Fischer, 1994; Eren ve Süslü, 2001: 662-663). Freund (2000), bu oranı %5 olarak almış ve bu eşik değerin aşılmasını bir finansal kriz sinyali olarak kabul etmiştir.

Labonte (2005)'ye göre; 1990 sonrası dönemde Türkiye, Meksika, Doğu Asya ülkeleri, Arjantin ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerde görülen yüksek cari açıklar, finansal krizler için en önemli öncü göstergedir. Cari açığın artması, borçlanmayı artırmakta, devalüasyon beklentilerini güçlendirip sermaye çıkışını hızlandırarak finansal sistemin kırılganlığını artırmakta ve ülkede kriz beklentilerinin yükselmesine neden olmaktadır (Celasun, 2002: 21).

Türkiye'de yaşanan 1994 ve 2001 Ekonomik Krizleri'nin arkasındaki en önemli faktörlerden biri, o dönemlerde yaşanan yüksek cari işlemler açıklardır. Türkiye'de cari işlemler açığının GSYH'ye oranı; 1994 Ekonomik Krizi öncesinde %3.5, 2001 Krizi öncesinde %3.6 olmuş ve 2004 yılından itibaren sürekli artarak 2011'de %8.9'a yükselmiştir. Bu durumun ülke ekonomisi için taşıdığı riskleri gören hükümet ve TCMB, cari işlemler açığını ve ülkedeki kriz riskini azaltıcı makro ihtiyati tedbirler almışlardır. Buna rağmen, 2017 yılı itibarıyla cari açığın GSYH'ye oranı %5.5 olmuştur (World Bank, 2018a).

Büyük Resesyon sonrasında, Türkiye'de ve dünyada uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının etkisiyle 2011 yılında Türkiye'de cari işlemler açığı 75 milyar dolara (GSYH'nin %8.9'una) ulaşarak, ülkeyi ciddi bir ekonomik krizin eşiğine getirmiştir. O dönemde, TCMB ve diğer yetkili kurumlar tarafından yapılan incelemelerde bu artışın arkasında, Aralık 2011'de yıllık artış hızı %35'lere ulaşan yurtiçi kredi hacminin olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, önce TCMB sonra BDDK ve diğer kuruluşlar tarafından alınan makro ihtiyati önlemler aracılığıyla bankacılık sektörü tarafından yurtiçine sağlanan kredi hacminin artış hızı düşürülmüştür; bu bağlamda, cari işlemler açığı 2012 yılında 47 milyar dolara (GSYH'nin %5.5'ine) inmiştir. Son yıllarda da %5'in üzerinde dalgalanmaya devam eden cari işlemler açığı, günümüzde Türkiye ekonomisinin en zayıf noktalarından birini oluşturmaktadır (TCMB, 2018b; TCMB, 2018c; TCMB, 2018za). Bu nedenle bankacılık sektörü tarafından yurtiçine sağlanan kredi miktarı ile cari işlemler açığı arasındaki etkileşimin yakından takip edilmesinde ve sıklıkla analiz edilerek, gerekli politika önerilerinin geliştirilmesinde yarar vardır.

Çalışmanın bu aşamasında Türkiye’de 1992:Q1-2017:Q4 döneminde bankacılık sektörü tarafından yurtiçine sağlanan toplam kredi hacminin, cari işlemler açığı üzerindeki etkileri, yapısal kırılmalı zaman serisi analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Analiz döneminde, Türkiye ekonomisini yakından etkileyen 1994 Krizi, 1996’da AB ülkeleriyle devreye giren Gümrük Birliği Anlaşması, Kasım 2000 Krizi, Şubat 2001 Krizi, 2008 Büyük Resesyonu ve 2010 yılından itibaren uygulanan makro ihtiyati politikalar gibi ekonomide yapısal dönüşüme neden olan faktörler yer aldığı için çalışmada yapısal kırılmalı zaman serisi analizi yöntemleri kullanılmıştır.

### 4.3.1. Veri Seti

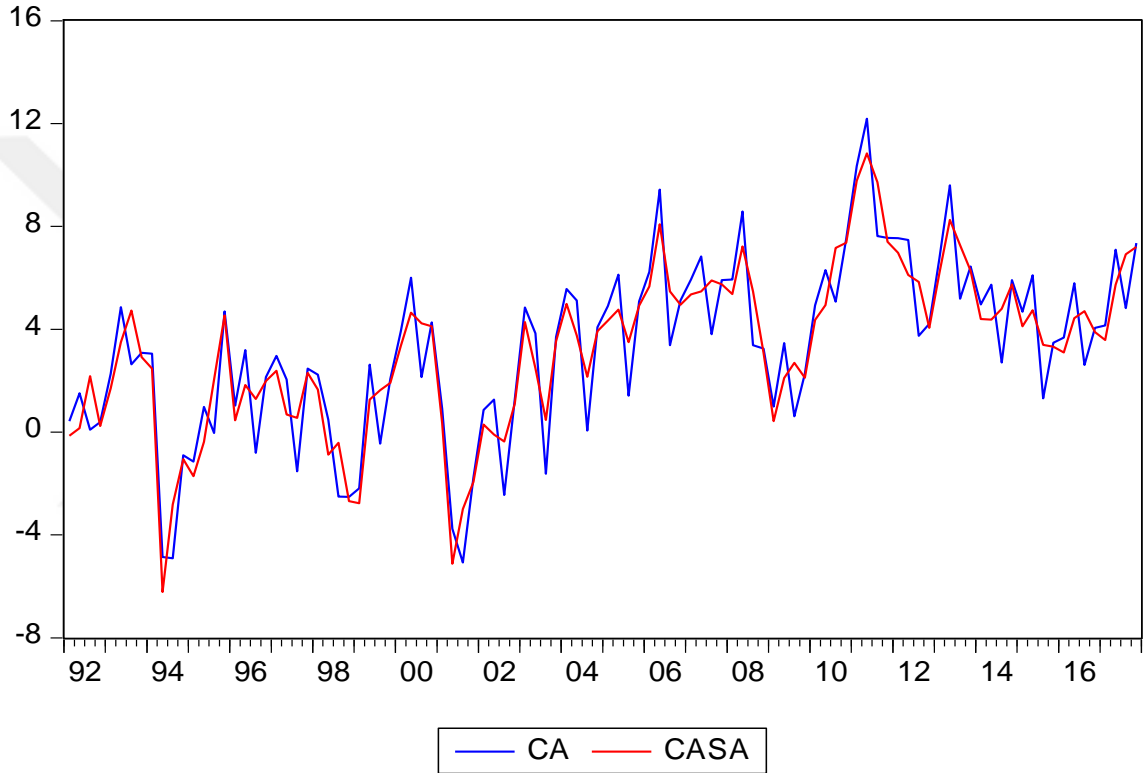
Bu çalışmada bankacılık sektörü tarafından yurtiçine sağlanan toplam kredi hacminin (KH) cari işlemler açığı (CA) üzerindeki etkilerini inceleyebilmek için 1992:Q1-2017:Q4 dönemi verileri kullanılmıştır. CA verileri; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası-Elektronik Veri Dağıtım Sisteminde (EVDS, 2018b) yer alan Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6. El Kitabı) bölümünden milyon dolar olarak alınmış, ortalama ABD Dolar kuru kullanılarak TL’ye dönüştürülmüş ve harcama yöntemiyle hesaplanmış cari GSYH değerlerine bölünerek elde edilmiştir. Cari GSYH değerlerinin seçilme nedeni, cari işlemler dengesi verilerinin ve döviz kurlarının cari veriler olmasıdır. Çeyrek dönemlik verilerin kullanılma nedeni, GSYH verilerinin aylık değil, çeyrek dönemlik periyotlar halinde yayınlanıyor olmasıdır. Analizin 1992:Q1’den başlatılmasının nedeni, Türkiye’de CA verilerinin bu tarihten itibaren çeyrek dönemlik olarak yayınlanıyor olmasıdır. Bu yönüyle çalışmada, ulaşılabilen en geniş veri setinin kullanılmasına gayret edilmiştir. KH verileri, (EVDS, 2018a)’dan alınan TL cinsinden Bankacılık Sektörü-Yurtiçi Kredi Hacmi verilerinin, bir önceki döneme göre artışlarından oluşmaktadır. Böylece çalışmada, *Bankacılık Sektörü-Yurtiçi Kredi Hacmindeki artışlar ile cari işlemler dengesinin GSYH’ye oranı* arasındaki etkileşim incelenmiştir. CA/GSYH verisi; dış ticaret, turizm ve GSYH gibi mevsim etkilerini içeren değişkenlerden türetildiği için mevsim etkilerini barındırabilecektir<sup>148</sup>. Bu nedenle seri, ‘‘Hareketli Ortalamalar (Moving Average)’’ yöntemiyle mevsim

<sup>148</sup> Serilerde mevsim etkilerinin varlığını tespit etmenin en kolay yolu, serinin grafiğine bakmaktır. Seride testere dişine benzer çıkıntılar (periyodik artış ve azalışlar) olduğunda, bu durum seride mevsim etkilerinin varlığına bir delil olarak kabul edilmektedir.

etkilerinden arındırılmıştır. CA serisi genellikle negatif, KH serisi pozitif değerlerden oluşmaktadır. Bu iki seri arasındaki etkileşimi aynı yöne çevirebilmek amacıyla, CA serisi, Göçer, Mercan ve Peker (2013) izlenerek, -1 ile çarpılmış ve analizlerde bu şekilde kullanılmıştır<sup>149</sup>.

Çalışmada kullanılan serilerin düzey değerleri ve mevsim etkilerinden arındırılmış hallerine ait grafikler aşağıda sunulmuştur:

**Grafik 47: CA ve CASA (Mevsim Etkilerinden Arındırılmış CA)**

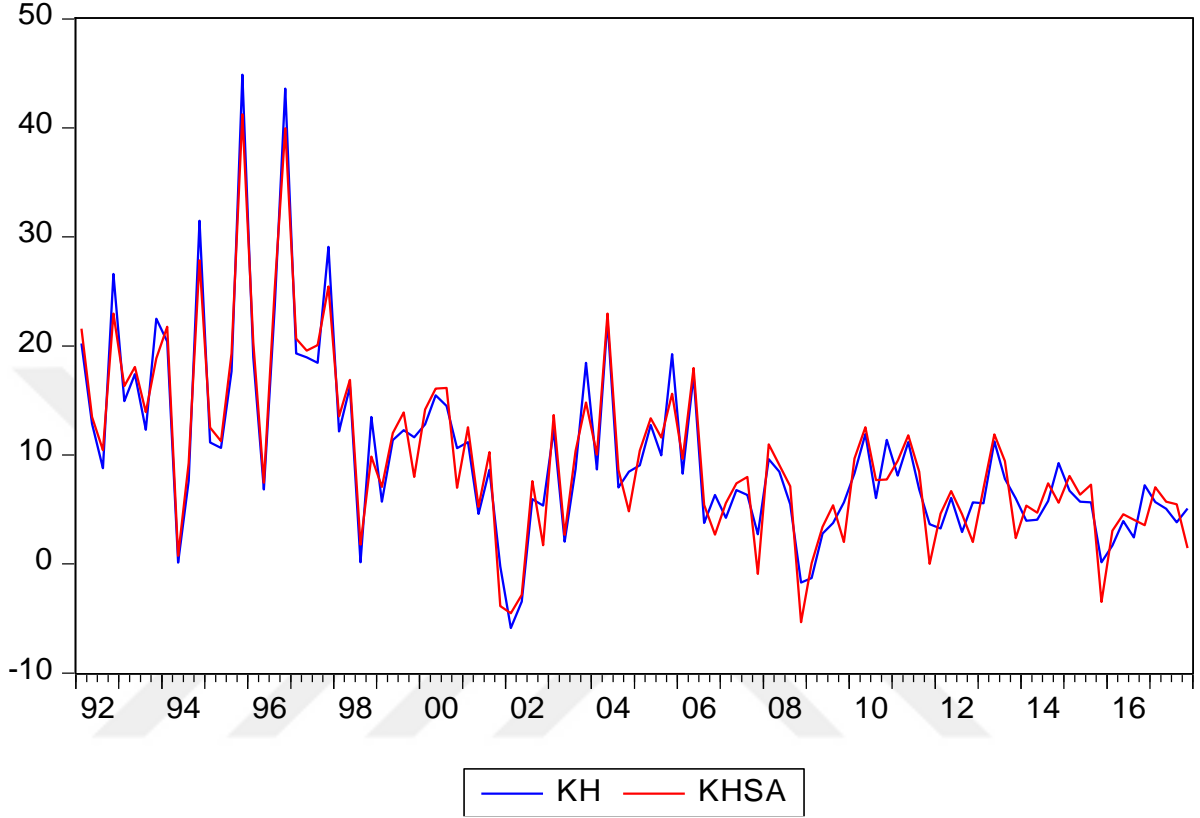


Grafik 47'den görüldüğü üzere CA serisinde çok fazla periyodik dalgalanma mevcut olup, CASA (mevsim etkilerinden arındırılmış CA serisi) serisinin sivriliklerden uzak, daha yumuşak geçişli olduğu görülmektedir. Bu durum, CA serisinde gerçekten mevsim etkilerinin var olduğunu ve mevsim etkilerinden arındırma işleminin gerekli

<sup>149</sup> Bu işlemi zorunlu kılan en temel faktör; negatif serilerdeki azalma kavramının açıklanmasında yaşanan güçlülük. Matematiksel olarak Bir sayının -20'den -30'a gelmesi matematiksel olarak bir azalmayı ifade ederken; cari açık için bir artış anlamı taşımaktadır. Burada yapıldığı şekilde CA verileri -1 ile çarpıldığında az önceki değişim, 20'den 30'a gelmek şekline dönecek ve herhangi bir kavram kargaşası yaşanmaksızın cari açığın arttığını gösterecektir.

olduğunu göstermektedir. Bu nedenle analizin ilerleyen aşamalarında CA serisi yerine CASA serisi kullanılmıştır.

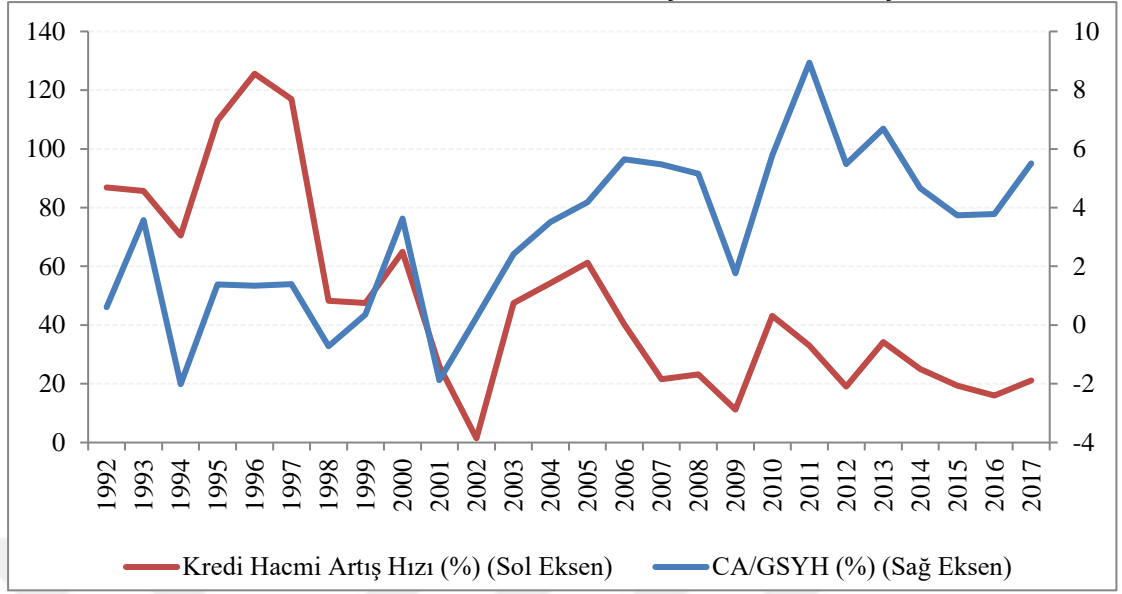
**Grafik 48: KH ve KHSA (Mevsim Etkilerinden Arındırılmış KH) Grafiği**



Grafik 48'e bakıldığında periyodik sivriliklerin görece daha az olduğu ve mevsim etkilerinden arındırılmış seri (KHSA) ile arındırılmamış seri (KH) arasında önemli bir fark olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda, seriler üzerinde daha az değişiklik yapılmasının, serinin gerçek özelliklerini yansıtma konusunda daha yararlı olacağı gerçeğinden hareketle, analizin ilerleyen aşamalarında KH serisinin kullanılmasının gerektiğine karar verilmiştir.

Kredi hacmi artış hızı ile cari açık/GSYH oranı arasındaki etkileşim Grafik 49'da görülmektedir.

**Grafik 49: Kredi Hacmi Artış Hızı ve Cari Açık**



**Kaynak:** EVDS (2018a, 2018b, 2018c) ve World Bank (2018a, 2018b) verileri kullanılarak çizilmiştir.

Grafik 49'dan da görüldüğü gibi; bankacılık sektöründe yurtiçinde dağıtılan toplam kredi hacmi ile cari işlemler açığı serileri eşanlı hareket etmektedir. Kredi hacmi arttığında, ülkede ithal lüks tüketim mallarına olan talep artmakta, bu da dış ticaret açığını ve cari açığı artırmaktadır. Analizin bu noktasında olaya sadece nihai tüketim malı ithalatı noktasında bakmak da yanlış olacaktır. Çünkü, artan kredilerin belirli bir kısmı firmalar tarafından işletme kredisi ve yatırım kredisi olarak kullanılmaktadır ve bu krediler, ülkede üretimin ve ihracatın artmasına ve cari açığın azalmasına yardımcı olmaktadır. Tabii burada yine karşımıza, ihracatın ve üretimin ithalata olan yüksek bağımlılığı, çıkmaktadır (Eğilmez, 2018). Görülmektedir ki, Türkiye'nin bir an önce bu kısır döngüden kurtulması şarttır.

### 4.3.2. Model

Bu çalışmada bankacılık sektörü tarafından yurtiçine sağlanan toplam kredi hacminin ( $KH$ ) cari işlemler açığı ( $CA$ ) üzerindeki etkileri, Göçer vd. (2013); Gacaner Atış ve Saygılı (2014); Akçayır ve Albeni (2016); Güneş ve Yıldırım (2018) izlenerek oluşturulan aşağıdaki model yardımıyla incelenmiştir:

$$CA_t = \theta_0 + \theta_1 KH_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Burada  $CA$ ; cari işlemler dengesinin (açığının) GSYH'ye oranını,  $KH$ ; bankacılık sektörü tarafından yurtiçine sağlanan toplam kredi hacminin artış hızını,  $t$ ; zaman boyutunu ve  $\varepsilon_t$ ; ortalaması sıfır, varyansı sabit, normal dağılıma sahip hata terimleri serisini göstermektedir.  $\theta_0$ ; kredilerden bağımsız faktörlerin etkisiyle oluşan cari açığı,  $\theta_1$ ; kredi hacmindeki artışlara bağlı olarak oluşan cari açığı ifade etmektedir. Analiz sonucundaki beklentimiz ( $\theta_1 > 0$ ) çıkması yönündedir.

### 4.3.3. Birim Kök Testi

Zaman serisi analizlerinin güvenilir olabilmesi için, verilerin yapısına uygun analiz yöntemlerinin kullanılması, bunun için de öncelikle serilerin durağanlıklarının sınanması gerekmektedir (Gujarati ve Porter, 2012: 744). Bu çalışmada; analiz dönemi uzun olduğu ve bu dönemde Türkiye ekonomisini yakından etkileyen 1994 Krizi, 1996'da AB ülkeleriyle devreye giren Gümrük Birliği Anlaşması, Kasım 2000 Krizi, Şubat 2001 Krizi, 2008 Büyük Resesyonu ve 2010 yılından itibaren uygulanan makro ihtiyati politikalar gibi ekonomide yapısal dönüşüme neden olan faktörler yer aldığı için serilerin durağanlığı, seride yapısal kırılmaların varlığına izin veren Vogelsang ve Perron (1998) tarafından geliştirilen "Yapısal Kırılmalı ADF Birim Kök Testi" ile sınanmıştır. Bu testin hipotezleri şunlardır:

$H_0$ : Yapısal kırılmalar altında seri durağan değildir,

$H_1$ : Yapısal kırılmalar altında seri durağandır.

Bu hipotezleri test etmek için gerekli olan kritik değerlere, Vogelsang (1993)'te yer verilmiştir. Yapılan bu çalışmada daha önce de belirttiğimiz üzere "Vogelsang ve Perron (1998) Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi" yapılmıştır, bu bağlamda elde edilen bulgular Tablo 31'de gösterilmiştir, yapısal kırılma grafikleri ise Ek 4'te sunulmuştur.



**Tablo 31: Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları**

<i>Değişken</i>	<i>Vogelsang ve Perron ADF Test İstatistiği</i>	<i>Kritik Değerler</i>			<i>Yapısal Kırılma Tarihi</i>
		<i>%1</i>	<i>%5</i>	<i>%10</i>	
<i>CA</i>	-5.328**	-5.347	-4.859	-4.607	2003:Q3
<i>KH</i>	-3.691	-5.067	-4.524	-4.261	2002:Q2
<i>ΔKH</i>	-13.568***	-4.949	-4.443	-4.193	1995:Q4

**Not:** Optimum gecikme uzunlukları ‘‘Akaike Bilgi Kriteri’’ kullanılarak tespit edilmiştir. \*\*\* ve \*\*, sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde durağanlığı göstermektedir. Δ; Serinin birinci farkının alındığını ifade etmektedir.

Tablo 31’deki sonuçlara göre CA serisi düzey değerinde, KH serisi birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Yani CA serisi I(0), KH serisi I(1)’dir. Serilerin ikisi de düzeyde durağan olmadığı için, bu serilerin düzey değerleriyle doğrudan yapılacak regresyon analizlerinde *sahte regresyon sorunu* ile karşılaşılacaktır. Bu nedenle, öncelikle, eşbütünleşme testi yapılması gerekmektedir (Göçer, 2016: 279). Elde edilen yapısal kırılma tarihlerine bakıldığında; 1995 yılı, 5 Nisan 1994 Ekonomik Krizi’nin ve 1995 Meksika Ekonomik Krizi’nin yansımalarını, 2002 ve 2003 yılları ise, 3 Kasım 2002 seçimleri sonrasında kurulan güçlü tek parti iktidarının ve Mart 2003’te ABD’nin Irak’a müdahalesiyle başlayan II. Körfez Savaşı’nın etkilerini göstermektedir.

#### 4.3.4. Eşbütünleşme Testi

Bu çalışmada serilerden bir tanesi I(0), bir tanesi I(1) olduğu için seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkileri Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ‘‘Sınır Testi’’ ile incelenmiştir. Sınır Testi’nde kullanılan modelin bu çalışmaya uyarlanmış hali:

$$\Delta CA_t = \alpha_0 + \sum_{k=1}^m \alpha_{1k} \Delta CA_{t-k} + \sum_{k=0}^n \alpha_{2k} \Delta KH_{t-k} + \alpha_3 CA_{t-1} + \alpha_4 KH_{t-1} + e_t \quad (3)$$

Burada  $m$  ve  $n$  optimum gecikme uzunlukları olup, ‘‘Akaike Bilgi Kriteri’’ veya ‘‘Schwarz Bilgi Kriteri’’ kullanılarak belirlenmiştir. Sınır Testi yapılırken; Denklem (3) tahmin edilmekte, serilerin düzey değerlerinin bir dönem gecikmeli değerlerine ( $CA_{t-1}$  ve  $KH_{t-1}$ ) kısıt konulmakta ve bir  $F$  testi yapılmaktadır. Elde edilen  $F$  istatistiği; Pesaran, Shin ve Smith (2001) çalışmasında yer alan üst sınır değerinden

büyük olduğunda seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olduğuna, alt sınır değerinden küçük olduğunda seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığına karar verilmektedir. Elde edilen  $F$  istatistiği, alt ve üst sınır değerleri arasında kaldığında ise eşbütünleşmenin varlığı konusunda kesin bir karar verilememektedir (Kızılkaya, Sofuoğlu ve Karaçor, 2016: 210).

Sınır Testinin hipotezleri:

$H_0: \alpha_3 = \alpha_4 = 0$  Seriler Arasında Eşbütünleşme yoktur

$H_1: \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq 0$  Seriler Arasında Eşbütünleşme vardır

şeklindedir.

Bu çalışmada, ‘‘Sınır Testi’’ yapılmış ve ulaşılan bulgular Tablo 32’de belirtilmiştir; bu işleme ait ekran görüntüsü ise Ek 5’te sunulmuştur.

**Tablo 32: Eşbütünleşme Testi Sonuçları**

<i>F-istatistiği</i>	<i>Sınır Testi Kritik Değerleri</i>					
	<i>Alt Sınır</i>			<i>Üst Sınır</i>		
	<i>10%</i>	<i>5%</i>	<i>1%</i>	<i>10%</i>	<i>5%</i>	<i>1%</i>
<b>6.74***</b>	4.05	4.68	6.10	4.49	5.15	6.73

**Not:** \*\*\*; %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmenin var olduğunu göstermektedir.

Tablo 32’deki sonuçlara göre; elde edilen  $F$  istatistiği %1 önem derecesine sahip üst kritik değer olan 6.73’ten büyük olduğu için  $H_0$  hipotezi reddedilir. Yani, Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığı ile kredi hacmi artış hızı eşbütünleşiktir. Bunun anlamı; serilerin uzun dönemde birlikte hareket etmekte oldukları ve yapılacak analizlerde sahte regresyon problemiyle karşılaşılmayacağıdır.

Eşbütünleşme denklemindeki yapısal kırılma tarihleri Bai ve Perron (2003) yöntemi ile tespit edilmiş olup, elde edilen tarihler Tablo 33’te belirtilmiştir; bu işleme ait ekran görüntüsü ise Ek 6’da sunulmuştur.

**Tablo 33: Eşbütünleşme Denkleminde Belirlenen Yapısal Kırılma Tarihleri**

Yapısal Kırılma Tarihleri
1999:Q1, 2001:Q4, 2006:Q1, 2011:Q1, 2012:Q2

**Not:** Test yönteminde en fazla 5 yapısal kırılmaya izin verilmiş, kırılma sayısı ve kırılma tarihleri test yöntemi tarafından otomatik (içsel) olarak belirlenmiştir.

Tablo 33'teki yapısal kırılma tarihleri *kukla değişkenlerle* uzun dönem analizine dâhil edilmiştir. Bu işlemde kukla değişkenler oluşturulurken; yapısal kırılmanın olduğu döneme 1, diğer dönemlere 0 değerleri verilmiştir. Tespit edilen yapısal kırılma tarihlerine bakıldığında, 1999; 1998 Rusya Borç Krizi ve Türkiye'deki dövizdeki hızlı artış nedeniyle ekonominin %3.3 küçüldüğü dönemi, 2001; Şubat 2001 Krizi'ni, 2006; Türkiye'ye yönelik DYY (Doğrudan Yabancı Yatırımları)'nin 20 milyar doları aştığı, ekonomik büyümenin %7'yi geçtiği ve 2004, 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla gerçekleşen %9.6, %9 ve %7.1'lik ekonomik büyümeye bağlı olarak artan cari işlemler açığını gösteren dönemi, 2011; Büyük Resesyon'dan çıkış sürecinde uygulanan genişletici para ve maliye politikaları ve bunun sonucunda 2011'de gerçekleşen %11.1'lik ekonomik büyüme oranı ve buna bağlı olarak milli gelirin %8.9'una yükselen 77 milyar dolarlık cari açığı ve son olarak 2012; 2011'de 77 milyar dolara ulaşan cari işlemler açığını frenleyebilmek için uygulanmaya başlanan makro ihtiyati politikaların etkisiyle, yurtiçi kredi hacminin artış hızının %35'ten %15'e düşürülerek cari açığın ve ekonomik büyümenin azaltıldığı dönemi göstermektedir.

#### 4.3.5. Uzun Dönem Analizi

Eşbütünleşme ilişkisi Sınır Testi yöntemiyle incelendiğinde, uzun dönem analizi ARDL (Autoregressive Distributed Lags: Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model) yöntemiyle yapılmaktadır (Tung, 2015: 83). Bu amaçla Model (3) kullanılmıştır:

$$CA_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} CA_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} KH_{t-i} + \alpha_3 K_{1999} + \alpha_4 K_{2001} + \alpha_5 K_{2006} + \alpha_6 K_{2011} + \alpha_7 K_{2012} + \omega_t \quad (4)$$

Çalışmada uzun dönem analizi ARDL yöntemiyle yapılmış olup, elde edilen bulgular Tablo 34'te belirtilmiştir; ARDL modeline ait gecikme uzunluğu belirleme

grafığı Ek 7’de, ARDL modeli tahmin sonucu ekran görüntüsü Ek 8’de ve yapılan ARDL tahmini sonuçlarının istikrarlı olduğuna ilişkin CUSUMSQ grafığı Ek 9’da sunulmuştur.

**Tablo 34: Uzun Dönem Analizi Sonuçları (ARDL (1,0))**

<i>Değişken</i>	<i>Katsayı</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
<i>KH</i>	0.21***	3.23	0.00
<i>K<sub>1999</sub></i>	-2.99	-0.68	0.49
<i>K<sub>2001</sub></i>	-0.13	-0.03	0.97
<i>K<sub>2006</sub></i>	3.51	0.81	0.41
<i>K<sub>2011</sub></i>	8.36*	1.87	0.06
<i>K<sub>2012</sub></i>	0.82	0.18	0.85
<i>Model Güvenilirlik Testleri</i>			
$R^2 = 0.73$	$\bar{R}^2 = 0.71$	$F = 32.26 (0.00)$	$DW = 1.87$
$\chi_{BG}^2 = 0.71 (0.69)$	$\chi_{BPG}^2 = 13.48 (0.09)$	$\chi_{JB}^2 = 45.81 (0.00)$	$\chi_{RR}^2 = 3.33 (0.07)$

**Not:** \*\*\*; katsayının %1 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.  $\chi_{BG}^2$ ; Breusch – Godfrey otorelasyon testi,  $\chi_{BPG}^2$ ; Breusch – Pagan – Godfrey değişen varyans testi,  $\chi_{JB}^2$ ; Jarque – Bera normallik testi,  $\chi_{RR}^2$ ; Ramsey – Reset model kurma hatasının varlığı testidir.

Tablo 34’teki bulgulara göre; 1992-2017 döneminde Türkiye’de bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan kredi hacminin artış hızındaki 1 puanlık artış, cari işlemler açığının milli gelire oranını 0.21 puan artırmaktadır. Bu sonuç önsel beklentilerimizle ve literatürde yer alan çalışmalarla uyumludur. Modelin güvenilirlik testleri, yapılan analizlerin güvenilir olduğunu göstermektedir.

Bu sonuç da göstermektedir ki; Türkiye’de artan yurtiçi kredi hacmi, cari işlemler açığını artırmaktadır ve bu nedenle, cari işlemler açığını ve ekonomik kriz riskini azaltmaya yönelik alınacak makro ihtiyati önlemlerin birincil hedefi, banka kredilerini sınırlandırmak olmalıdır. Bu sonuç da Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politikaların doğru konumlandırıldığını göstermektedir.

Tablonun alt kısmında yer alan model güvenilirlik testlerinden  $R^2$ ; belirlilik katsayısı olup, değerinin 1'e yakın olması, modelin başarısının bir göstergesi kabul edilmektedir. Tablodaki  $R^2 = 0.73$  değeri, kurulan modelin, cari işlemler açığındaki değişimlerin %73 gibi oldukça yüksek bir bölümünü açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir.  $\bar{R}^2$ ; düzeltilmiş  $R^2$  değeri olup, gözlem sayısı ve parametre (katsayı) sayısını da göz önünde bulundurarak hesaplanan  $R^2$  değeridir (Zhang, 2016: 5) ve bu değere göre de kurulan model, cari işlemler açığındaki değişimlerin %71'ini açıklayabilmektedir.  $DW(Durbin - Watson)$ ; otokorelasyon testi olup, 2 civarında değer alması, kurulan modelde otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir (Dufour ve Dagenais, 1985: 372). Tablo 35'deki  $DW=1.87$  değeri de 2'ye yakın olup, kurulan modelde otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir.  $\chi_{BG}^2$ ; Breusch - Godfrey otokorelasyon testi olup,  $DW$  testine göre daha gelişmiş bir test yöntemidir. Bu teste ait olasılık değerinin 0.05'ten büyük olması, modelde otokorelasyon sorununun olmadığını göstermektedir (Rois, Basak, Rahman ve Majumder, 2012: 28). Tablo 35'deki  $\chi_{BG}^2 = 0.69$  değeri, bu tahminde otokorelasyon sorununun olmadığını, yani bulguların güvenilir olduğunu ortaya koymaktadır.  $\chi_{BPG}^2$ ; Breusch - Pagan- Godfrey değişen varyans testi olup, bu teste ait olasılık değerinin 0.05'ten büyük olması da yapılan tahminde değişen varyans sorununun olmadığını ortaya koymaktadır (Halunga, Orme ve Yamagata, 2015: 3). Bu çalışmada  $\chi_{BPG}^2 = 0.09$  çıkmış olması, modelde değişen varyans sorununun olmadığı göstermektedir.  $\chi_{JB}^2$ ; Jarque-Bera normallik testi olup, tahmine ait hata terimleri serisinin normal dağılıma sahip olup olmadığını göstermektedir. Bu teste ait olasılık değerinin 0.05'ten büyük olması, hata terimleri serisinin normal dağılıma sahip olduğunun bir kanıtıdır (Bai ve Ng, 2005: 52). Bu çalışmada  $\chi_{JB}^2 = 0.00$  bulunmuş olup, tahmine ait hata terimleri serisinin normal dağılıma sahip olmadığını göstermektedir<sup>150</sup>.  $\chi_{RR}^2$ ; Ramsey - Reset model kurma hatasının varlığı testi olup, kurulan modelin matematiksel kalıbında ya da modele alınması gereken değişkenlerde herhangi bir sorun olup olmadığını test etmektedir (Taştan, 2012). Bu teste ait olasılık değeri 0.05'ten büyük olduğunda, model kurma hatasının olmadığı ortaya çıkmaktadır. Tablo 35'de  $\chi_{RR}^2 = 0.07$  olarak elde edilmiş

<sup>150</sup> Nasıl ki insanlar da yapılan check-up'larda tamamen sağlıklı çıkamayabilmekte, ancak yaşamlarını devam ettirebilmekteyse, ekonometrik analizler de tamamen kusursuz olamayabilmekte, ancak bu sorun çok önemli bir sorun değilse, yapılan analizin güvenilirliğine gölge düşürmemektedir.

olup, bu durum, kurulan ekonometrik modelde önemli bir yapısal sorunun olmadığını göstermektedir. O halde model güvenilirlik testleri, genel olarak yapılan uzun dönem analizi sonuçlarının güvenilir olduğunu ortaya koymaktadır. Katsayıların istatistiksel olarak anlamlılığına,  $t$  testi ile karar verilmekte olup,  $t$  testine ait olasılık değeri 0.10'dan küçük olduğunda ilgili katsayının istatistiksel olarak anlamlı olduğuna karar verilmektedir. Bu çalışmada, K<sub>2011</sub> haricindeki kukla değişkenlere ait katsayıların istatistiksel olarak anlamlı (güvenilir) olmadıkları görülmektedir.

#### 4.3.6. Kısa Dönem Analizi

Eşbütünleşme ilişkisi "Sınır Testi" yöntemiyle yapıldığında, kısa dönem analizi de ARDL yöntemiyle gerçekleştirilmektedir (Tung, 2015: 83). Bu amaçla kullanılan model:

$$\Delta CA_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^m \theta_{1i} \Delta CA_{t-i} + \sum_{i=0}^n \theta_{2i} \Delta KH_{t-i} + \theta_3 ECT_{t-1} + v_t \quad (5)$$

Bu denklemde yer alan  $ECT_{t-1}$ , hata düzeltme terimidir (Error Correction Term). Bu terimin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı çıktığında; modelin hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı anlaşılmaktadır (Banerjee, Dolado ve Mestre, 1998). Yani bu durum, uzun dönemde birlikte hareket eden seriler arasında kısa dönemde meydana gelen sapmaların ortadan kalktığını ve serilerin tekrar uzun dönem denge ilişkisine yakınsadığını göstermektedir. Böyle olması, yapılan uzun dönem analizinin güvenilir olduğunu göstermektedir. Ayrıca kısa dönem sapmalarının  $1/\theta_3$  dönem sonra ortadan kalktığı değerlendirilmektedir (Tarı, 2012: 436).

Ayrıca  $ECT_{t-1}$ 'nin katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olması, bağımsız değişkenden, bağımlı değişkene doğru uzun dönemli bir nedensellik ilişkisinin var olduğunu göstermektedir (Hamdi ve Sbia, 2012: 11).

Çalışmada kısa dönem analizi de ARDL yöntemiyle yapılmış ve bulgular Tablo 35'te sunulmuştur.

**Tablo 35: Kısa Dönem Analizi Sonuçları (ARDL (1,0))**

<i>Değişken</i>	<i>Katsayı</i>	<i>t istatistiği</i>	<i>Olasılık Değeri</i>
$\Delta KH_t$	0.09***	4.81	0.00
$ECT_{t-1}$	-0.40***	-5.26	0.00
<b>Sabit Terim</b>	-1.49***	-4.39	0.00
<b>Model Güvenilirlik Testleri</b>			
$R^2 = 0.73$	$\bar{R}^2 = 0.71$	$F = 32.26 (0.00)$	$DW = 1.87$
$\chi_{BG}^2 = 0.71 (0.69)$	$\chi_{BPG}^2 = 13.48 (0.09)$	$\chi_{JB}^2 = 45.81 (0.00)$	$\chi_{RR}^2 = 3.33 (0.07)$

**Not:** \*\*\*; katsayının %1 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.  $\chi_{BG}^2$ ; Breusch – Godfrey otonorelasyon testi,  $\chi_{BPG}^2$ ; Breusch – Pagan- Godfrey değişen varyans testi,  $\chi_{JB}^2$ ; Jarque – Bera normallik testi,  $\chi_{RR}^2$ ; Ramsey – Reset modell kurma hatasının varlığı testidir.

Tablo 35'teki bulgulara göre; kredi hacmindeki artışlar, cari açığı kısa dönemde de artırmaktadır ancak bu etki uzun dönemdekinden daha küçüktür. Bu nedenle politika yapıcıların, cari açığı kredi hacmi üzerinden frenlemeyi planladıklarında, etkinin kısa dönemde düşük olacağını, ancak belirli bir süre sonra gerçek etkilerin ortaya çıkacağını göz önünde bulundurmalarında yarar vardır. Hata düzeltme teriminin ( $ECT_{t-1}$ ) katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durumda modelin hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Bu sonuç, yapılan uzun dönem analizi bulgularının güvenilir olduğunu göstermektedir. Uzun dönem ilişkisinden kısa dönemde meydana gelen sapmalar ortalama  $1/0.40 \cong 2.5$  dönem (yaklaşık 7.5 ay) sonra ortadan kalkmaktadır. Modelin güvenilirlik testleri, yapılan analizlerin güvenilir olduğunu göstermektedir.

$ECT_{t-1}$ 'in katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olması, kredi hacminden cari işlemler açığına doğru uzun dönemli bir nedensellik ilişkisinin var olduğunu göstermektedir. Bu durum, bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan kredilerin hacmindeki değişimlerin, cari işlemler açığını kısa dönemde de uzun dönemde de etkilediğini ortaya koymaktadır. Modelin güvenilirlik testleri, elde edilen bulguların istatistiksel olarak güvenilir olduğunu göstermektedir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

21. yüzyıl; getirdiği bilgi iletişim teknolojileri ve hızlı ulaşım olanakları sayesinde, hem uluslararası ticareti ve finansal hareketleri önemli ölçüde kolaylaştırmış hem de dünyanın bir bölgesinde meydana gelen finansal veya ekonomik bir şokun dünyanın diğer bölgelerine de yayılmasını hızlandırmıştır. Eylül 2008’de ABD’de patlak veren ve kısa sürede neredeyse bütün ülkeleri etkisi altına alan Büyük Resesyon bunun en somut örneğini göstermektedir. Bu bağlamda, ülkelerin ve uluslararası denetleyici ve düzenleyici kuruluşların uygulayacağı makro ihtiyati politikalar büyük önem kazanmıştır.

Büyük Resesyon’dan sonra farklı ülke merkez bankaları, farklı para politikaları uygulamaya başlamıştır. Özellikle, ülkelere gelen kısa vadeli yabancı sermaye konusunda oldukça farklı yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Örneğin; Brezilya ve Güney Kore’nin uygulamış olduğu para politikası ile birlikte, bir yandan faiz oranları yükseltilerek parasal sıkılaştırmaya gidilmiş, diğer yandan da ülkeye gelen kısa vadeli sermayeye karşı Tobin Vergisi aracılığıyla kısıtlayıcı tedbirler uygulanmıştır. Türkiye ise Kasım 2010’dan itibaren uygulamaya çalıştığı daha düşük politika faizi, daha geniş faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları şeklindeki makro ihtiyati politikalar aracılığıyla bir yandan yurtiçi kredileri azaltıp tüketici taleplerini soğutmaya çalışırken, diğer yandan da kısa vadeli faiz oranlarını mümkün olduğunca düşük seviyede tutup kısa vadeli sermaye girişlerini önlemeye çalışmıştır.

Büyük Resesyon’dan çıkış sürecinde uygulanan genişletici para ve maliye politikaları; ülkelere yönelik büyük sermaye akımlarını, dış ticaret açıklarını ve cari işlemler açıklarını da beraberinde getirmiştir. Bütün bu gelişmeler, ülkeleri yeni finansal risklerle baş başa bırakmıştır. Büyük Resesyon’un ardından Türkiye’de, finansal piyasaların gözetim ve denetimini yapmak, sistemik riskleri belirleyip azaltmak amacıyla alınması gereken önlemleri tespit edip uygulamak üzere 8 Haziran 2011’de Hazine Müsteşarlığı, TCMB, SPK, BDDK ve TMSF Başkanları’ndan oluşan bir *Finansal İstikrar Komitesi* ve 30 Ekim 2012’de *Sistemik Risk Değerlendirme Grubu* kurulmuştur. Bu komite ve komisyonlarda yer alan her bir kurum, ülkede finansal istikrarın sağlanabilmesi için üzerine düşen görevi yapmaya başlamıştır.



Bu kapsamda TCMB; Büyük Resesyon sonrasında ortaya çıkan sistemik riskleri azaltabilmek amacıyla, eski politika faizinin yanı sıra asimetrik faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması ve zorunlu karşılıklar gibi araçları kullanarak, temel hedefi olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da kendisine politika hedefi olarak belirlemiştir. Bu hedefleri gerçekleştirebilmek için *politika faizinin* yanında geniş bir *faiz koridoru* belirleyerek, bankalara borç verme ve borç alma faizleri arasındaki hareket alanını genişletmiştir. Ayrıca *zorunlu karşılık oranlarını* artırıp, bu karşılıkların TL yerine altın veya dövizle tutulmasına olanak tanıyan *rezerv opsiyon mekanizmasını* da devreye sokmuştur. TCMB aldığı bu önlemlerle, 2010 yılında %43.22 olan bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmi değişim hızını 2012 yılında %19.1 seviyesine kadar düşürmeyi başarmış ve bu yolla, cari açığın, ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemesinin önüne geçilmiştir. Cari açığın finansman kalitesi de 2010-2015 döneminde önemli ölçüde iyileşme göstermiştir; 2010 yılında cari işlemler açığının %80'i kötü kaynaklarla (kısa vadeli portföy yatırımları, net hata ve noksan ve resmi rezervler) finanse edilirken, bu oran 2015 yılında %44'e kadar gerilemiştir. Aynı zamanda ROM benzeri uygulamalar sayesinde, 2011 yılında 95 milyar dolar olan TCMB uluslararası resmi rezervleri 2013 yılında 134 milyar dolara yükselmiştir.

BDDK 16 Haziran 2009'da hanehalkının döviz cinsinden kredi kullanımını yasaklamış, 18 Haziran 2011'de ihtiyaç kredileri için bankaların ayırması gereken zorunlu karşılık miktarını ve sermaye yeterliliği hesaplamasında ihtiyaç kredilerinin girdiği risk ağırlıklarını artırmış, 31 Aralık 2013'te konut finansmanı dışındaki tüketici kredilerinin vadesinin en fazla 36 ay olabileceğini karara bağlamıştır. BDDK, 18 Kasım 2010'da aldığı bir kararla konut kredilerinin, en fazla konut değerinin %75'i kadar olabileceğine karar vermiş, 31 Aralık 2013'te aldığı kararla taşıt kredilerinin süresini 48 ay ile sınırlandırmış ve taşıt kredilerinin risk ağırlığını artırmıştır. Yine BDDK 17 Aralık 2010 tarihinde yaptığı değişiklikle; kişilerin kullandıkları kredi kartlarının limitlerini gelirleriyle orantılı biçimde sınırlandırmış, asgari ödeme tutarlarını artırmış, kredi kartından nakit çekimini daraltıcı önlemler almıştır. 31 Aralık 2013 tarihli düzenleme ile, kredi kartı ile yapılan alışverişlerde ve nakit çekimlerde taksit sayısı en fazla 9 olarak belirlenmiştir; 1 Şubat 2014'ten itibaren uygulanmaya başlanan taksit sınırlaması ile cep telefonu, diğer telekomünikasyon ürünleri, kuyumculuk sektörü, gıda ve akaryakıt harcamalarında taksitli alışveriş yapma imkânı kaldırılmıştır. Böylece

BDDK, bireysel tüketici ve ihtiyaç kredilerini sınırlandırmış, firmaların üretim ve yatırım amacıyla kullandıkları kredi miktarını artırmıştır.

Hazine Müsteşarlığı almış olduğu makro ihtiyati önlemlerle, sigortacılık sektörünün risk oranlarını düşürmüş, bireysel emeklilik sistemine katılımı artırmıştır. Böylece ülkede yurtiçi tasarruf oranlarının artmasını sağlayarak, yurtiçi yatırımların ulusal fonlarla finanse edilmesine olanak tanımış ve bu bağlamda, dış borç kaynaklı finansal riskleri azaltmaya çalışmıştır.

SPK almış olduğu makro ihtiyati önlemlerle, sermaye piyasalarının (borsaların) ve aracı kurumların düzenlenmesine ve denetlenmesine özel bir önem verip buralardan kaynaklanabilecek sistemik risklerin önüne geçmeye çalışmıştır. SPK ayrıca; daha fazla firmanın borsada işlem görmesini teşvik ederek, ülkede finansal derinliğin ve finansal genişliğin artmasına katkı sağlamıştır.

Alınan makro ihtiyati önlemlerin genel etkilerine bakıldığında; Türkiye'deki denetleyici ve düzenleyici kurumların uygulamış oldukları önlemlerin 2010-2015 döneminde işe yaradığı, ancak sonrasında kredi hacminin (özellikle Hazine garantili kredi fonu yardımıyla) yükselmeye başladığı, ülke içi ve küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak cari işlemler açığının tekrar artmaya başladığı ve bu bağlamda, ülkenin yakaladığı mali ve finansal disiplinden tekrar uzaklaştığı söylenebilir. Örneğin; kredi kartlarından çekilen kredilerin yılda ortalama 8-10 milyar TL civarında olduğunu gözönünde bulundurursak, 2018 yılının ilk 5 aylık döneminde bile bu rakamın 16.5 milyar TL'ye ulaşarak finansal sistemi tehdit edebilecek boyuta gelmiş olması, bu konuda yetkililerin gerekli tedbirleri bir an önce almalarının şart olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde; Türkiye'de bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan kredi miktarındaki genişleme ile cari işlemler açığı arasındaki etkileşim, makro ihtiyati tedbirler çerçevesinde, 1992:Q1 – 2017:Q4 dönemi için yapısal kırılmalı zaman serisi analizi yöntemleriyle incelenmiştir. Çalışmada serilerin durağanlığı Vogelsang ve Perron (1998) tarafından geliştirilen yapısal kırılmalı birim kök testiyle sınanmış ve serilerin farklı düzeylerde durağan oldukları tespit edilmiştir. Bu nedenle seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkileri Pesaran vd. (2001)

tarafından geliştirilen ‘‘Sınır Testi’’ ile incelenmiş ve serilerin eşbütünlük içinde oldukları, yani uzun dönemde birlikte hareket ettikleri bulunmuştur. Eşbütünlük denklemindeki yapısal kırılma tarihleri, Bai ve Perron (2003) Yöntemi ile tespit edilmiş olup kukla değişkenlerle uzun dönem analizine dâhil edilmiştir. Değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem analizleri ARDL Yöntemi’yle gerçekleştirilmiştir. Bu analizler sonucunda, Türkiye’de bankacılık sektörü tarafından yurtiçinde dağıtılan kredi hacmindeki %1 puanlık artışın, cari işlemler açığının milli gelire oranında uzun dönemde %0.21, kısa dönemde %0.09 puan artışa neden olduğu sonucuna varılmıştır. Modelin hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır, yani elde edilen bulgular güvenilirdir.

Bu çalışmadan elde edilen bulgulara dayanarak; Türkiye’de ekonomik aktiviteleri artırabilmek için özendirilen banka kredilerinin, kısa dönemde ülkeye yararı olsa da uzun dönemde cari işlemler açığını ve ülkenin dış borç stokunu artırdığı, bu nedenle kredi hacmindeki genişlemenin sınırlandırılmasının yararlı olacağı ifade edilebilir. Bu noktada selektif (seçici) kredi uygulamaları devreye sokularak, lüks ithal malı alımında kullanılacak kredilerin faizi yükseltip, üretime ve ihracata yönelik krediler ucuzlatılabilir.

Genel olarak bakıldığında; ekonomik büyümenin artırılmaya çalışıldığı dönemlerde cari açığın da hızla yükselmeye başlaması olgusu, Türkiye’nin, ekonomik büyüme ile cari açık arasında ciddi bir ikilem yaşadığını göstermektedir. Bu kısır döngünün kırılabilmesi için; dış ticaret açığının azaltılması amacıyla üretim ve ihracatın ithal ara mallarına ve sermaye mallarına bağımlılığının azaltılması, Ar&Ge ve inovasyon çalışmalarına ağırlık verilerek ihracatta katma değeri yüksek ürün üretilmesi şarttır.

## KAYNAKÇA

- ABAY Emre Gürkan, *Rusya'nın 'Ruble Kabusu' Devam Ediyor*, 2015. <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/rusya-nin-ruble-kabusu-devam-ediyor/501943>, (28.05.2018).
- ABRAHAMS Clark ve Mingyuan ZHANG, "Credit Risk Assessment: The New Lending System for Borrowers, Lenders, and Investors", John Wiley & Sons, New York, 2009.
- ACHARYA Viral, "A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation", *Journal of Financial Stability* 5, 2009, ss. 224-225.
- ACHARYA Viral, "Adapting Micro Prudential Regulation for Emerging Markets", In Otaviano Canuto and Swati R. Ghosh (eds.), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, World Bank, Washington, D.C., 2013, ss. 57-90.
- ACHARYA Viral ve Charles W. CALOMIRIS, "A Macroprudential Policy Framework for The EU and Its Member States", *Macroprudentialism*, Edited by Dirk Schoenmaker, Duisenberg School of Finance, CEPR Press, 2014, ss. 145-160.
- ADRIAN Tobias ve Hyun Song SHIN, "Liquidity and Leverage, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports", *Staff Report No: 328*, 2010.
- ADRIAN Tobias, Patrick de FONTNOUVELLE, Emily YANG ve Andrei ZLATE, "Macroprudential Policy: Case Study from a Tabletop Exercise", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, *Staff Report No: 742*, 2015.
- AKALIN Devrim, "Sıcak Para Hareketleri ve Makroekonomik Etkileşim", *Vergi Dünyası Dergisi*, 2001. <http://www.vergidunyasi.com.tr/Makaleler/2715>, (31.05.2018).
- AKBAŞ Yusuf Ekrem ve Mehmet ŞENTÜRK, "Türkiye'nin İthalat ve İhracat Bağımlılığı: Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama" *Ege Akademik Bakış*, 13(2), 2016, ss. 195-208.
- AKÇA Ayşegül, *Makro İhtiyati Politikalar ve Finansal İstikrar: Türkiye Deneyimi*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2017.
- AKÇAYIR Ömer ve Mesut ALBENİ, "Türkiye'de Kredi Genişlemesinin Cari Açığa Etkisi: Sınır Testi Yaklaşımı", *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 2016, ss. 557-583.
- AKYÜZ Yılmaz ve Korkut BORATAV, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", *İktisat- İşletme ve Finans*, 17 (197), 2002, ss. 15-45.

- ALANTAR Doğan, ‘‘Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme’’, Maliye Finans Yazıları, Sayı 81, 2008.
- ALESINA Alberto ve Lawrence SUMMERS, ‘‘Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence’’, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 25, No. 2, 1993, ss. 151-162.
- ALLEN Franklin ve Douglas GALE, ‘‘Financial Contagion’’, Journal of Political Economy, Vol. 108, 2000, No:1.
- ALLEN William ve Geoffrey WOOD, ‘‘Defining and Achieving Financial Stability’’, Journal of Financial Stability, Vol.2, Iss.2, 2006, ss.152-172.
- ALLEN Mark, Ulrich BAUMGARTNER ve Raghuram RAJAN, ‘‘Inflation Targeting and the IMF’’, Prepared by Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department, IMF, 2006.
- ALPER C. Emre, ‘‘The Turkish Liquidity Crisis of 2000’’, Russian and East European Finance and Trade, Aremonk, 37(6), 2001, ss. 58-80.
- ALPER Koray ve Tolga TİRYAKİ, ‘‘Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri’’, TCMB, Ekonomi Notları, 2011.
- ALTAY Betül, Can Tansel TUĞCU ve Mert TOPÇU, ‘‘İşsizlik ve Enflasyon Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: G8 Ülkeleri Örneği’’, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, 13(2), 2011, ss. 1-26.
- ALVAREDO Facundo, ‘‘The Rich in Argentina Over The Twentieth Century: From The Conservative Republic to The Peronist Experience and Beyond 1932-2004’’, Paris School of Economics and CREST, Working Paper, No: 02, 2007.
- AMADEO Kimberly, *QE1 and How It Worked to Stop the Recession*, 2018a. <https://www.thebalance.com/what-is-qe1-3305530>, (15.05.2018).
- AMADEO Kimberly, *What Is QE3? Pros and Cons.*, 2018b. <https://www.thebalance.com/what-is-qe3-pros-and-cons3305533>, (15.05.2018).
- ANGELINI Paolo, Stefano NERI ve Fabio PANETTA, ‘‘Monetary and Macroeconomic Policies’’, ECB Working Paper Series, No:1449, 2012.
- AOKI Kosuke, Gianluca BENIGNO ve Nobuhiro KIYOTAKI, ‘‘Capital Flows and Asset Prices’’, NBER International Seminar on Macroeconomics, University of Chicago Press, 2007, ss. 175-216.
- ARESTIS Philip ve Murray GLICKMAN, ‘‘Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way’’, Working Paper, No. 22, 1999.
- ARIKAN Ahmet Naci, *Amerika Birleşik Devletlerindeki Mali Kriz Ve Petrol Fiyatlarındaki Değişimler*, Ümit Ofset, Ankara, 2008.

- ASHCRAFT Adam ve Til SCHUERMAN, *Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports, No. 318, 2008.
- ASIAN POLICY FORUM, *Policy Recommendations For Preventing Another Capital Account Crisis*, Asian Development Bank Institute (Forum Secretariat), 2000.
- AŞAN Sibel ve Biran YILDIRIM, "2008-2009 Küresel Ekonomik Krizin Bölgelerin İhracat Payları Üzerine Etkisi", *Kamu-İş Dergisi*, 13(4), 2014, ss. 79-104.
- ATABEK DEMİRHAN ve Aslıhan, "Ekonomik Faaliyet için Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi'nde (MBÖNCÜ-SÜE) Yöntemsel Değişim", *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2014-04, 2014.
- <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cc731ed7-3cd9-40d4-a264-0866a4bd0b09/EN1404.pdf?MOD=AJPE RES&CACHEID=cc731ed7-3cd9-40d4-a264-0866a4bd0b09>, (26.05.2018).
- ATEŞ Koray, "Finansal Krizlerden Bankacılık Krizlerine Bir Değerlendirme", *Piyasa Dergisi*, 11, 2004, ss. 195-215.
- ATILĞAN Mustafa Harun, "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar", *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 2016, ss. 249-268.
- ATTALI Jacques, *Kriz ve Sonrası: 2008 Krizinin Üzerinden Ufka Bakarken*, Ekslibris Yayıncılık, Yayın No: 9, İstanbul, 2015.
- AZIZOV Mayis, "Küresel Krizler ve Kriz Döneminde Para Politikasının Kullanımı", *Journal of Azerbaijani Studies*, 6, 2010, ss. 432-443.
- BABIC Ante ve Ante ZIGMAN, "Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s", *Croatian National Bank*, Zagreb, 2001.
- BACCHETTA Philippe ve Eric van WINCOOP, "Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting and Volatility", *NBER Working Paper*, No. 6530, 1998.
- BAI Jushan ve Pierre PERRON, "Critical Values for Multiple Structural Change Tests", *Econometrics Journal*, 1, 2003, ss. 1-7.
- BAI Jushan ve Serena NG, *Tests for Skewness, Kurtosis, and Normality for Time Series Data*, 2005.
- [http://www.columbia.edu/~jb3064/papers/2005\\_Testing\\_skewness\\_kurtosis\\_and\\_normality\\_for\\_time\\_series\\_data.pdf](http://www.columbia.edu/~jb3064/papers/2005_Testing_skewness_kurtosis_and_normality_for_time_series_data.pdf), (27.07.2018).
- BAIKOVSKAYA Tatsiana, "The Financial Crisis In Russia in 1998: Why Was Ruble Devaluation?", *Charles University in Prague Faculty of Social Sciences Institute of Economic Studies*, 2008.

- BALCI Betül ve Yasemin KANTAR İŞCAN, *2013 Yılında Tüketici Kredilerine Yönelik Alınan Makro İhtiyati Tedbirlerin Etkisinin Fark İçinde Fark Yöntemiyle Ölçülmesi*, Kalkınma Bakanlığı Ekonomi Çalışma Tebliğleri Serisi, No: 2016/01, 2016.
- BALKAN Neşecan, *Kapitalizm ve Borç Krizi*, (1. Basım), Bağlam Yayıncılık, İstanbul, 1994.
- BANERJEE Anindya, Juan J. DOLADO ve Ricardo MESTRE, ‘‘Error-Correction Mechanism Tests for Cointegration in A Single-Equation Framework’’, *Journal of Time Series Analysis*, 19(3), 1998, ss. 267-285.
- BANK OF ENGLAND, ‘‘The Role of Macroprudential Policy’’, A Discussion Paper, Bank Of England, ISSN 1754–4262, London, 2009.
- BANK OF ENGLAND, ‘‘Instruments of Macroprudential Policy’’, A Discussion Paper, December, 2011.
- BANK OF ENGLAND, *Macroprudential Policy: From Tiberius to Crockett and Beyond*, Speech, Bank of England, London, 2015.
- BAŞARIR Çağatay ve Murat KETEN, ‘‘Gelişmekte Olan Ülkelerin CDS Primleri ile Hisse Senetleri ve Döviz Kurları Arasındaki Kointegrasyon İlişkisi’’, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8(15), 2016, ss. 369-380.
- BAŞÇI Erdem ve Hakan KARA, ‘‘Finansal İstikrar ve Para Politikası’’, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 2011, ss. 9-25.
- BAŞÇI Erdem, *Finansal ve Makroekonomik İstikrar: Önümüzdeki Zorluklar*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Konferansı Açılış Konuşması, İstanbul, 2012. [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b0d0ed61-9ab0-4960-becef-cb52641fb351/Baskan\\_Finansal\\_2012.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=RO\\_OTWORKSPACE-b0d0ed61-9ab0-4960-becef-cb52641fb351-m3fC52X](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b0d0ed61-9ab0-4960-becef-cb52641fb351/Baskan_Finansal_2012.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=RO_OTWORKSPACE-b0d0ed61-9ab0-4960-becef-cb52641fb351-m3fC52X) (30.05.2018).
- BAŞÇI Erdem ve Hakan Kara, *Finansal İstikrar ve Para Politikası*, TCMB Çalışma Tebliğleri, No.11/08, 2011. [http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat\\_KAYA/FINANSAL\\_ISTIKRAR\\_VE\\_PARA\\_POL.13839.pdf](http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat_KAYA/FINANSAL_ISTIKRAR_VE_PARA_POL.13839.pdf), (27.06.2018).
- BATINI Nicoletta ve Douglas Laxton, ‘‘Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted?’’, *The Experience Of Emerging Markets*, Central Bank of Chile Working Papers, No:406, 2006.
- BAZİKİ Selva Bahar, *Makro İhtiyati Politikaların Kredi Kullanımına Yansımaları*, 2017. <https://tcmbblog.org/tr/makro-ihiyati-politikalarin-kredi-kullanimina-yansimasi/>, (24.06.2018).

BDDK, *Sorularla Basel III*, 2010.

[https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/basel/8742sorularla\\_basel\\_iii\\_29\\_11\\_2010\\_.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf), (19.05.2018).

BDDK, *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu 2000 Yılı Raporu*, 2001.

[www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/bddk\\_yillikrapor\\_2000](http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/bddk_yillikrapor_2000), (31.05.2018).

BDDK, ‘Basel II Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci’, Araştırma Dairesi alışma Raporları, Hazırlayanlar: M n r Yayla-Yasemin Türker Kaya, No: 2005/3, 2005.

BDDK, *Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi*, alışma Tebliği, (Gözden Geçirilmiş 2. Baskı), Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, Ankara, 2009.

BDDK, *Sorularla Basel III*, Risk Yönetimi Dairesi, Ankara, 2010a.

BDDK, *Bankaların Sermaye Yeterliliğinin  l lmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik*, Yönetmelik, Resmi Gazete, Sayı: 28756, Ankara, 2010b.

BDDK, *BDDK Yıllık Faaliyet Raporu (2013)*, 2014.

[https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum\\_Bilgileri/Yillik\\_Raporlar/13028yfr2013internet.pdf](https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yillik_Raporlar/13028yfr2013internet.pdf), (20.06.2018).

BDDK, *Bankaların Sermaye Yeterliliği Hesaplamalarında Mart 2016 Sonunda Neler Değişecek?*, 2015.

<https://www.procompliance.net/bankaların-sermaye-yeterliliği-hesaplamalarında-mart-2016-sonunda-neler-değişecek/>, (24.06.2018).

BDDK, *Krediler - Tüketiciler Kredileri*, 2018a.

<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14. 06.2018).

BDDK, *Krediler - Konut Kredileri*, 2018b.

<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14.06.2018).

BDDK, *Krediler - Taşıt Kredileri*, 2018c.

<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14.06.2018).

BDDK, *Krediler - İhtiyaç Kredileri*, 2018d.

<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14.06.2018).

BDDK, *Krediler - Kredi Kartları*, 2018e.

<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14. 06.2018).

BDDK, *Tüketiciler Kredileri - Bireysel Kredi Kartları - Taksitli*, 2018f.



- <http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14.06.2018).
- BDDK, *Tüketici Kredileri - Bireysel Kredi Kartları - Taksitsiz*, 2018g.
- <http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (14.06.2018).
- BDDK, *Krediler - Kredi Kartları*, 2018h.
- <http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (19.06.2018).
- BDDK, *Krediler - Tüketici Kredileri (milyon TL)*, 2018i.
- <http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#>, (24.06.2018).
- BDDK, *Bankaların Sermaye Yeterliliği Hesaplamasında Kullanılan Perakende Kredi Limiti Artırıldı*, 2018j.
- <https://www.procompliance.net/bankaların-sermaye-yeterliliği-hesaplamasında-kullanılan-perakende-kredi-limiti-artırıldı/>, (24.06.2018).
- BDDK, *Sermaye Yeterliliği - Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu (Yüzde)*, 2018k.
- <http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis#> (27.06.2018).
- BDDK, *14.08.2018 tarihli Basın Açıklaması*, 2018l.
- [http://yenisite.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru\\_0650\\_01.pdf](http://yenisite.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0650_01.pdf).
- BDDK, *Konuşma 08.05.2018 tarihli TBB 61. Olağan Genel Kurulu*, 2018m.
- [https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Konusma\\_Sunum/16963dosya21.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Konusma_Sunum/16963dosya21.pdf)
- BEAN Charles, Matthias PAUSTIAN, Adrian PENALVER ve Tim TAYLOR, “Monetary Policy After the Fall”, Federal Reserve Bank for Kansas City, Jackson Hole Symposium, 2010, ss. 267-328.
- BECKER Brandon ve Colleen DOHERTY–MINICOZZI, *Hedge Funds in Global Financial Markets*, 2000.
- [http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/WilmerHale\\_Shared\\_Content/Files/Editorial/Publication/Markets.pdf](http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/WilmerHale_Shared_Content/Files/Editorial/Publication/Markets.pdf).(11.11.2017).
- BENNANI Taryk, Morgan DESPRES, Marine DUJARDIN, Thibaut DUPREY ve Anna KLEBER, “Macroprudential Framework: Key Questions Applied to French Case”, Banque de France Occasional Papers, No.9, 2014.
- BERG Andrew ve Catherine PATTILLO, “Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative”, *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 1999, ss. 561-586.
- BERNANKE Ben, *Monetary Policy and The Housing Bubble*, At the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 2010.
- <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm> (12.07.2017).

- BERNHARSDEN Tom ve Arne KLOSTER, "Liquidity management system: Floor or corridor?", Norges Bank, Staff Memo, No:4, 2010, ss. 1-31.
- BERNANKE Ben, Mark GERTLER ve Simon GILCHRIST, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", The Review of Economics and Statistics, Vol. 78, No. 1, 1996, ss. 1-15.
- BERNANKE Ben ve Frederic MISHKIN, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", NBER Working Papers, No.5893, 1997.
- BIANCHI Javier ve Enrique MENDOZA, "Overborrowing, Financial Crises and Macroprudential Taxes", IMF Working Paper, No. 16091, 2010.
- BIANCO Katalina, "The Subprime Lending Crisis", CCH, Amsterdam, 2008.
- BIS, "Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems", Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements Communications CH-4002 Basel, Switzerland, 2010.
- BIS, "Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and The Additional Loss Absorbency Requirement, Consultative Document", Basel Committee on Banking Supervision, Basel, Switzerland, 2011.
- BIS, "Regulatory Change and Monetary Policy, Committee on the Global Financial System Markets Committee", CGFS Papers No 54, 2015.
- BİNİCİ Mahir ve Bülent KÖKSAL, "Kaldıraç ve Döngüsellik", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2012-11, Ankara, 2012.
- BİNİCİ Mahir, Hasan EROL, Hakan KARA, Pınar ÖZLÜ ve Deren ÜNALMIŞ, "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", TCMB Ekonomi Notları, No:2013-20, 2013.
- BLANCHARD Olivier, Giovanni Dell' ARICCIA ve Paolo MAURO, "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note SPN/10/03, 2010.
- BLOOMBERGHT, *TCMB, ROM Döviz İmkânı Üst Sınırını Yüzde 45'e Düşürdü.*, 2018a.  
[http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2118255-tcmb-rom-doviz-imbkani-ust-sinirini-dusurdu?utm\\_source=webpush&utm\\_medium=referral&utm\\_campaign=webpush](http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2118255-tcmb-rom-doviz-imbkani-ust-sinirini-dusurdu?utm_source=webpush&utm_medium=referral&utm_campaign=webpush), (13.05.2018).
- BLOOMBERGHT, *Merkez'in kararı TL varlıkları nasıl etkiler?*, 2018b.  
<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2127940-merkez-in-karari-tl-varliklari-nasil-etkiler>, (10.06.2018).
- BLOOMBERGHT, *TCMB'den sadeleştirme adımı: 1 Haftalık repo faizi yüzde 16.5*, 2018c.

<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2124568-tcmb-den-sadeles-tirme-adimi-1-haftalik-repo-faizi-yuzde-165>, (10.06.2018).

BLOOMBERGHT, Merkez Bankası politika faizini artırdı, 2018d. <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2128030-merkez-bankasi-faiz-artirimina-gitti>, (10.06.2018).

BOCUTOĞLU Ersan, ‘‘ABD’de 1933 Glass-Steagal Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Küresel Finansal Krizini Tetikledi mi?: Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme’’, Bankacılar Dergisi, 90, 2014a, ss. 83-111.

BOCUTOĞLU Ersan, ‘‘Hukuk ve İktisat İlişkileri İçin Bir Örnek Olay Olarak Glass-Steagall Yasası İle 2007 Küresel Finansal Krizi Bağlantısı’’, Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Kongresi, Antalya, 2014b.

BOERI Tito ve Luigi GUIISO, *The First Global Financial Crisis Of The 21st Century*, Felton, Andrew ve Reinhart, Carmen (edt.), *The Subprime Crisis: Greenspan’s Legacy*, CEPR, London, 2007, ss. 37-39.

BORATAV Korkut, ‘‘Ekonomik Özgürlükler, Güven ve Reform Süreci’’, İktisat/İşletme ve Finans, 9(100), 1994, ss. 22-30.

BORATAV Korkut, ‘‘Dış Borca Yöneliş Bir Tuzak’’, TOBB Ekonomik Forum Dergisi, 7(2), 2000, ss. 24-25.

BORATAV Korkut, ‘‘2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri’’, Mülkiye Birliği Dergisi, XXV(230), 2002, ss. 207-220.

BORDO Michael D., *Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes all the Money Supply: Some International Evidence, 1870–1933* in Forrest Capie and Geoffrey Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*, London: McMillan, 1986, ss. 190-248.

BORIO Claudio ve Phillip LOWE, ‘‘Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus’’, BIS Working Papers, No: 114, Basel, 2002.

BORIO Claudio, ‘‘Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?’’, BIS Working Papers, No: 128, Basel, 2003.

BORIO Claudio ve William WHITE, ‘‘Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes’’, BIS Working Papers, No: 147, Basel, 2004.

BORIO Claudio, ‘‘Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?’’, National Institute Economic Review, Vol. 192, 2005, ss. 84-101.

BORIO Claudio ve Ilhyock SHIM, ‘‘What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?’’, Monetary and Economic Department, BIS Working Papers No 242, 2007.

- BORIO Claudio, ‘Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision’, Banque De France, Financial Stability Review No:3, 2009.
- BORIO Claudio ve Mathias DREHMANN, ‘Towards an Operational Framework for Financial Stability: ‘Fuzzy’ Measurement and Its Consequences’, BIS Working Papers, No: 284, 2009.
- BORIO Claudio, *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, *Bank For International Settlements*, 2011. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.225.3296&rep=rep1&type=pdf>, (20.11.2017)
- BORSA GÜNDEM, *2012'nin Son Çeyreğinde, Makro İhtiyati Tedbirler Sonucunda Risk Ağırlıklı Varlıklar Büyüme Oranı Özkaynak Büyüme Oranının Altında Gerçekleşti – BDDK*, 2013. <http://m.borsagundem.com/anlik-borsa-haberleri/20130405170826>, (25.06.2018).
- BOUGHARA Adel, *What Do We Know About Monetary Policy and Transmission Mechanism in Morrocco and Tunisia?*, The 10th Annual Conference of the Economic Research Forum (ERF), in Marrakech-Morocco, 18-21 December, 2003, ss. 1-30.
- BOUGHTON Jill, ‘From Sez to Tequila: The IMF as a Crisis Manager’, *Economic Journal*, 110(460), 2000, ss. 273-291.
- BÖCÜOĞLU Mehmet Emin, *Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Haziran, Ankara: TCMB, 2015.
- BROCKMEIJER J., M. Moretti, J. Osinski, N. Blancher, J. Gobat, N. Jassaud, C. H. Lim, E. Loukoianova, S. Mitra, E. Nier ve X. Wu, ‘Macroprudential Policy: An Organizing Framework’, IMF Policy Paper: 14, 2011.
- BRUNO Valentina ve Hyun Song SHIN, ‘Assessing Macroprudential Policies: Case of Korea’, Working Paper 19084, Cambridge, 2013.
- BULUTOĞLU Kenan, *Yöresel ve Küresel Para Krizleri*, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul, 2002.
- BURKARD Olivier ve Virgine COUDERT, ‘Currency Crises in the Emerging Economies’, Banque de France Bulletin, 74, 2000, ss. 1-12.
- BURNSIDE Craig, *Understanding The Korean And Thai Currency Crises*, Economic Perspectives, 2000.

<http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/rebelo/htm/EParticle.pdf>,  
(31.05.2018).

BUSTELO Pablo, Clara GARCIA ve Iliana OLIVE, ‘‘Global and Domestic Factors of Financial Crises in emerging Economies: Lessons from The East Asian Episodes (1997–1999)’’, Complutense Institute for International Studies, Complutense University of Madrid, Spain. Working Paper, N.16, 1999.

BUSTELO Pablo, ‘‘Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for New Indicators’’, *Emerging Markets Review*, 1, 2000, ss. 229-251.

CALVO Guillermo A. ve Enrique G. MENDOZA, ‘‘Reflections on Mexico’s Balance of Payments Crisis: A Chronicle of Death Foretold’’, *Journal of International Economics*, 41, 1996, ss. 235-264.

CALVO Guillermo A. ve Frederic MISHKIN, ‘‘The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries’’, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4, 2003, ss. 99-118.

CANSIZLAR Doğan, ‘‘Bankacılık ve Sermaye Piyasası’’, *İktisat Dergisi*, Sayı: 417, 2001.

CANUTO Otaviano ve Matheus CAVALLARI, *Asset Prices, Macroprudential Regulation, and Monetary Policy, Economic Premise*, The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network (PREM), 2013a.

CANUTO Otaviano ve Matheus CAVALLARI, *Monetary Policy and Macro Prudential Regulation: Whither Emerging Markets*, Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets Chapter 4, The World Bank IBRD-IDA, 2013b, ss. 119-154.

CAPRIO, J. Gerard, ‘‘Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises’’, Policy Research Working Paper Series from The World Bank, No. 1979, 1998.

CAPRIO Gerard ve Patrick HONOHAN, ‘‘Banking Crises’’, IIS Discussion Paper No. 242, Institute for International Integration Studies, 2008.

CARPENTER David H., Edward V. MURPHY ve M. Maureen MURPHY, *The Glass Steagall Act: A Legal and Policy Analysis*, C. Research Service, 7-5700, 2016.

<https://fas.org/sgp/crs/misc/R44349.pdf> (28.11.2017).

CARSTENS Agustin G., *Improving the Policy Response to Financial Crisis*, IMF, International Conference on Dollars, Debt, and Deficits—60 Years After Bretton Woods, 2004.

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp061>,(31.05.2018).

CARUANA Jaime, *The International Policy Response to Financial Crises: Making the Macprudential Approach Operational*, Bank for International Settlements, 2009.

<https://www.bis.org/speeches/sp090911.pdf> (04.10.2017).

CARUANA Jaime, *Systemic Risk: How to Deal With It?*, Bank of International Settlements, 2010a.

<http://www.bis.org/publ/othp08.htm>. (04.10.2017).

CARUANA Jaime, *Macprudential Policy: Working Towards a New Consensus*, Bank for International Settlements, 2010b.

<https://www.bis.org/speeches/sp100426.pdf> (09.11.2017).

CARUANA Jaime ve Benjamin H. COHEN, ‘‘Five Questions and Six Answers about Macprudential Policy, Macprudential Policies: Implementation and Interactions’’, Banque de France, Financial Stability Review, No. 18, 2014, ss. 15-24.

CELASUN Merih, *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme*, Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum (Ed. A. Dikmen), Türk Sosyal Bilimler Derneği, İmge Yayınları, Ankara, 2002.

CELASUN Oya, ‘‘The 1994 Currency Crisis in Turkey’’, Macroeconomics and Growth Group Development Research Department, The World Bank, 1998.

CENTRAL BANK NEWS, *Inflation Targeting Report*, 2012.

<http://www.centralbanknews.info/2012/01/centralbank-inflation-targetingreport.html>, (13.05.2017).

CERUTTI Eugenio, Stijin CLAESSENS ve Luc LAEVEN, ‘‘The Use and Effectiveness of Macprudential Policies: New Evidence’’, IMF Working Paper WP/15/61, 2015.

CEYLAN Onur, *Sermaye Yeterlilik Rasyosu*, 2014.

<http://piyasarehberi.org/sozluk/sermaye-yeterlilik-rasyosu> (27 Haziran 2018).

CHADHA B., ‘‘Understanding Non-Deliverable Forward (NDF) Markets and NDF Volatility Spillover to On-shore Indian Rupee Markets’’, International Journal of Applied Business and Economic Research, Volume 15, Number 1, 2017.

CHANG Roberto ve Andres VELASCO, ‘‘Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model’’, NBER, Working Paper Series, N. 6606, 1998.

CHANG Roberto ve Andres VELASCO, ‘‘Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy’’, Federal Reserve Bank of Atlanta, ISBN: 0-262-52271-3, ss. 11-78, 2000.

- CHANG Roberto ve Andres VELASCO, ‘‘The 1997–98 Liquidity Crisis: Asia Versus Latin America’’, Central Bank of Chile Working Paper, N. 120, 2001.
- CHANT John, Alexandra LAI, Mark ILLING ve Fred DANIEL, ‘‘Essays on Financial Stability’’, Technical Reports from Bank of Canada, Technical Report No: 95, ISSN 0713 – 7931, 2003.
- CHIODO Abbigail J. ve Michael T. OWYANG, ‘‘Currency Crises: What Does Macroeconomic Theory Suggest?’’, The Federal Reserve Bank of St. Louis, 2002.
- CHOUERI Nada ve Graciela KAMINSKY, ‘‘Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina’’, IMF Working Paper, No. 99/152, 1999.
- CLAESSENS Stijn, Daniela KLINGEBIEL ve Luc LAEVEN, ‘‘Financial Restructuring in Banking and Corporate Sector Crises: Which Policies to Pursue? Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises’’, in (Ed.) Daniela Klingebiel ve Luc Laeven, World Bank Discussion Paper. 428, 2002, ss. 1–15.
- CLAESSENS Stijn, G. Dell' ARICCIA, D. IGAN ve L. LEAVEN, ‘‘Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis’’, IMF Working Paper, WP/10/44, 2010.
- CLAESSENS Stijn ve Swati GhOSH (2012), ‘‘Capital Flow Volatility and Systemic Risk in Emerging Markets: The Policy Toolkit’’, Worldbank Chapter 3, 2012, ss. 91-118.
- CLAESSENS Stijn, Swati R. GHOSH ve Roxana MIHET, ‘‘Macro Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities in Emerging Markets’’, Otaviano Canuto and Swati R. Ghosh (Ed.), Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets Chapter 5, World Bank, Washington D.C., 2013, ss. 155-178.
- CLAESSENS Stijn, ‘‘An Overview of Macroprudential Policy Tools’’, IMF Working Papers, WP/14/214, 2014.
- CLAESSENS Stijn, S.R. GHOSH ve R. MIHET, ‘‘Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities’’, IMF Working Paper No: 14/155, 2014.
- CLEMENT Piet, ‘‘The Term ‘‘Macroprudential’’: Origins and Evolution’’, BIS Quarterly Review, 2010, ss. 59-67.
- CLEWS Roger, Chris SALMON ve Olaf WEEKEN, ‘‘The Bank’s Money Market Framework’’, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2010:Q4, 2010, ss. 292-301.

- COLANDER David, Michael GOLDBERG, Armin HAAS, Katarina JUSELIUS, Alan KIRMAN, Thomas LUX ve Brigitte SLOTH, "The Financial Crisis And The Systemic Failure Of The Economics Profession", *A Journal of Politics and Society*, Volume 21, 2009 - Issue 2-3: Causes of the Financial Crisis, 2009.
- CORDELLA Tito, Pablo M. FEDERICO, Carlos A. VEGH ve Guillermo VULETIN, "Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World", *A World Bank Study*, The World Bank, 2014.
- COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel ve Salim DEHMEJ, *The Role of Macro-Prudential Policy in The Prevention and Correction of Imbalances in The Euro Area*, European Parliament Economic Governance Support Unit, No: PE 602.073., 2017.
- CROCKETT Andrew, "The Theory and Practice of Financial Stability", *De Economist* 144, Kluwer Academic Publishers, Printed in the Netherlands, 1996, ss. 531-568.
- CROCKETT Andrew, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy? in Maintaining Financial Stability in a Global Economy", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 1997, ss. 7-36.
- CROCKETT Andrew, *Marrying The Micro and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, Eleventh International Conference of Banking Supervisors, In Basel, 2000.
- CROCKETT Andrew, "Central Banking Under Test?", *Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views*, BIS Papers No: 18, 2003.
- CROUHY Michel, Robert A. JARROW ve Stuart M. TURNBULL, *The Subprime Credit Crisis of 07*, 2008.
- <https://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/bank-research-conference/annual-8th/turnbull-jarrow.pdf> (26.11.2017).
- CROWE Christopher ve Ellen E. MEADE, "Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness", *IMF Working Paper*, WP/08/119, 2008.
- CUARESMA J.C. ve Ernest GNAN, *Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?*, *Monetary Policy & the Economy* Q3/08, 2008.
- [http://www.oenb.at/en/img/mop\\_2008\\_3\\_cuaresma\\_gnan\\_tcm16-92369 .pdf](http://www.oenb.at/en/img/mop_2008_3_cuaresma_gnan_tcm16-92369.pdf), (14.10.2017).
- CUKIERMAN Alex, Steven B. WEBB ve Bilin NEYAPTI, "Measuring the Independence of Central Banks and It's Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, 6(3), 1992, ss. 353-398.



- CUKIERMAN Alex, "Reflections on The Crisis and Its Lessons for Regulatory Reform and for Central Bank Policies", *Journal of Financial Stability*, Elsevier, vol.7(1), 2011, ss. 26-37.
- ÇARIKÇI Emin, "2000-2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Sebepleri ve Sonuçları", *Yeni Türkiye Dergisi*, 7(41), 2001, ss. 475-490.
- ÇEVİŞ İsmail, "Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım", SPK Yayınları, No:187, Ankara, 2005.
- ÇEVİK Filiz, "Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 15, Sayı: 57, 2016.
- DABROWSKI Marek, "Currency Crises In Emerging Market Economies: Causes, Consequences And Policy Lessons", *Center for Social and Economic Research Case Reports*, 51, 2002, ss. 1-58.
- DANIŞOĞLU Ayşe Çelikel, "Para Krizleri: Türkiye'de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi", *Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 2007, ss. 1-11.
- DANTHINE Jean-Pierre, "Implementing Macroprudential Policies: The Swiss Approach", *Banque de France, Financial Stability Review*, No: 18, 2014.
- DARICI Burak, *Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi*, 2012. [https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma\\_ve\\_Raporlar/TBB\\_finansal\\_istikrar\\_raporu\\_19092012.pdf](https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf) (11.05.2018).
- DEBELLE Guy, Paul MASSON, Miguel SAVASTANO ve Sunil SHARMA, "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy", *IMF Economic, Issues* No.15, 1998.
- DELL' ARICCIA Giovanni, Deniz IGAN ve Luc LAEVEN, "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market", *IMF Research Department, Working Paper WP/08/106*, 2008.
- DE LA TORRE Augusto, E. Levi YEYATI ve Sergio L. SCHMUKLER, "Living and Dying with Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board", *Policy Research Working Paper*, N. 2980, The World Bank, 2003.
- DEMİRHAN Banu, "Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt XV, Sayı 2, 2013, ss. 567-589.
- DEMİRGÜÇ-KUNT Asli ve Enrica DETRAGIACHE, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers*, 45(1), 1998, ss. 81-109.

- DEMİRĞÜÇ-KUNT Asli, Enrica DETRAGIACHE ve Poonam GUPTA, ‘‘Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking System in Distress’’, *Journal of International Money and Finance*, 25(5), 2006, ss. 702-718.
- DE NICOLO Gianni, Giovanni FAVARA ve Lev RATNOVSKI, ‘‘Externalities and Macroprudential Policy’’, *IMF Staff Discussion Notes*, SDN/12/05, 2012.
- DEUTSCHE BUNDESBANK, *Report on The Stability of The German Financial System*, Monthly Report, Frankfurt, 2003.
- DIAMOND Douglas W. ve Raghuram G. RAJAN, ‘‘Liquidity Shortages and Banking Crises’’, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 10071, Cambridge, 2003.
- DİE , *1923-2002 İstatistik Göstergeler*, DİE Matbaası, Ankara, 2003.
- DOĞAN Seyhun, ‘‘2000-2002 Dönemi Stand-By Programının Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları’’, *Banka-Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 37(5), 2000, ss. 3-14.  
<https://www.ceis.org.tr/dergiDocs/1mak20004.pdf>, (31.05. 2018).
- DORNBUSCH Rudiger, ‘‘Collapsing Exchange Rate Regimes’’, *Journal of Development Economics*, 27(1-2), 1987, ss. 71-83.
- DORNBUSCH Rudiger ve Stanley FISCHER, *Macroeconomics*, (6<sup>th</sup> Ed), Mc. Graw Hill Inc, New York, 1994.
- DORNBUSCH Rudiger, ‘‘A Primer on Emerging Market Crises’’, *NBER Working Paper*, N. 8326, 2001.
- DORNBUSCH Rudiger ve Stanley FISCHER, *Makroekonomi*, Çev: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım, Akademi Yayın Hizmetleri, İstanbul, 1998.
- DORUKKAYA Şakir ve Hakkı Hakan YILMAZ, ‘‘Global Kriz, Türkiye Ekonomisine Etkileri ve 1999 Yılında Alınması Gereken Tedbirler’’, *Vergi Dünyası*, 214, 1999, ss. 7-15.
- DRAZEN Allan, ‘‘Political Contagion in Currency Crises, in Currency Crises’’, Edited by, Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2000, ss. 47-67.
- DRIFFILL John, Zeno ROTONDI, Paolo SAVONA ve Cristiano ZAZZARA, ‘‘Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?’’, *Journal of Financial Stability*, Vol.2, 2006, ss. 95-112.
- DUFOUR Jean-Marie, DAGENAIS ve Marcel G., ‘‘Durbin-Watson Tests for Serial Correlation in Regressions with Missing Observations’’, *Journal of Econometrics*, 27, 1985, ss. 371-381.

- DUFOUR Mathieu ve Özgür ORHANGAZI, "The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?", Munich Personal RePEc Archive Paper, No. 7837., 2007.
- DUISENBERG Wim F., "The Contribution of the Euro to Financial Stability", Globalization of Financial Markets and Financial Stability-Challenges for Europe, 2001, ss. 37-51.
- DUMAN Erhan, *Krizlerin Anatomisi: 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi'nin Karşılaştırılması*, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2011.
- DURAMAZ Selim ve İlkay DİLBER, "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", Maliye Araştırmaları Dergisi, 2015, Yıl:1, Cilt:1, Sayı:1, 2015, ss. 29-38.
- DURGUT Ahmet, "The 1994 Economic Crisis in Turkey", Master of Science International Resource Planning and Management from the Naval Postgraduate School, 2002.  
<http://hdl.handle.net/10945/5936>, (31. 05.2018).
- DURMUŞ Savaş, "Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar", Kafkas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 5, 2010, ss. 31-46.
- DÜNYA GAZETESİ, *Girişim Sermayelerine Sınırlama Geldi*, (05.06.2018), 2018a.  
<https://www.dunya.com/finans/haberler/girisim-sermayelerine-sinirlama-geldi-haberi-418351>, (20.06.2018).
- DÜNYA GAZETESİ, *BES'in en büyük sorunu erken ayrılma*, (05.02.2018), 2018b.  
<https://www.dunya.com/ekonomi/besin-en-buyuk-sorunu-erken-ayrilma-haberi-401699>, (26.06.2018).
- ECB, *The Concept of Systemic Risk, Special Futures*, Financial Stability Review, ISSN 1830-2017, 2009, ss. 134-142.
- ECB (2017), *Financial Stability Review*. [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) (08.03.2018).
- ECLAC (Economic Commissions For Latin America And The Caribbean), "The United States Subprime Mortgage Crisis And Its Implications For The Caribbean", CDCC, Port of Spain, 2008.
- EDISON Hali J., "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of Early Warning System", IFDP Working Papers, N. 675, 2003, ss. 1-74.
- EDISON Hali J., Pongsak LUANGARAM ve Marcus MILLER, "Asset Bubbles, Domino Effects and 'Lifeboats' : Elements of The East Asian Crisis", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, N. 606, 1998.

- EDWARDS Sebastian, ‘‘The Mexican Peso Crisis? How Much Did We Know? When Did We Know It?’’, National Bureau of Economic Research Working Papers, N. 6334, 1997.
- EDWARDS Sebastian ve Raul SUSMEL, ‘‘Interest Rate Volatility and Contagion in Emerging Markets: Evidence From the 1990s’’, NBER Working Paper, N. W7813, 2000.
- EDWARDS Sebastian, ‘‘Does The Current Account Deficit Matter?’’, NBER Working Papers, N. 8275, 2001.
- EĞİLMEZ Mahfi, *Ekonomik Krizleri Anlama Rehberi*, (15.11.2012), 2012.  
[http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/ekonomik-krizleri-anlama-rehberi\\_15.html](http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/ekonomik-krizleri-anlama-rehberi_15.html), (29.05.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Sterilizasyon Politikası ve TCMB*, Kendime Yazılar, (06.05.2013), 2013.  
<http://www.mahfiegilmez.com/2013/05/sterilizasyon-politikas-ve-tcmb.html>, (11.05.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Makro ve Mikro İhtiyati Politikalar*, (03.04.2014), 2014a.  
<http://www.mahfiegilmez.com/2014/04/makro-ve-mikro-ihitiyati-politikalar.html>, (29.05.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması*, (27.11.2014), 2014b.  
<http://www.mahfiegilmez.com/2014/11/makro-ihitiyati-politikalar-ve-turkiye.html>, (17.04.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Merkez Bankasının Son Kararları*, Kendime Yazılar, (23.04.2015), 2015.  
<http://www.mahfiegilmez.com/2015/04/merkez-bankasnn-son-kararlar.html>, (19.06.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Maastricht Kriterlerinde Son Durum ve Türkiye*, Kendime Yazılar, (23.10.2016), 2016.  
<http://www.mahfiegilmez.com/2016/10/maastricht-kriterlerinde-son-durum-ve.html>, (26.05.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Merkez Bankası'nın Kritik Toplantısı*, Kendime Yazılar, (21.01.2017), 2017a.  
<http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankasının-kritik-toplantısı.html=1> (12.06.2018).
- EĞİLMEZ Mahfi, *Yüksek Faiz, Yüksek Kur, Yüksek Enflasyon*, Kendime Yazılar, (30.04.2017), 2017b.

<http://www.mahfiatilmez.com/2017/04/yuksek-faiz-yuksek-kur-yuksek-enflasyon.html>, (15.06.2018).

EĞİLMEZ Mahfi (2018), *Açık Vermeden Büyüyemeyen Ekonomi*, Kendime Yazılar, (11.06.2018), 2018.

<http://www.mahfiatilmez.com/2018/06/ack-vermeden-buyuyemeyen-ekonomi.html>, (27.07.2018).

EICHENGREEN Barry, Andrew K. ROSE ve Charles WYPLOSZ, ‘‘Contagious Currency Crises’’, NBER Working Paper, N. 5681, 1997.

EICHENGREEN Barry ve Paul MASSON, ‘‘Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility’’, IMF Occasional Paper, No.168, 1998.

EICHENGREEN Barry ve Olivier JEANNE, *Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931*, University of Chicago Press, 2000.

EICHENGREEN Barry ve Carlos ARTETA, ‘‘Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence’’, Center for International and Development Economics Research Working Paper, N. C00-115, 2000.

EICHENGREEN Barry, ‘‘Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?’’, Mimeographed, Department of Economics, University of California Berkeley, 2001.

EIJFFINGER Sylvester C.W. ve Marco M. HOEBERICHTS, ‘‘Central Bank Accountability and Transparency: Theory and Some Evidence’’, Discussion Paper 6/00, 2000.

EIJFFINGER Sylvester, ‘‘Defining and Measuring Systemic Risk’’, Sylvester Eijffinger and Donato Masciandro (Ed.), *Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervision*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, 2012, ss. 315-325.

ELELE Onur, *Küresel Krize Karşı Türkiye'de Alınan Önlemler*, 2009. <https://www.dunya.com/gundem/kuresel-krize-karsi-turkiye039de-alinan-onlemler-haberi-88225>, (12.06.2018).

EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ, *BES Özet Verileri*, (15.06.2018), 2018a. <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/istatistikler/bes-istatistikleri/bes-ozet-verileri/>, (24.06.2018).

EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ, *OKS İstatistikleri*, (15.06.2018), 2018b. <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/istatistikler/bes-istatistikleri/bes-ozet-verileri/>, (24.06.2018).

EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ, *BES İstatistikleri*, Katılımcıların Fon Tutarı (15.06.2018), 2018c.

<https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/istatistikler/bes-istatistikleri/katilimcilarin-fon-tutari/>, (24.06.2018).

EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ, *BES İstatistikleri*, Katılımcı Sayısı, 2018d. (15.06.2018),<https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/istatistikler/bes-istatistikleri/katilimci-sayisi/>, (24.06.2018).

EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ, *BES İstatistikleri*, Katılımcı Sayısı, Sektör, (15.06.2018),2018e.  
[http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg\\_sirketview\\_tablolu.asp?raportip=10](http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10), (26.06.2018).

EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ (2018f), *BES İstatistikleri*, Fon Miktarı, Sektör, (15.06.2018), 2018f.  
[http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg\\_sirketview\\_tablolu.asp?raportip=10](http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10), (26.06.2018).

ERÇEL Gazi, ‘‘Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme’’, İMKB Dergisi, 12, 1999, ss. 15-30.

EREN Aslan ve Bora SÜSLÜ, ‘‘Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi’’, Yeni Türkiye Dergisi, 41, 2001, ss. 662-674.

EROĞLU Egemen, *Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Uygulaması ve Uygulamanın Hanehalkı Borçluluğuna Etkileri*, TCMB, Uzmanlık Yeterlik Tezi, 2018.

ERTAŞ Fatih Coşkun, İsmail KABAN ve Fatih SOBACI, ‘‘Bireysel Kredi Kullanan Finansal Tüketicilerce Üstlenilecek Masraflar; BDDK Düzenlemesi Çerçevesinde Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme’’, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 8(14), 2016, ss. 125-146.

ERTUNA İbrahim Özer, *Türkiye Ekonomisinin Kayıp Yılları (1989-2005)*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2005.

ESRB (EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD), *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, 2015.  
[http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303\\_esrb\\_handbook\\_mp.en.pdf](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf),(12.09.2017)

EŞSİZ Fatma Pınar, ‘‘Finansal İstikrar ve Makro İhtiyati Politikalar Üzerine Bir Değerlendirme’’, JEBPIR, 3(1), 2017, ss. 35-63.

EVDS, *Bankacılık Sektörü-Yurtiçi Kredi Hacmi(Aylık)*, 2018a.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (10.06.2018).

EVDS, *Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6. El Kitabı) (milyon ABD Doları)*, 2018b.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (17.04.2018).

- EVDS, *Kurlar-Döviz Kurları(\*)*(Günlük), 2018c.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (11.05.2018).
- EVDS, *Fiyat Endeksi (Tüketici)*(2003=100)(TÜİK)(Aylık), 2018d.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (10 Haziran 2018).
- EVDS, *Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre(BEC)*(TÜİK), (Aylık), 2018e.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (12.05.2018).
- EVDS, *TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti-Düzey*, 2018f.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (16.05.2018).
- EVDS, *Ticari (TL Üzerinden Açılan)-Düzey*, 2018g.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (16.05.2018).
- EVDS, *Merkez Bankası Rezervleri (milyon ABD Doları)*(Haftalık), 2018h.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (26.08.2018).
- EVDS, *Para Arzı (Bin TL)*(Haftalık), 2018i.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (13.06.2018).
- EVDS, *Yurtiçi Yerleşiklerin Mevduatları*, 2018j.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (24.06.2018).
- EVDS, *Bankalar ve Finansman Şirketleri Seçilmiş Kredi Büyüklükleri (Bin TL)*(Haftalık), *Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları EVDS (Bin TL)*, 2018k.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (26.06.2018).
- EVDS, *Toplam Tüketici Kredileri*, 2018m.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (24.06.2018).
- EVDS, *GSYİH-Harcama Yöntemiyle-Cari Fiyatlarla (TÜİK)*(Bin TL)(Üç Aylık), 2018n.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (26.06.2018).
- EVDS, *Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı (2003=100)*(Aylık), 2018p.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (25.05.2018).
- EVDS, *BİST 100 Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre*(Ocak 1986=1), 2018r.  
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (30.05.2018).
- FAUST Jon ve Lars E.O. Svensson, "Transparency and credibility: monetary policy with unobservable goals", International Finance Discussion Papers 605, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 1998.
- FCIC (FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION), *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the

Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition, 2011.

FEDERICO Pablo, Carlos A. VEGH ve Guillermo VULETIN, *Effects and Role of Macprudential Policy: Evidence from Reserve Requirements Based on a Narrative Approach*, 2013.

<http://siteresources.worldbank.org/EXTLACOFFICEOFCE/Resources/870892-1415025414579/Background1.pdf> (20.11.2017).

FELDSTEIN Martin, "Self-Protection for Emerging Market Economies", NBER Working Paper Series, N. 6907, 1999.

FELDSTEIN Martin, "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", National Bureau of Economic Research Working Papers, N. 8837, 2002a, ss. 18-19.

FELDSTEIN Martin, *Argentina's Fall*, Lessons from the Latest Financial Crisis, Foreign Affairs, 2002b.

<https://www.foreignaffairs.com/articles/argentina/2002-03-01/argentinas-fall-lessons-latest-financial-crisis>, (31.05.2018).

FELDSTEIN Martin, *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, NBER, University of Chicago Press, 2003.

FELMINGHAM Bruce ve Lisa SHORT, "An Anatomy of Currency Crises", Journal of Economic Integration, 18(3), 2003, ss. 587-606.

FENDOĞLU Mehmet Cem, *Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyati Araçların Etkisi: Türkiye ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı*, International Congress on Economics II (EYC2015), Ankara, 2015.

FERGUSON Roger W., *Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?*, Conference at The IMF in Washington D.C., Eylül, 2002, ss.16-37.

FERNANDEZ DE LIS Santiago ve Alicia GARCIA-HERRERO, "Dynamic Provisioning: A Buffer Rather than A Countercyclical Tool?", BBVA Research Papers, No: 22, 2012.

FERNANDEZ Roque ve Liliana SCHUMACHER, "Does Argentina Provide a Case for Narrow Banking?", World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 1997.

FİDAN Mehmet Maşuk, "KOBİ Piyasasında Asimetrik Bilgi ve Ahlaki Tehlike: Laleli Örneği", Maliye ve Finans Yazıları, 25(90), 2011, ss. 41-57.

FILARDO Andrew, "Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating The Monetary Policy Trade-Offs", Monetary and Economic Department, BIS Working Papers No 155, 2004.



- FISCHER Stanley, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, Finance & Development, 38(2), 2001, ss.1-5.
- FLOOD Robert P. ve Peter GARBER, ‘‘Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples’’, Journal of International Economics, 17(1-2), 1984, ss.1-13.
- FLOOD Robert P. ve Nancy P. MARION, ‘‘Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature’’, IMF Research Department, WP/98/130, 1998.
- FOSTER Chase M., ‘‘The Politics of Independent Central Banks’’, Book Review Essay, Public Administration Vol. 95, No: 1, 2017, ss. 289-293.
- FRANKEL Jeffrey, *Panel Presentation: The Asian Model, the Miracle, the Crisis, and the Fund in Currency Crises*, (Ed.) Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2000, ss. 327-337.
- FRANKEL Jeffrey ve Allen ROSE, ‘‘Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators’’, National Bureau of Economic Research Working Papers, 5437, 1996, ss. 1-29.
- FRATZSCHER Marcel, ‘‘On Currency Crises and Contagion’’, European Central Bank Working Papers, N.139, 2002.
- FFRENCH Ricardo Davis, ‘‘Macroeconomics for Decent Employment in Latin America and the Caribbean’’, ILO Working Papers 994590693402676, International Labour Organization, 2010.
- FREUND Caroline L. (2000), Current Account Adjustment in Industrialized Countries. *Board of Governors of the FED International Finance*, Discussion Papers, 692
- FRIEDMAN Milton ve Anna SCHWARTZ , ‘‘A Monetary History of the United States 1867-1960’’, NBER, New York, 1963.
- FSB–IMF–BIS, *Macprudential Policy Tools and Frameworks*, Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2011.
- <http://www.bis.org/publ/othp13.pdf>. (01.02.2018).
- FULİN, *Varlık Fonu Nedir ve Yılda 131 Milyar Dolar Kazanan Norveç Varlık Fonu Nasıl Yönetiliyor?*, 2017.
- <https://onedio.com/haber/varlik-fonu-nedir-ve-yilda-131-milyar-dolar-kazanan-norvec-varlik-fonu-nasil-yonetiliyor-812382>, (26.6.2018).
- GACANER ATIŞ Aydaner ve Fatih SAYGILI, ‘‘Türkiye’de Kredi Hacmi ve Cari Açık İlişkisi Üzerine Bir İnceleme’’, Business and Economics Research Journal, 5(4), 2014, ss. 129-141. ISSN: 1309-2448
- GALATI Gabriele ve Richhild MOESSNER, ‘‘Macprudential Policy – A Literature Review’’, Monetary and Economic Department, BIS Working Papers, No: 337, 2011.

- GALATI Gabriele ve Richhild MOESSNER, ‘‘What Do We Know About The Effects of Macroprudential Policy?’’, DNB Working Paper No: 440, De Nederlandsche Bank, 2014.
- GAMBACORTA Leonardo, ‘‘Monetary Policy and The Risk – Taking Channel’’, BIS Quarterly Review, 2009, ss. 43-53.
- GAVIN Michael ve Ricardo HAUSMANN, ‘‘The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context’’, Banking Crises in Latin America R.Hausman and L.R. Saures (ed.), 1996, ss. 27-63.
- GENÇTÜRK Mehmet, Adnan KALKAN ve Ali Murat ALPARSLAN, ‘‘Küresel Krizin İmalat Sektöründeki Etkisi ve İhracat Ağırlıklı Doğaltaş / Mermer Sektöründe Bir İnceleme’’, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 45, 2011, ss. 69-81.
- GERTLER Mark ve Peter Karadi, ‘‘A model of unconventional monetary policy’’, Journal of Monetary Economics 58 (2011), 2011, ss. 17-34.
- GLICK Reuven ve Michael M. HUTCHISON, ‘‘Banking and Currency Crises: How Common are Twins?’’, Center for Pasific Basin Monetary and Economic Studies Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, N. PB99 – 07, 1999.
- GLICK Reuven, Ramon MORENO ve Mark SPIEGEL, ‘‘Financial Crises In Emerging Markets’’, FRBSF Economic Letter, 0890927X, 03/23/2001, 2001.
- GOLDSTEIN Morris ve Philip C. TURNER, *Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri*, Çev.: A. Karacan, Dünya Yayıncılık, İstanbul, 1999.
- GOODWIN Neva, Julie A. NELSON ve Lonathan M. HARRIS, *Macroeconomic Measurement: Environmental and Social Dimensions*, Global Development and Environment Institute, Tufts University, Medford, MA 02155, 2008.
- GORTON Gary ve Andrew METRICK, ‘‘Securitized Banking and The Run on Repo’’, Journal of Financial Economics, 104, 2012, ss. 425-451.
- GOWAN Peter, ‘‘Crisis in the Heartland Consequences of the New Wall Street System’’, New Left Review, Issue 55, 2009, ss. 49-72.
- GÖÇER İsmet, ‘‘Türkiye’de Cari Açığın Nedenleri Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği Ekonometrik Bir Analiz’’, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 8(1),2013, ss. 213-242
- GÖÇER İsmet, Mehmet MERCAN ve Osman PEKER, ‘‘Kredi Hacmi Artışının Cari Açığa Etkisi: Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi’’, Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 18, 2013, ss. 1-17.
- GÖÇER İsmet ve Tuba AKIN, ‘‘Kırılgan Beşlide Tasarruf-Yatırım Açığının Ekonomik Büyümeye Etkileri: Yeni Nesil Bir Ekonometrik Analiz’’, Ege Akademik Bakış, 16(2), 2016, ss. 176-190.

- GÖÇER İsmet ve Cemalettin GEREDİ, ‘‘Cari Açık-Ekonomik Büyüme-Enflasyon ve İşsizlik Açmazında Türkiye: Yeni Nesil Bir Ekonometrik Analiz’’, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Kasım Özel Sayısı, 2016, ss. 35-46.
- GRACE Therese, Niamh HALLISSEY ve Maria WOODS, ‘‘The Instruments of Macro – Prudential Policy’’, Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin, No.1, 2015, ss. 90-105.
- GRAY Simon T., ‘‘Central Bank Balances and Reserve Requirements’’, IMF Working Papers, Cilt: 11, Sayı: 36, 2011.
- GREENWALD Bruce, Joseph E. STIGLITZ ve Andrew WEISS, Informational Imperfections in the Capital Market and Macro-Economic Fluctuations, NBER Working Paper No. 1335, 1984.
- GRILLI Vittorio, Donato MASCIANDARO ve Guido TABELLINI, ‘‘Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries’’, Economic Policy, Vol. 6, No.13, 1991, ss. 198-210.
- GUJARATI Domador ve Dawn PORTER, *Temel Ekonometri*, (5. Basımdan Çeviri)., Çev: Ümit Şenesen ve G. Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2012.
- GUNNAR Johnson, ‘‘The Relative Merits and Implication of Inflation Targeting for South Africa’’, IMF Working Paper, WP\99\ 116, 1999.
- GUP Benton E., *Bank Failures in the Major Trading Countries of the World: Causes and Remedies*, Quorum Books, 1998.
- GUP Benton, *Handbook For Directors Of Financial Institutions*, Edward Elgar Publishing, Williston, 2008.
- GÜLOĞLU Bülent, ‘‘İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri’’, Yeni Türkiye Dergisi, 7(41), 2001, ss. 526-532.
- GÜLOĞLU Bülent ve Ender ALTUNOĞLU, ‘‘Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri’’, İstanbul Üniversitesi SBF Dergisi, 27, 2002, ss. 107-134.
- GÜLTEKİN Ahmet Cenk, ‘‘e BİST’de İşlem Gören Ticari Bankalar İçin Ampirik Bir Çalışma’’, Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi-BSPAD, 2(4), 2018, ss. 46-69.
- GÜNAL Mehmet, ‘‘Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi’’, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 180, Ankara, 2001.
- GÜNEŞ Sevcan ve Canan YILDIRIM, ‘‘Kredi Genişlemesi ile Cari Açık Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği’’, Aydın İktisat Fakültesi Dergisi, 2(1), 2018, ss. 43-60.
- HAAN Jakob de ve Sylvester Eijffinger, ‘‘The Politics of Central Bank Independence, De Nederlandsche Bank NV’’, Working Paper No: 539, 2016.

- HABERTÜRK, *TCMB dolar kuru ve enflasyon beklentisini yükseltti*, 2018.
- HACIHASANOĞLU Burçin, *Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005.
- HAGEN Jürgen ve Tai-kuang HO, *Twin Crises: An Examination of the Empirical Links*, Center for European Integration Studies, University of Bonn, 2004, ss. 1-36,  
<https://www.gtap.agecon.purdue.edu/resources/download/136.pdf>(31.05.2018)
- HALDANE Andrew G., Glenn HOGGARTH ve Victoria SAPORTA, ‘‘Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at The Bank of England, Published in Marrying the Macro Prudential Dimensions of Financial Stability’’, BIS Papers, No.1., 2001.
- HALUNGA Andreea, Chris D. ORME ve Takashi YAMAGATA, ‘‘A Heteroskedasticity Robust Breusch-Pagan Test for Contemporaneous Correlation in Dynamic Panel Data’’ Models, 2015.  
<http://paneldataconference2015.ceu.hu/Program/Andreea-Halunga.pdf>,  
(27.07.2018).
- HAMDI Helmi ve Rashid SBIA, ‘‘Short-Run and Long-Run Causality between Electricity Consumption and Economic Growth in A Small Open Economy’’, MPRA, No. 49904, 2012.
- HANNOUN Hervé, *Towards A Global Financial Stability Framework*, 45th SEACEN Governors’ Conference, Siem Reap province, Cambodia, 2010, 26-27.
- HARDY Daniel ve Ceyda PAZARBAŞIOĞLU, ‘‘Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?’’, IMF Working Paper, N. 98/11, 1998.
- HATTORI Masazumi, ‘‘A Survey on Recent Theories and Empirical Analyses Regarding Currency Crises’’, International Department Working Paper Series, N. 01-E-7, Bank of Japan, 2001.
- HAUSMANN Ricardo ve Andres VELASCO, *The Argentine Collapse: Hard Money’s Soft Underbelly*, Kennedy School of Government, Harvard University, 2002.
- HAZİROLAN Ufuk, ‘‘Yükselen Bir Ekonomide İhtiyatlı Kamu Borç Yönetimi: Türkiye Tecrübesi’’, Maliye Dergisi, 163, 2012, ss. 557-581.
- HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, *Sigorta Denetleme Kurulu, Sigorta Grupları ve Konsolide Denetim Rehberi*, 2015.  
<https://hazine.gov.tr/File/Index?id=558153cd-a140-4237-9865-d9d2c1efbee6>,  
(20.06.2018).
- HEDLUND Erik ve Hashim KAHN, *The Subprime Crisis*, Chalmers University of Technology, Gothenburg, 2009.

- HELHEL Yeşim, *Finansal Gelişme ve Ar-Ge Harcamaları İlişkisi: Bir Panel Veri Analizi*, Ekonomi Bilimleri Dergisi, 10(1), 2018, ss. 70-80.
- HERRERO Alicia Garcia ve Pedro del RIO, “Financial Stability and The Design of Monetary Policy (1)”, Documento de Trabajo n° 0315, Banco de Espana, Madrid, 2003.
- HEVNER Leland B., “Adding a Real Estate Component to Your Portfolio – Considering a Truly Unique Asset”, Chapter 8, *The Perfect Portfolio, A Revolutionary Approach to Personal Investing*, John Wiley & Sons, Inc., 2009, ss. 135-157.
- HOFFMANN Andreas ve Axel LOEFFLER, “Low Interest Rate Policy and the Use of Reserve Requirements in Emerging Markets”, ICER Working Paper Series, Working Paper No: 1 / 2014, 2014.
- HONOHAN Patric, “Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Predictions”, Bank for International Settlements Monetary and Economic Department, BIS Working Papers, N. 39, Basle/Switzerland, 1997.
- HUR Sewon, Illenin O KONDO ve Fabrizio PERRI, “National Debt and Default”, Meeting Papers 1610, Society for Economic Dynamics, 2013.
- IMF, *The Asian Crisis: Causes and Cures*, FINANCE & Development, June 1998, Volume 35, Number 2., 1998. [www.imf.org](http://www.imf.org) (12.03.2018).
- IMF, *World Economic Outlook*, Washington, 1999.
- IMF, *Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures*, Finance & Development, 39(4), 2002. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/12/eye.htm>, (31.06.2018).
- IMF, *Does Inflation Targeting Work in Emerging Countries*, World Economic Outlook, Chapter 4, 2005, ss.182-185.
- IMF, *Systemic Risk and the Redesign of Financial Regulation, Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys, Chapter 2, 2010, ss. 63-91.
- IMF, *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template*. Washington, DC, 2011.
- IMF, *Key Aspects of Macprudential Policy-Background Paper*, Approved By Jan Brockmeijer, 2013.
- IMF, *Assessing Reserve Adequacy: Specific Proposals*. IMF, Washington, DC, 2014.
- IMF, *Low Growth, Low Interest Rates, and Financial Intermediation, Getting The Policy Mix Right*, Global Financial Stability Report April 2017, World Economic and Financial Surveys, 2017, ss. 49-83.

- IMF, *World Economic Outlook Database*, April 2018a.  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>,  
(10.06.2018).
- IMF, *Current account balance Billion US Dollar*, International Monetary Fund, World Economic Outlook, April, 2018b.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=57&pr.y=12&sy=1980&ey=2017&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=186&s=BCA&grp=0&a>(30.5.2018).
- IMF, Current account balance in GDP. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April, 2018c.  
[http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=38&pr.y=14&sy=1980&ey=2017&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=186&s=BCA\\_NGDPD&grp=0&a](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=38&pr.y=14&sy=1980&ey=2017&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=186&s=BCA_NGDPD&grp=0&a),(25.5.2018)
- IMF IEO, *Report on the Evaluation of the Role of the IMF in Argentina 1991-2001*, 2004.  
<https://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/arg/eng/index.htm>,(31.05.2018).
- IMF IEO, *International Reserves (IMF Concerns and Country Perspectives)*, Evaluation Report, Washington, DC 20090, 2012.
- IMF WEO, *Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*, 1998.  
[www.imf.org/~media/IMF/weo/weo0598/0598ch4pdf.ashx](http://www.imf.org/~media/IMF/weo/weo0598/0598ch4pdf.ashx), (31.05.2018).
- INGVES Stefan, *The Role of The Central Bank After The Financial Crisis – The Challenges Ahead*, BIS Central Banker’ Speeches, 2013.
- INTEGRAL FOREX, *Döviz Fiyatı ve Reel Kur Endeksi*, 2018.  
<https://www.integralforex.com.tr/doviz>, (25.05.2018).
- INVESTOPEDIA, *Quantitative Easing 2 – QE2*, 2018.  
<https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing-2-qe2.asp>,  
(15.05.2018).
- IRWIN Timothy C., ‘‘Defining the Government’s Debt and Deficit’’, IMF Working Paper, WP/15/238, 2015.
- ISSING Otmar, ‘‘Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off?, Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views’’, BIS Papers No.18, Basle, 2003.
- ISSING Otmar, ‘‘Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?’’, IMF Working Paper, Working Paper No.11/97, 2011.
- İŞİK Sayım, Koray DUMAN ve Adil KORKMAZ, ‘‘Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Uygulaması’’, D.E.Ü. I.I.B.F. Dergisi, 19(1),2004,ss.45-69.

- İLHAN Ali, "Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi", Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 52(608), 2015, ss. 65-85.
- JAFFEE Dwight, "The U.S. Subprime Mortgage Crisis", The World Bank, Washington, 2008.
- JIMENEZ Gabriel, Steven ONGENA, José-Luis PEYDRÓ ve Jesús SAURINA, "Macroprudential Policy", Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments, 2013.
- JORDA Oscar, Mortiz SCHULARICK ve Alan TAYLOR, "Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons", NBER Working Paper No:16567, 2010.
- KAMIN Steven B., John W. SCHINDLER ve Shawna L. SAMUEL, "The Contribution of Domestic and External Factors to Emerging Market Devaluation Crises: An Early Warning Systems Approach". Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, N. 711, 2001.
- KAMINSKY Graciela ve Carmen REINHART, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", American Economic Review: Papers and Proceedings, 88(2), 1998, ss. 444-448.
- KAMINSKY Graciela, Saul LIZONDO ve Carmen REINHART, "Leading Indicators of Currency Crises", IMF Staff Papers, 45(1), 1998.
- KAMINSKY Graciela, "Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress", IMF Working Paper, N. 99/178, 1999.
- KAMINSKY Graciela ve Carmen REINHART, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", American Economic Review, 89(3), 1999, ss. 473-500.
- KAPSTEIN Ethan, *Governing the Global Economy: International Finance and the State*. Cambridge, Ma.: Harvard University Press, 1994.
- KAR Muhsin ve M. Akif KARA, "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", Dış Ticaret Dergisi, 29, 2002, ss. 70-71.
- KARA A. Hakan, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, Tebliğ No: 12/17, Ankara, 2012.
- KARA A. Hakan, "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu", Ekonomi Notları, Sayı: 2015-13, Ankara, 2015.
- KARA A. Hakan ve Musa ORAK, *Enflasyon Hedeflemesi*, TCMB, 2008.
- KARABULUT Gökhan, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, (1. Baskı), No: 328, İstanbul, 2002.

- KARAÇOR Zeynep, *İstikrar Politikaları ve Uygulamaları Ders Notları*, Dizgi Ofset Matbaacılık, Konya, 2001.
- KARAKURT Birol ve Tekin AKDEMİR, ‘‘Kurallı Maliye Politikası: Türkiye’de Kurallı Maliye Politikası Örnekleri’’, *Maliye Dergisi* (158), 2010, ss.226-261.
- KAUFMAN George, ‘‘Banking and Currency Crises and Systemic Risk: Lessons from Recent Events’’, *Economic Perspectives*, 24(3), 2000, ss. 9-28.
- KAUFMAN George ve Kenneth SCOTT, ‘‘What is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?’’, *The Independent Review*, Volume VII, No:3, ISSN 1086 – 1653, 2003, ss. 371-391.
- KAYA Vedat, *Para Politikasının Yürütülmesi ve Para Politikası Araçları*, 2014. [http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat\\_\\_KAYA/PARA\\_12.UNITE10788.pdf](http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat__KAYA/PARA_12.UNITE10788.pdf), (11.05.2018).
- KAZGAN Gülten, ‘‘Türkiye’de Ekonomik Krizler 1929-2001: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme’’, Bilgi Üniversitesi, DEGEV-Türkiye İş Bankası, 2002.
- KENT Christopher ve Philip LOWE, ‘‘Asset-Price Bubbles and Monetary Policy’’, Research Discussion Paper 9709, Economic Research Department Reserve Bank of Australia, 1997.
- KGF, Kredi Garanti Fonu, *Hakkımızda- Genel Müdürümüzün Mesajı*, 2018. <http://www.kgf.com.tr/index.php/tr/hakkimizda/genel-mudurumuzun-mesaji>, (30.06.2018).
- KIGUEL Miguel A., ‘‘Structural Reforms in Argentina: Success or Failure’’, Current Issues in Emerging Market Economies, Croatian National Bank, 2001.
- KILCI Esra, ‘‘CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi; Türkiye Örneği’’, *Maliye Finans Yazıları*, 108, 2017, ss.71-86.
- KINDLEBERGER Charles P. ve Robert ALIBER, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, New York, 2005.
- KING Mervyn, *Challenges for Monetary Policy: New and Old*, New Challenges for Monetary Policy Sempozyumu, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.
- KING Robert G. ve Ross LEVINE, ‘‘Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence’’, *Journal of Monetary Economics* 32, North-Holland, 1993, ss. 513-542.
- KIYOTAKI Nobuhiro ve John Moore, ‘‘Financial Deepening’’, *Journal of the European Economic Association* April–May 2005 3(2–3), 2005, ss. 701-713.



- KIZILKAYA Oktay, Emrah SOFUOĞLU ve Zeynep KARAÇOR, ‘‘Türkiye’de Turizm Gelirleri-Ekonomik Büyüme İlişkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı’’, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 23(1), 2016, ss. 203-215.
- KİBRİTÇİOĞLU Aykut, ‘‘Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001’’, Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 7(41), 2001, ss. 174-182.
- KLINGELHÖFER Jan ve Rongrong SUN, ‘Macprudential Policy, Central Banks and Financial Stability: Evidence from China’’, MPRA Paper No: 79033, 2017.
- KOMULAINEN Tuomas, ‘‘Currency Crisis Theories-Some Explanations for the Russian Case’’, Bofit Discussion Papers, N.1, 1999.
- KOMULAINEN Tuomas, ‘‘Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour’’, Bofit Discussion Papers, N. 10, 2001.
- KOZANOĞLU Hayri, *Meksika’da Kriz*, 2003.
- <http://www.korotonomedy.net/kor/index.php?id=10,35,0,0,1,0>, (29.05.2018).
- KORKMAZ Esfender ve Arzu TAY, ‘‘Küresel Kriz, Türkiye’ye Etkileri ve Çözüm Önerileri’’, Kafkas Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1(2), 2011, ss. 111-135.
- KORKMAZ Turhan ve Ali CEYLAN, *Sermaye Piyasası Temel Konular*, 2. Baskı, Ekin Yayınevi, 2018.
- KÜÇÜK Uğur Namık, İbrahim Ethem GÜNEY ve Doruk KÜÇÜKSARAÇ, Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Alım-Satım İhalelerine Genel Bakış, TCMB Güncesi, 19 Kasım 2017.
- KRAN Lars Christian ve Grete OWRE, ‘‘Norges Bank’s System for Managing Interest Rates’’, Economic Bulletin, Norges Bank, Q2, 2001.
- KREGEL Jan, *Yes “It” Did Happen Again-A Minsky Crisis Happened in Asia*, Levy Institute: Conference Proceedings: 8th Annual Hyman P. Minsky Conference of Financial Structure (The Fragility of The International Financial System: Options for Policy) Working Papers 234, 1998.
- KREGEL Jan, ‘‘The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility’’, Working Paper, N. 294, Levy Institute, 2000.
- KRUGMAN Paul ve Robin WELLS, *Makro İktisat*, (2. Baskıdan Çeviri), Ankara: Palme Yayıncılık: 592, Ankara, 2011.
- KRUGMAN Paul, *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, (7. Baskı), Literatür Yayınları, İstanbul, 2015.
- KRZAR Ivo, ‘‘Currency Crisis: Theory and Practice with Application to Croatia’’, Croatia National Bank Working Papers, N. 12, 2004.

- KRUEGER Anne ve Aaron TORNELL, ‘‘The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico 1995-1998’’, NBER Working Paper, N. 7042, Cambridge, 1999.
- KRUEGER Anne, *Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Economies*, Roundtable Lecture, Economic Honors Society, New York University, 2004.
- KRUGMAN Paul, ‘‘A Model of Balance-of-Payments Crises’’, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 1979, ss. 311-325.
- KRUGMAN Paul, ‘‘What Happened to Asia?’’, Mimeo, MIT, 1998.
- KRUGMAN Paul, ‘‘Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises’’, *International Tax and Public Finance*, 6, 1999, ss. 459-472.
- KRUGMAN Paul, *Currency Crises*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2000.
- <http://web.mit.edu/krugman/www/crisis.html>. (31.05.2018).
- KRUGMAN Paul ve Maurice OBSTFELD, *International Economics: Theory and Policy. (5<sup>th</sup> Edition)*, Addison-Wesley Publishing Company, USA, 2000.
- KRUGMAN Paul, *Crises: The Next Generation?*, Economic Policy in the International Economy, Essays in Honor of Assaf Razin, Cambridge University Press, 2002.
- KRUGMAN Paul, *Crises*, 2010.
- <https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>. (31.05.2018).
- KUPPERMAN Robert. H., Richard H. WILCOX ve Harvey A. SMITH, ‘‘Crisis Management: Some Opportunities’’, *Science New Series*, 187(4175), 1975, ss. 404-410.
- KUTTNER Kenneth K., ‘‘The Role of Policy Rules in Inflation Targeting’’, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2004, ss. 1-23.
- KUTTNER Kenneth ve Ilhyock SHIM, ‘‘Taming the Real Estate Beast: The Effects of Monetary and Macroprudential Policies on House Prices and Credit’’, *Conference Volume*, Reserve Bank of Australia, 2012, ss. 231-259.
- KUTTNER Robert, *Seven Deadly Sins of Deregulation and Three Necessary Reforms*, The American Prospect, 2013.
- <http://prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms> (10.10.2017).
- KÜÇÜK Hande, Pınar ÖZLÜ, Anıl TALASLI, Deren ÜNALMIŞ ve Canan YÜKSEL, ‘‘Interest Rate Corridor, Liquidity Management and the Overnight Spread’’, *Contemporary Economic Policy*, vol. 34, issue 4, 2016, ss. 746-761.

- LABONTE Marc, *Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?*, CRS Report for Congress, 13, December, 2005.
- LANDAU Jean-Pierre, *Complexity and the financial crisis*, Deputy Governor of the Banque de France, 2009.
- LANOIE Paul ve Sylvain LEMARBRE, “Three Approaches to Predict the Timing and Quantity of LDC Debt Rescheduling”, *Applied Economics*, 28(2), 1996, ss. 241-246.
- LARGE Sir Andrew, “Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World”, *Financial Stability Review*, Bank of England, Issue No: 15, London, 2003, ss. 170-174.
- LEE Minsoo, Raymond GASPARD ve Mai Lin VILLARUEL, “Macroprudential Policy Frameworks in Developing Asian Economies”, ADB Economics Working Paper Series, No:510, Manila / Philippines, 2017.
- LESTANO L., J. JACOBS ve G. KUPER, “Indicators Of financial Crises Do Work! An Early-Warning System for Six Asian Countries”, Department of Economics, University of Groningen, 2003.
- LIM Cheng Hoon, Francesco COLUMBA, Alejo COSTA, Piyabha KONGSAMUT, Akira OTANI, Mustafa SAIYID, Torsten WEZEL ve Xiaoyong WU, “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?”, *Lessons from Country Experiences*, IMF Working Papers, WP/11/238, 2011.
- LINDGREN, Carl-Johan, Tomás J.T. BALIÑO, Charles ENOCH, Anne-Marie GULDE, Marc QUÏNTYN ve Leslie TEO, *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, Intenational Money Fund. Washington, D.C, 10, 1999.
- LOPEZ-MEJIA Alejandro, “Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses”, *Finance and Development*, 36 (3), 1999, ss. 28-31.
- LOPEZ Claude, Donald MARKWARDT ve Keith SAVARD, “Macroprudential Policy: A Silver Bullet or Refighting the Last War?”, MPRA Paper No. 64993, 2015.
- LOWELL Julia, C. Richard NEU ve Daochi TONG, “Financial Crises and Contagion in Emerging Market Countries”, National Security Research Division, U.S. HB37222.L68, 1998.
- LUCAS Robert, “Econometric Policy Evaluation: A Critique. In Brunner K. - Meltzer, A. *The Phillips Curve and Labor Markets*”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1. New York: *American Elsevier*, 1976, ss. 19-46.

- LUCAS Douglas J., Laurie S. GOODMAN ve Frank J. FABOZZI, *Collateralized Debt Obligations: Structures And Analysis*, Second Edition, Wiley Finance, USA, 2006.
- MACOVEI Mihai, *Growth and Economic Crises in Turkey: Leaving Behind a Turbulent Past*, Economic and Financial Affairs, European Communities, ISBN 978-92-79-13361-9, 2009.
- MAECHLER Andrea M. ve Li Lian ONG, "Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?", Monetary and Capital Markets Department, IMF Working Paper WP/09/54, 2009.
- MANKIW N. Gregory, *Makroekonomi*, Çev. Editörü: Ö. Faruk Çolak, Ankara: Efil Yayınevi, 2010.
- MARCHESI Silvia, "Adoption of an IMF Programme and Debt Rescheduling An Empirical Analysis", *Journal of Development Economics*, 70(2), 2003, ss. 403-423.
- MASSON Paul, "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps between Multiple Equilibria", IMF Working Paper, N. 98/142, 1998.
- MENDOZA E. ve Marco TERRONES, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", NBER Working Paper, No: 14049, 2008.
- MILESI-FERRETTI Gian Maria ve Assaf RAZIN, "Current-Account Sustainability", *Princeton Studies in International Finance* No.81, 1996.
- MILESI-FERRETTI Gian Maria ve Assaf RAZIN, "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities", *Currency Crises* (Ed.) Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 2000, ss. 285-323.
- MISHKIN Frederic, "Comment on Systemic Risk, In Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk", Vol. 7, edited by George Kaufman, 1995, ss. 31-45.
- MISHKIN Frederic, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *Annual World Bank Conference on Development Economics* 1996, NBER Working Paper, N. 5600 Cambridge, 1996.
- MISHKIN Frederic, "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues" *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 4, 1999, ss.3-20.
- MISHKIN Frederic, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", NBER Working Paper Series, No: 7618, 2000, s.s. 1-12.
- MISHKIN Frederic, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", NBER Working Paper, No.2683, 2001.

- MISHKIN Frederic ve Klauss SCHMIDT-HEBBEL, ‘‘Does Inflation Targeting Make a Difference’’, In Monetary Policy under Inflation Targeting: An Introduction, ed. Frederic. S. Mishkin and Klauss Schmidt-Hebbel, Santiago de Chile: Banco Central de Chile. Policy Strategy, MIT Press, 2007, ss. 291-372.
- MISHKIN Frederic ve Apostolos SERLETIS, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fourth Canadian Edition, Chapter 13, Toronto, Pearson Canada, 2011, ss.314-346.
- MISHKIN Frederic, *Central Banking After The Crisis*, 2012. <https://www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/12chile.pdf>.
- MISHKIN Frederic ve Stanley G. EAKINS, *Financial Markets and Institutions*, (7<sup>th</sup> Ed.), Boston, United States: Prentice Hall, 2012.
- MISHKIN Frederic, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 10 th Ed., Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited, 2013.
- MONTORO C., ‘‘Assesing the Role of Reserve Requirements under Financial Frictions’’, Bank for International Settlements, No: 34, 2011.
- MORE ENSTİTÜ, *Krizde Değer Yaratmak*, More Enstitü Uzaktan Öğretim Hizmetleri, Uzaktan Eğitim Kaynak Dokümanı, 2017. <https://www.uzemmoreenstitui.com/wp-content/uploads/2017/10/8.-hafta.pdf>, (24.05.2018).
- MUSACCHIO Aldo, ‘‘Mexico’s Financial Crisis of 1994-1995’’, Harvard Business School Working Paper, No: 12 – 101, 2012.
- MUSSA Michael, ‘‘Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy’’, Institute for International Economics, N. 67, Washington, DC, 2002.
- MUTLUTÜRK Şirin, ‘‘Makro İhtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi’’, Bankacılar Dergisi, 81, 2012, ss.102-120.
- MÜSLÜMOV Alösvat ve Güler ARAS, ‘‘Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi Ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri’’, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 19(222), 2004, ss. 55-65.
- NIER Erlend Walter, Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis, IMF Working Paper WP/09/70, 2009.
- NJANIKE Kosmas, Central Bank Independency On The Development Of The Financial Sector, A Case Of Reserve Bank Of Zimbabwe (1998-2008), Annals of the University of Petroşani, Economics, 10(3), 2010, ss. 251-264.
- NORGES BANK, *Vulnerabilities and Risks*, Financial Stability Report, Oslo, 2015.

- NORTON J. J. J., *Devising International Bank Supervisory Standards*, London: Graham & Trotman, 1995.
- NTV, *BIST'e Büyük Firmaların Geleceğini Düşünüyoruz*, 2017.  
<https://www.ntv.com.tr/ekonomi/biste-buyuk-firmalarin-gelecegini-dusunuyoruz,fBO9iTQw K0WXFybxzT3Phg>, (25.06.2018).
- NTV, *Bireysel emeklilik sisteminde (BES) yeni dönem (Maaşlardan ne kadar kesilecek?)*, 2018.  
[https://www.ntv.com.tr/galeri/ekonomi/bireysel-emeklilik-sisteminde-bes-yeni-donem-maaslardan-ne-kadar-kesilecek,gITZ\\_CNz2kCEK3WLz7cezQ/bEFJ8oi4oEuV0KR4fznZwA#bEFJ8oi4oEuV0KR4fznZwA](https://www.ntv.com.tr/galeri/ekonomi/bireysel-emeklilik-sisteminde-bes-yeni-donem-maaslardan-ne-kadar-kesilecek,gITZ_CNz2kCEK3WLz7cezQ/bEFJ8oi4oEuV0KR4fznZwA#bEFJ8oi4oEuV0KR4fznZwA).
- OBSTFELD Maurice, ‘‘Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises’’, *American Economic Review*, 76(1), 1986, ss. 72-81.
- OBSTFELD Maurice, ‘‘The Logic of Currency Crises’’, NBER Working Papers, N.4640, 1994.
- OBSTFELD Maurice, *Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features*, *European Economic Review*, 40(3-5), 103<7-1047, 1996.
- ODUNCU Arif, Ergun ERMİŞOĞLU ve Yasin AKÇELİK, ‘‘Merkez Bankası’nın Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı’’, *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 86, 2013, ss. 43-52.
- OECD, *International capital flows: Structural reforms and experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, Report from the OECD to the G20 Sub-Group on Capital Flow Management, 2011.
- OKTAR Suat ve Kamil YURDABAK, ‘‘2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları’’, *Akademik Hassasiyetler Dergisi*, 2(4), 2015, ss. 83-113.
- ONGUN Mehmet Tuba, *Türkiye’de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler*, Kriz ve IMF Politikaları, Ed. Ö. Faruk ÇOLAK, Alkım Yayınevi, İstanbul, 2002.
- ONIS Ziya ve James RIEDEL, ‘‘Economic Crises and Long – Term Growth in Turkey’’, *Comparative Macroeconomic Studies*, N. 11744, The World Bank, Washington D.C., 1993.
- OSINSKI Jacek, Katherina SEAL ve Lex HOOGDUIJN, ‘‘Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation’’, IMF Staff Discussion Note, SDN 13/05, 2013.
- OSTRY Jonathan D., Atish R. GHOSH, Karl HABERMEIER, Luc LAEVEN, Marcos CHAMON, Mahvash S. QURESHI ve Annamaria KOKENYNE, ‘‘Managing

- Capital Inflows: What Tools to Use?”, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06, 2011.
- ÖNCE Saime, *Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirme Şekilleri, Türkiye Bankalar Birliği*, Eskişehir, 1995.
- ÖRTEN Remzi ve İpek Örtten, *Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları*, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 2001.
- ÖTKER İnci ve Ceyla PAZARBAŞIOĞLU, “Speculative Attacks and Currency Crises: The Mexican Experience”, *Open Economies Review*, 7, 1996, ss. 535-552.
- ÖZATAY Fatih, “The Lessons From the 1994 Crisis in Turkey: Public Debt (Mis)Management and Confidence Crisis”, *Yapı Kredi Economic Review*, 7, 1996, ss. 21-38.
- ÖZATAY Fatih ve Güven SAK, “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey”, Paper prepared for the “Brookings Trade Forum 2002: Currency Crises” to be held in Washington D.C. on May 2, 2002.
- ÖZATAY Fatih ve Güven Sak, “Banking Sector Fragility and Turkey’s 2000–01 Financial Crisis”, Working Papers 0308, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, 2003.
- ÖZATAY Fatih, “Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası: İki Hedef – Üç Ara Hedef – Üç Araç”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 2011, ss. 27-43.
- ÖZATAY Fatih, *Finansal İstikrar Komitesi*, Radikal Gazetesi (14.02.2012). <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih-ozatay/finansal-istikrar-komitesi-1078667/>, (10.05.2018), 2012.
- ÖZATAY Fatih, “A Note on The New Monetary Policy of The Central Bank of Turkey”, *The European Debt Crisis: Causes, Consequences, Measures and Remedies*, Chapter Seven, Edited by Ali Ari, Cambridge Scholars Publishing, 2014, ss. 185-195.
- ÖZDEMİR Aliye, *Türkiye’de Para Politikasının Ekonomik İstikrarı Sağlamadaki Rolü (1980 Sonrası Dönem)*, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Para Banka Programı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010.
- ÖZER Mustafa, *Finansal Krizler Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1096, Eskişehir, 1999.
- ÖZHAN Galip Kemal, İzak Atiyas ve E. Fuat Keyman, *Unconventional Monetary Policy and Its Reflections on the Global Economy*, Think Tank 20: The G-20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy Report, 2013, ss. 81-87.

ÖZTEKİN Mukim, BDDK Yıllık Faaliyet Raporu, 2014.

[https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum\\_Bilgileri/Yillik\\_Raporlar/13028yfr2013internet.pdf](https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yillik_Raporlar/13028yfr2013internet.pdf), (20.06.2018).

ÖZTÜRK Salih, “1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi (Türkiye Örneği)”, Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik, Toplumsal ve Siyasi Analiz Dergisi, 2, 2003, ss.15-28.

PADOA-SCHIOPPA Tommaso, “Financial Supervision: Inside or Outside Central Banks”, European System of Financial Supervision (ESFS), Cheltenham: Edward Elgar, Amsterdam forthcoming, 2002, ss. 160-177.

PADOA-SCHIOPPA Tommaso, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, The Transformation of the European Financial System, Ed: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen, European Central Bank, Germany, 2003, ss. 269-310.

PAPADATOS Demophanes, *Günümüz Kapitalizmde Merkez Bankacılığı: Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal Krizler*, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Yordam Kitap, 2009.

PAPADEMOS Lucas, *Price Stability, Financial Stability and Efficiency and Monetary Policy*, Vice President of The ECB at The Third Conference of The Monetary Stability Foundation on “Challenges to The Financial System – Ageing and Low Growth”, Frankfurt, 2006.

PARASIZ İlker, *Modern Bankacılık Teori ve Uygulama*, Banksis Yayınları, N. 82, İstanbul, 2001.

PARASIZ İlker, *Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar*, Ezgi Kitabevi, (2. Baskı), İstanbul, 2002.

PEKER Osman ve İsmet GÖÇER, “Yabancı Doğrudan Yatırımların Türkiye’deki İşsizliğe Etkisi: Sınır Testi Yaklaşımı”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 10(4), 2010, ss. 1187-1194.

PEROTTI Enrico ve Javier SUAREZ, “A Pigovian Approach to Liquidity Regulation”, Tinbergen Institute, Discussion Paper 11-040/2/DSF15, 2009.

PESARAN M. Hashem, Yongcheol SHIN ve Richard J. SMITH, “Bounds testing approaches to the analysis of Level Relationships”, Journal of Applied Econometrics, 16(3), 2001, ss. 226-339.

PINAR Övgü ve Hande UZUNOĞLU, *Dünyada Kur Savaşları Alarmı*, 2013. [http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu\\_hande\\_kursavaslar.pdf](http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu_hande_kursavaslar.pdf).(28.08.2018).

POOL James, Stephen STAMOS ve Patrice F. JONES, *The ABC’s of International Finance*, Lexington Books, 1991.



- POORAN Priya Nandita (2009), *Macro-Prudential Supervision – A Panacea For The Global Financial Crisis?*, Law and Financial Markets Review, 2009, ss. 534-538.
- PORTES Richard, ‘‘Macroprudential Policy and Monetary Policy’’, Macroprudentialism, Edited by Dirk Schoenmaker, Duisenberg School of Finance, CEPR Press, 2014, ss. 47-59.
- POU Pedro, ‘‘Argentina’s Structural Reforms of the 1990s’’, Finance and Development 37(1), 2000.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/pou.htm>, (31.05.2018).
- PESENTI Paolo ve Cedric TILLE, *The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, FRBNY Economic Policy Review, 2000, ss. 3-14.  
<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/00v06n3/0009pe-se.pdf>, (31.05.2018).
- RADDATZ Claudio, *How Important was The Worldwide Use of Wholesale Funds for The International Transmission of The US Subprime Crisis?*, Research-based policy analysis and commentary from leading economists, VOX CEPR’s Policy Portal, 2010.
- RADELET Steven ve Jeffrey SACHS, ‘‘The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects’’, Brookings Papers on Economic Activity, No.1, 1998, ss. 1-74.
- RADELET Steven ve Jeffrey SACHS, *What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?*, 1999.  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.474.3810&rep=rep1&type=pdf>, (31.05.2018).
- RAJAN R. S. ve I. SUGEMA, ‘‘Government Bailouts and Monetary Disequilibrium: Common Fundamentals in The Mexican and East Asian Currency Crises’’, North American Journal of Economics & Finance, 11(2), 2000, ss. 1-24.
- REINICKE W. H., *Banking, Politics and Global Finance Books, 1980-1990*, 1995.
- REINHART Carmen, Guillermo CALVO ve Leonardo LEIDERMAN, *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, University of Maryland, College Park: Department of Economics, XII(3), 1994, ss. 54-66.
- RICHARDS Dan, *Subprime Mortgage Crisis*, 2008.  
<http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>, (03.12.2017).
- ROGER Scott, ‘‘Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges’’, IMF Working Paper, WP/09/236, 2009.

- ROIS Rumana, Tapati BASAK, Mhod Muzibur RAHMAN ve Ajit Kumar MAJUMDER, One-Sided Wald Test for Restricted Higher Order Autocorrelation in Dynamic Linear Model, 2012.  
<https://pdfs.semanticscholar.org/a466/1ca482067dc3294fd322e062ebfa928e3b6a.pdf>, (27.07.2018).
- ROSE Andrew K. ve Mark M. SPIEGEL, ‘‘Cross-Country Causes and Consequences of The 2008 Crisis: Early Warning’’, NBER Working Paper 15357, 2009.
- ROSEN Richard J., ‘‘The Role of Securitization in Mortgage Lending’’, Chicago Fed Letter, Number 244, The Federal Reserve Bank of Chicago, 2007.
- ROSSI Marco, ‘‘Financial Fragility and Economic Performance in Developing Countries’’, IMF Working Paper, N. 99/66, 1999.
- ROUBINI Nouriel ve Stephen MIHM, *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*, Pegasus Yayınları: 422, 1. Baskı, İstanbul, 2012.
- SACHS Jeffrey D., *Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets*, In Capital Flows and Financial Crises (Ed.), Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York, 1998, ss. 243-262.
- SACHS Jeffrey D., A. TORNELL ve A. VELASCO, ‘‘Financial Crises In Emerging Markets: The Lessons from 1995’’, Harvard Institute of Economic Research Working Papers, N.1759, 1995.
- SADEGHZADEH Khatereh, *Mikroekonomik ve Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BIST’te Bir Uygulama*, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2017.
- SALANT Stephen W. ve Dale W. HENDERSON, ‘‘Market Anticipations of Government Gold Policies and the Price of Gold’’, Journal of Political Economy, 86, 1978, ss. 627-648.
- SANDERS Anthony, ‘‘The Subprime Crisis and Its Role in The Financial Crisis’’, Journal of Housing Economics, No. 17, 2008, ss. 254-261.
- SANTOS Paulo, *Günümüz Kapitalizmde Bankacılığın İçeriği Üzerine*, Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, Yordam Kitap, 2009.
- SAPIR Jacques, *Global Finance in Crisis*, Real – World Economics Review, No.46, 2008, ss. 82-101.
- SAURINA Jesús, *Dynamic Provisioning: The Experience of Spain*, Crisis Response: Public Policy for the Private Sector, Note Number 7 (July), The World Bank Group, 2009.

- SAXENA Sweta ve Kar-yiu WONG, ‘‘Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey’’, Washington University Department of Economics Discussion Papers, N. 45, 1999.
- SAVASTANO Miguel A., Paul R. MASSON ve Sunil SHARMA (1997), ‘‘The Scope for Inflation Targeting In Developing Countries’’, IMF Working Paper, No.130.
- SCHINASI Garry J., ‘‘Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets’’, IMF Working Paper WP/03/121, International Capital Markets Department, 2003.
- SCHINASI Garry J., ‘‘Defining Financial Stability’’, IMF Working Paper, No: 04/187, 2004.
- SCHNEIDER Martin ve Aaron TORNELL, ‘‘Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises’’, NBER Working Paper, N. 8060, Cambridge Massachusetts, 2000.
- SCHOENMAKER Dirk (2011), ‘‘The Financial Trilemma’’, Economic Letters 111, 2011, ss. 57-59.
- SCHULARICK Moritz ve Alan Taylor (2009), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008, NBER Working Paper No:15512.
- SCHWARTZ Anna J., *Systemic Risk and the Macroeconomy*, In Research in Financial Services and Public Policy, Vol 7, George Kaufman, ed. Greenwich, JAI Press, 1995.
- SEREL Alpaslan ve Musa BAYIR, ‘‘2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği’’, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Sayı:19, 2013.
- SEVİM Cüneyt, *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği*, BDDK Kitapları No: 11, Ankara, 2012.
- SEZGİN Zafer, ‘‘Kriz Sonrası Türkiye Ekonomisinde Mali Baskınlık’’, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 17(1), 2015, ss. 81-94.
- SHERWIN Murray, *Institutional Frameworks For Inflation Targeting*, 2000. <https://www.bis.org/review/r001113c.pdf>, (11.03.2018).
- SHIN Hyun Song, ‘‘Macroprudential Policies Beyond Basel III’’, Bank for International Settlements, Paper No: 60, 2010.
- SHIN Hyun Song, ‘‘Adapting Macroprudential Approaches to Emerging and Developing Economies’’, In Otaviano Canuto and Swati R. Ghosh (eds.), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, World Bank, Washington, D.C. 2013, ss.17-55.

- SHLEIFER Andrei ve Robert W. VISHNY, ‘‘Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach’’, *Journal of Finance*, 47(4), 1992, ss. 1343-1366.
- SILVA Maria Luiza, Falcão JOAQUIM, Pinto de ANDRADE ve Thomas S. TORRANCE, ‘‘Fundamentals Versues External Shocks: Brazil’s Growing Exposure to Currency Crises’’, *International Advances in Economic Research*, 6(2), 2000, ss. 192-209.
- SINCLAIR P. J. N., ‘‘Central Banks and Financial Stability’’, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 40, 2000, ss. 377-391.
- SINGH Ajit, ‘‘Asian Capitalism and The Financial Crisis’’, MPRA Paper No. 54932, 1998.
- SMAGA Pavel (2014), ‘‘The Concept of Systemic Risk’’, LSE Systemic Risk Centres Special Paper Series, No:5, 2014, ss. 2055-2075.
- SMAGHI Lorenzo Bini, ‘‘Conventional and Unconventional Monetary Policy’’, *BIS Review* 52/2009, 2009.
- SOLOMON Robert, *Money on the Move: The Revolution in International Finance Since 1980*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1999.
- STEIN C. Jeremy, *Securitization, Shadow Banking & Financial Fragility*, Dædalus Fall, 2010, ss. 41-51.
- STIGLITZ Joseph E., *Serbest Düşüş: Amerika, Serbest Piyasalar ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü*, Çeviri: Banu Özgün, Gündoğan Yayınları, İstanbul, 2012.
- SVENSSON Lars, ‘‘Open-Economy Inflation Targeting’’, *Journal of International Economics*, Volume 50, Issue 1, 2000, ss. 155-183.
- SVENSSON Lars, *Monetary Policy and Real Stabilization*, The Symposium of Federal Reserve Bank of Kansas City, 2002.
- SWAN Peter L., ‘‘The Political Economy of Subprime Crisis: Why Subprime was so Attractive to Its Creators’’, *European Journal of Political Economy*, No.25, 2009, ss. 124-132.
- S&P DOW JONES INDICES, *S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices*, 2018.  
<https://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>, (24.06.2018).
- ŞİMŞEK Mehmet, Hazine Müsteşarlığı 2016 Mali Yılı Bütçesi Sunuş Konuşması, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu, 2016.  
<https://www.hazine.gov.tr/File/Index?id=a95a3988-0529-4e8e-b20b-627376af669b>, (24.06.2018).

- TALASLI İsmail Anıl, *Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2012.
- TARI Recep, *Ekonometri*, Umuttepe Yayınları, 8. Baskı, Kocaeli, 2012.
- TAŞTAN Hüseyin, *Model Kurma Hataları ve Veri Sorunları*, 2012.  
<http://www.yildiz.edu.tr/~tastan/teaching/09.pdf>, (27.07.2018).
- TBMM, *TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*, Kanun No 4651, Ankara, 2001.  
<https://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k4651.html>, (11.05.2018).
- T.C. CHICAGO BAŞKONSOLOSLUĞU TİCARET ATEŞELİĞİ, *Küresel Finansal Krizin Nedenleri ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu*, 2008.  
<http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf>, (12.11.2014).
- TCMB, *Merkez Bankası Yıllık Raporu*, Ankara, 1994.
- TCMB, *Para Politikası Metinleri 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu*, 1999.  
<http://www.treasury.gov.tr/standby/mektup/mektup-tr.htm>, (11.04.2018).
- TCMB, *2001 Yıllık Rapor*, Ankara, TCMB, 2002a.
- TCMB, *2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler*, Basın Duyurusu, Sayı: 2002 – 1, 2002b.
- TCMB, *2003 Yıllık Rapor*, TCMB, 2003.
- TCMB, *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*, 2006a.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6bm5lkSAW>, (02.06.2018).
- TCMB, *2005 Yıllık Rapor*, Ankara, TCMB, 2006b.
- TCMB, *Enflasyon Raporu –IV*, Ankara, TCMB, 2007.
- TCMB, *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2008 – 63, 2008.
- TCMB, *2008 Yıllık Rapor*, Ankara, 2009.
- TCMB, *Para Politikası Çıkış Stratejisi*, 2010a.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e8bf3a3a-1e8b-4b04-8d86-79302af78641/CikisStratejisi+%281%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e8bf3a3a-1e8b-4b04-8d86-79302af78641-m3fB7u5>, (11.05.2018).
- TCMB, *2009 Yıllık Rapor*, Ankara, 2010b.

- TCMB, *Para Politikası Kurul Kararı*, 18 Mayıs 2010, Sayı: 2010 – 24, 2010c.
- TCMB, *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2010-68, Ankara, 2010d.
- TCMB, *2010 Yıllık Rapor*, Ankara, 2011a.
- TCMB, *2012 Yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara, 2011b.
- TCMB, *TCMB Bülten*, Eylül, Sayı:23, 2011c.
- TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, TCMB Yayını, Sayı: 12, 2011d.
- TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, TCMB Yayını, Sayı: 13, 2011e.
- TCMB, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık*, ISBN (elektronik) :978-605-5758-82-0, 2012a.
- <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6-m5lkoKU>, (10/05/2018).
- TCMB, *Rezerv Opsiyonu Mekanizması*, Ekonomi Notları, Sayı: 2012-28 / 22 Ekim 2012, 2012b.
- [http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat\\_KAYA/PARA\\_OKUMA\\_1410856.pdf](http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat_KAYA/PARA_OKUMA_1410856.pdf), (19.05.2018).
- TCMB, *2013 Yılı Para ve Kur Politikası*, TCMB Yayınları, Ankara, 2012c.
- TCMB, *2011 Yıllık Rapor*, TCMB Yayınları, Ankara, 2012d.
- TCMB, *Bülten*, TCMB Yayınları, Sayı: 26, Ankara, 2012e.
- TCMB, *Yeni Politika Araçları*, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 2012f.
- TCMB, *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, 2013a.
- [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon\\_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx), (28.05.2018).
- TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2013, Sayı: 16, Ankara, 2013b.
- TCMB, *Parasal Aktarım Mekanizması*, Ankara, 2013c.
- [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/Parasal\\_Aktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/Parasal_Aktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=), (19.05.2018).
- TCMB, *Bülten*, Mart 2013, Sayı: 29, 2013d.
- TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2014, Sayı: 19, Ankara, 2014a.
- TCMB, *Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması*, Bülten, Sayı: 35, 2014b.
- TCMB, *2013 Yıllık Rapor*, TCMB Yayınları, Ankara, 2014c.

- TCMB, *Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri*, Finansal İstikrar, Sayı: 20, Ankara, 2015a.
- TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2015, TCMB Yayınları, Ankara, 2015b.
- TCMB, *2014 Yıllık Rapor*, TCMB Yayınları, Ankara, 2015c.
- TCMB, *Yabancı Para Zorunlu ve Serbest Hesaplara Faiz Ödenmesine İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı:2015–35,2015d.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2015/DUY2015-35>, (20.05.2018).
- TCMB, *2015 Yıllık Rapor*, TCMB Yayınları, Ankara, 2016.
- TCMB, *2018 Yılı Para ve Kur Politikası (5 Aralık 2017)*, 2017a.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (19.05.2018).
- TCMB, *Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ*, Sayı: 2013/15, 9/5/2018 tarihli ve 30416 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 2018/2 sayılı Tebliğ ile güncellenen hali, 2017b.
- TCMB, *2016 Yıllık Rapor*, TCMB Yayınları, Ankara, 2017c.
- TCMB, *2017 Yılı Faaliyet Raporu*, ISSN 1300-4573, Ankara, 2017d.
- TCMB, *Makro İhtiyati Politikalar*, Terimler Sözlüğü, Eğitim & Akademik, Ankara, 2017e. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/Sozluk/M> (16.11.2017).
- TCMB, *Enflasyon Hedefleri*, 2018a.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>, (12.05.2018).
- TCMB, *Zorunlu Karşılık Oranları*, 2018b.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d1cad5ab-f700-4e6c-9ba4-95d8d524006e/zko.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d1cad5ab-f700-4e6c-9ba4-95d8d524006e-m3mMthE>, (13.05.2018).
- TCMB, *TCMB Faiz Oranları (%) Gecelik (O/N)*, 2018c.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/faiz-oranlari>, (13.05.2018).
- TCMB, *TCMB Faiz Oranları (%) Geç Likidite Penceresi (LON)*, 2018d.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/Gec+Likidite+Penceresi+%28LON%29>, (14.05.2018).

- TCMB, *1 Hafta Repo*, 2018e.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/1+Hafta+Repo>, (14.05.2018).
- TCMB, *2018 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi*, 2018f.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Takvim>, (15.05.2018).
- TCMB, *Zorunlu Karşılık Oranları Zorunlu Karşılıklar Veri Seti*, 2018g.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB%20TR/Main%20Menu/Istatistikler/Bankacilik%20Verileri/Zorunlu%20Karsiliklar> (16.09.2018).
- TCMB, *Zorunlu Karşılıklara İlişkin 13 Ağustos 2018 tarihli ve 2018-32 sayılı Basın Duyurusu*, 2018h.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/>, (19.08.2018).
- TCMB, *Kredi Kartı İşlemlerinde 2018 Yılı Üçüncü Çeyreğinde Uygulanacak Azami Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2018-25, 2018ı.
- TCMB, *Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara Ödenen Faiz Oranları (2002-2010)*, 2018i.  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/77fcee57-fa67-4654-9362-e0924852e606/TL-uygulananfaizoranlari\\_onceki.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-77fcee57-fa67-4654-9362-e0924852e606-m3mPSSN](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/77fcee57-fa67-4654-9362-e0924852e606/TL-uygulananfaizoranlari_onceki.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-77fcee57-fa67-4654-9362-e0924852e606-m3mPSSN), (19.05.2018).
- TCMB, *Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhaleleri*, 2018j.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif/Doviz+ve+Efektif+Piyasalari/Turk+Lirasi+Depolari+Karsiligi+Doviz+Depolari+Ihaleleri> (23.08.2018).
- TCMB, *Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara Uygulanan Faiz/Nema Oranı (%) (2017- )*, 2018k.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5759ee70-c860-4c24-862f-d5e6f7bbf55f/TL-uygulanan+faiz+oranlar%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5759ee70-c860-4c24-862f-d5e6f7bbf55f-m3mQaLP>, (19.05.2018).
- TCMB, *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2018-30, 2018m.
- TCMB, *2017 Yıllık Rapor*, TCMB Yayınları, Ankara, 2018n.
- TCMB, *Para Politikası Kurul Kararı*, Sayı: 2018-23, 2018o.
- TCMB, *Para Politikası Kurul Kararı*, Sayı: 2018-27, 2018ö.
- TCMB, *Para Politikası Kurul Kararı*, Sayı: 2018-10, 2018p.



- TCMB, *Para Politikası Operasyonel Çerçevesine İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2018-21, 2018r.
- TCMB, *Para Politikası Kurul Kararı*, Sayı: 2018-18, 2018s.
- TCMB, *Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları İhaleleri*, 2018ş.  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e30efa4-7d3e-4ed9-87ff-510cc4520dae/TL+Kar%C5%9F%C4%B1%C4%B1%C4%9F%C4%B1+D%C3%B6viz+Depo\\_FX+deposit+against+TL+deposit.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4e30efa4-7d3e-4ed9-87ff-510cc4520dae-ml757Is](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e30efa4-7d3e-4ed9-87ff-510cc4520dae/TL+Kar%C5%9F%C4%B1%C4%B1%C4%9F%C4%B1+D%C3%B6viz+Depo_FX+deposit+against+TL+deposit.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4e30efa4-7d3e-4ed9-87ff-510cc4520dae-ml757Is), (24.08.2018).
- TCMB, *Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depolarına İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2018-14, 2018t.
- TCMB, *Enflasyon Raporu*, Nisan 2018, 2018u.
- TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, Mayıs 2018, 2018ü.
- TCMB, *Reel Efektif Döviz Kuru Endekslerine İlişkin Yöntemsel Açıklama*, 2018v.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/02713545-8428-49ab-a9d9-0f770895d513/REERMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-02713545-8428-49ab-a9d9-0f770895d513-m5GUjN5>, (25.05.2018).
- TCMB, *Temel Ekonomik Gelişmeler*, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, 9 Nisan 2018, Ankara, 2018y.
- TCMB, *Enflasyon Raporu*, 2018-I, 2018z.
- TCMB, *Zorunlu Karşılıklara İlişkin 2018-32 Sayılı Basın Duyurusu (13.08.2018)*, 2018za.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2018/DUY2018-32>, (29.08.2018).
- TCMB, *TCMB Bankalararası Para Piyasası Limitlerine İlişkin 2018-34 Sayılı Basın Duyurusu (29.08.2018)*, 2018zb.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2018/DUY2018-34>, (29.08.2018).
- TCMB, *TCMB Para Politikası Kurulu Kararına İlişkin 2018-38 Sayılı Basın Duyurusu (13.09.2018)*, 2018zc.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2018/DUY2018-38>, (13.09.2018).
- TCMB, *Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara Uygulanan Faiz/Nema Oranı (%)*, 2018zd.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/75e5dcd4-66b5-490d-a718-a322520d4551/TLuygulanan+faiz+oranlar%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES&C>

ACHEID=ROOTWORKSPACE-75e5dcd4-66b5-490d-a718-a322520d4551-meMZEtK, (18.09.2018).

TCMB, *Kredi Kartı İşlemlerinde 2018 Yılı Dördüncü Çeyreğinde Uygulanacak Azami Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2018-40, 2018ze.

TCMB, *Eylül Ayı Fiyat Gelişmeleri*, 4 Ekim 2018, 2018zf.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0dce78a2-693d-4df7-9c53-60b790915b1a/afiyaateylul18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0dce78a2-693d-4df7-9c53-60b790915b1a-mmzooaI>, (06.10.2018).

TOBB, *Ekonomik Rapor 2004*, Ankara, 2005.

TODARO Michael P. ve Stephen C. SMITH, *Economic Development (9. Edition)*, Essex, Pearson & Addison Wesley, 2006.

TOGAN Sübidey, ‘‘Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine’’, *Yeni Türkiye*, 7(41), 2001, ss. 511-517.

TOPRAK Metin, *Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2001.

TORAMAN Cengiz ve M. Fatih YÜRÜK (2014), ‘‘Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri’’, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 2014, ss. 127-154.

TORNELL Aaron, ‘‘Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises’’, NBER Working Paper Series, N. 7139, 1999.

TOVAR Camilo E., Mercedes Garcia ESCRIBANO ve Mercedes Vera MARTIN, ‘‘Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macprudential Instruments in Latin America’’, Western Hemisphere Department, IMF Working Paper WP/12/142, 2012.

TRICHET Jean Claude, *Credible Alertness Revisited*, 2009, ss. 437-460. <https://pdfs.semanticscholar.org/6ea0/68317a1987cf25c6a63c43b4ff7e919b70b4.pdf> (08.09.2017).

TRICHET Jean Claude, *Unconventional Monetary Policy Measures: Principles – Conditions – Raison d’etre*, *International Journal of Central Banking*, Bank of France, 2013, ss. 229-250.

TUCKER Michael, *The Development And Evolution Of The Subprime Mortgage Crisis*, E – *Journal Of Business and Economic Issues*, Vol.3, No 2, 2008.

TUCKER Paul, *Shadow Banking*, Financing Markets and Financial Stability, BGC Partners Seminar, London, 2010.

- TUFANER Mustafa B., Kamil Uslu ve İlyas Sözen, *Faiz Koridoru Uygulamasının Merkez Bankası Politikalarına Etkisi*, International Conference On Eurasian Economies, 2016, ss.658-666.
- TUNA Abdulkadir, Selma Öner ve Hakan Öner, “Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 29, Sayı: 2, 2015, ss. 219-232.
- TUNG Dang T., “Remittances and Economic Growth in Vietnam: An ARDL Bounds Testing Approach”, Review of Business and Economics Studies, 3(1), 2015, ss. 80-88.
- TURAN Zübeyir, “Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkisi”, Mevzuat Dergisi, 14(14), 1306-0767, 2001.  
<https://www.mevzuatdergisi.com/2011/09a/01.htm#>, (31.05. 2018).
- TURGUT Ahmet, *Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler: Türkiye Örneği (1994, 2000 ve 2001 Krizleri)*, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Konya, 2006.
- TURGUT Ahmet, “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi, 5, 2007, ss. 35-46.
- TURKISH YATIRIM, Aralık 2014, (26. 05. 2018),
- TÜĞEN Kamil, “5 Nisan 1994 Tarihli Ekonomik Önlemler Uygulama Planı ve Uygulama Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, Maliye Yazıları, 44, 1994.
- TÜRKER Murat, *Finansal Güvenlik Sistemi Erken Uyarı Modeli: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulamam ve Politika Önerileri*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 313, İstanbul, 2015.
- UÇER Murat, Caroline VAN RIJCKEGHEM ve Reha YOLALAN, *Leading Indicators of Currency Crises: A Brief Literature Survey and an Application to Turkey*, Yapı Kredi Economic Review, 9(2), 1998, ss.3-23.
- UYGUR Ercan, “Türkiye’de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği”, İktisat/İşletme ve Finans, 9(100), 1994, ss. 42-54.
- UYGUR Ercan, *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*, Discussion Paper, Turkish Economic Association, No. 2001/1, 2001a.
- UYGUR Ercan (2001b), “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, İktisat İşletme ve Finans XVI (189), 2001b, ss. 7-23.
- UYGUR Ercan, *Türkiye’de Cari Açık Tartışması*, TEK Tartışma Metni, 2012/25:4-9, 2012.  
<http://www.tek.org.tr/dosyalar/gap1.pdf>, (25. 06. 2018).

- ÜNALMIŞ Deren, ‘Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi’, TCMB Ekonomi Notları, 20, 2015, ss. 1-13.
- VINALS Jose, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, IMF, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department, In consultation with Research and other departments, 2011.
- <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>, (09.12.2017).
- VOGELSANG Timothy J., *Unpublished Computer Program*, 1993.
- VOGELSANG Timothy J. ve Pierre PERRON, ‘Additional Test for Unit Root Allowing for a Break in the Trend Function at an Unknown Time’, *International Economic Review*, 39, 1998, ss. 1073-1100.
- VURAL Umut, *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 2013.
- WALSH Carl E., ‘Inflation Targeting: What Have We Learned?’, *International Finance*, 12(2), 2009, ss. 195-233.
- WADHWANI S., ‘Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate?’, *National Institute Economic Review*, Vol.206, No.1, 2008, ss. 25-34.
- WALTERS Alan, ‘Banking Crises - A Prologue’, In *Preventing Banking Sector Distress and Crises in Latin America* (Ed.), Suman K. Bery and Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 1997, ss. 17-20.
- WANG Bin ve Tao SUN, ‘How Effective are Macroprudential Policies in China?’, Monetary and Capital Markets Department, IMF Working Paper WP/13/75, 2013.
- WEBSTER M., *Webster Dictionary*, Massachusetts G&C Merraim Company, 1982.
- WHITESELL William, ‘Interest Rate Corridors and Reserves’, *Journal of Monetary Economics*, 53, 2006, ss. 1177-1195.
- WONG Eric, Kelvin HO ve Andrew TSANG, ‘Effectiveness of Loan-To-Value Ratio Policy and Its Transmission Mechanism – Empirical Evidence From Hong Kong’, HKIMR Working Paper, No.20, 2015.
- WORLD BANK , *GDP growth (annual %)*, 2018a.
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?view=chart>, (17.04.2018).
- WORLD BANK, *Inflation, consumer prices (annual %)*, 2018b.

- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?view=chart>, (17.04.2018).
- WORLD DATA ATLAS, *International Debt Statistics (1970-2023)*, Source: World Bank, 2016.
- <https://knoema.com/WBIDS2016/international-debt-statistics-1970-2023>, (31.05.2018).
- YALTA A. Yasemin, *Para Arzı Süreci*, 2011.
- [www.acikders.org.tr/pluginfile.php/2308/mod\\_resource/bolum05-bilanco.pdf](http://www.acikders.org.tr/pluginfile.php/2308/mod_resource/bolum05-bilanco.pdf) (19.05.2018).
- YAY Gülsün G., ‘2001 İstikrar Politikaları ve Ekonominin Sorunları: Mali Sektör’, *İktisat Dergisi* (410-411), 2001, ss. 33-59.
- YAY Turan, Gülsün YAY ve Ensar Yılmaz, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, N. 2001-47, İstanbul, 2001.
- YELDAN Erinç, *Ekonomi Politik*, Sermayenin Finansallaşması, 2010. [http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan264\\_02Haz10.pdf](http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan264_02Haz10.pdf), (30.05.2017).
- YELDAN Erinç, ‘Kamu-Finans Krizinin Ardındaki Etkenlerin Bölüşüm Göstergeleri Açısından İrdelenmesi’, *İktisat/İşletme ve Finans*, 9(100), 1994, ss. 56-73.
- YELDAN Erinç, ‘Türkiye Ekonomisinde Krizin Oluşumu 1990-1993: Bir Genel Denge Analizi’, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 23(3), 1996, ss. 427-476.
- YELDAN Erinç, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm Birikim ve Büyüme*, (17. Baskı), İletişim Yayınları, İstanbul, 2013.
- YÜCEMEMİŞ Başak T., Ufuk ALKAN ve Canan DAĞIDIR, ‘Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi’, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt 7, Sayı 13, Temmuz 2015, ISSN 1309-1123, 2015, ss. 449-478.
- ZEYBEK Hasan, ‘Dolarizasyon ve Finansman Maliyeti’, *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 2(2), 2014, ss. 44-61.
- ZHANG Longmei ve Edda ZOLI, ‘Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia’, IMF Working Paper, WP/14/22, 2014.
- ZHANG Dabao, *A Coefficient of Determination for Generalized Linear Models*, 2016. [https://www.researchgate.net/publication/312433349\\_A\\_Coefficient\\_of\\_Determination\\_for\\_Generalized\\_Linear\\_Models](https://www.researchgate.net/publication/312433349_A_Coefficient_of_Determination_for_Generalized_Linear_Models), (27.07.2018).

## EKLER

### Ek 1: Büyük Resesyon Sonrasında Türkiye’de TCMB Tarafından Alınan Makro İhtiyati Önlemlerin Kronolojik Listesi

Tarih	İçerik
01.01.2012	2012 yılı için kredi hacmi artış hızının, 2011’deki %43’lik seviyesinden %15’e indirileceği açıklanmış, Haziran 2012’de bu oran %20’ye revize edilmiştir.
18.07.2016	Bankalara, TCMB’den gecelik borçlanma ihaleleri ile sınırsız borç alabilme imkânı tanınmış ve bu uygulama 11.01.2017 tarihine kadar devam ettirilmiştir
11.01.2017	Bankaların, TCMB’den toplam gecelik borçlanma limiti önce 22 milyar TL’ye, 16.01.2017’de 11 Milyar TL’ye indirilmiş, 22.11.2017’de ise tamamen sıfırlanmıştır. Bu yolla TCMB bankaları kendisinden, geç likidite penceresinden daha yüksek faiz oranı ile borçlanmaya zorlayarak, doğrudan politika faizi üzerinden gerçekleştiremediği kısa vadeli faiz oranları artışını, dolaylı yoldan gerçekleştirmiştir.
16.01.2017	BİST bünyesindeki Bankalararası Repo/Ters Repo pazarında TCMB tarafından yapılan fonlama tutarının sınırlandırılmasına başlanmış, 10 Mart 2017 tarihinden itibaren BİST fonlaması bazı günlerde sağlanmamış, 3 Mayıs 2017 tarihinden sonra ise söz konusu kanaldan fonlama tamamen durdurulmuştur. Böylece bankalar TCMB’den geç likidite penceresinden borçlanmaya zorlanarak, kısa vadeli faiz oranları artırılmıştır.
18.01.2017	Türk lirası depoları karşılığı döviz depo ihalelerine başlanmıştır. Bu ihaleler aracılığıyla toplamda en fazla 6.25 Milyar ABD Doları tutarında geçici döviz likiditesi sağlanmıştır. 21.03.2017 tarihinde teminat döviz depo alım faiz oranları ABD Doları için %0.75’ten %1’e, 16.06.2017 tarihinde %1.25’e, 18.12.2017 tarihinde ise %1.50’ye yükseltilmiştir.
20.11.2017	Reel sektörün döviz kuru riskinin azaltılabilmesi ve döviz kurlarında gözlenebilecek aşırı oynaklığın azaltılabilmesi amacıyla “Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhaleleri” düzenlemeye başlamıştır.
06.11.2017	ROM’un otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesi ve piyasaların ihtiyaç duyulan döviz likiditesinin karşılanması amacıyla, Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)’nda değişiklik yapılmıştır. Bu kapsamda, döviz imkân oranı üst sınırı %60’tan %55’e düşürülmüş, tüm dilim aralıkları da 5’er puan aşağı çekilmiştir.
25.01.2018	32 Sayılı Karar’da döviz cinsinden kredi kullanımına ilişkin düzenleme değişikliğine gidilmiş, düzenleme 2 Mayıs 2018’de uygulamaya geçmiştir. Yeni düzenlemeyle; yurtiçi ve yurt dışı finansal kuruluşlar ile yurtdışı ortaklardan edindikleri döviz türü borçlarının toplamı 15 milyon ABD Doları’nın altında olan firmaların, bu tarihten itibaren dövize endeksli kredi kullanması sonlandırılmıştır. Uygulamanın kademeli olarak döviz türü borçlarının toplamı 15 milyon ABD Doları’nın üstünde olan firmaları da kapsayacağı belirtilmiştir. Firmaların döviz cinsinden kredi kullanmaları, döviz cinsi gelirlerinin varlığı ve miktarıyla ilişkilendirilmiştir.

06.05.2018	TCMB ROM kapsamında döviz imkân oranı üst sınırını (ROK) %55'ten %45'e düşürerek piyasadan yaklaşık 6.4 Milyar TL çekmiş, karşılığında yaklaşık 2.2 Milyar Dolar tutarında döviz bankaların kullanımına sunmuştur. Böylece dövizdeki aşırı yükselmenin önüne geçilmesine çalışılmıştır.
13.08.2018	TL cinsi varlıklara uygulanan zorunlu karşılıkları %2.5, yabancı para cinsi varlıklara uygulanan zorunlu karşılıkları %4 azaltarak, piyasaya daha fazla likidite ve döviz sağladı ve kurlardaki hızlı artışı frenlemeye çalıştı.
29.08.2018	TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası'nda gecelik vadedeki işlemler için bankaların borç alabilme limitlerinin, 13 Ağustos 2018 öncesindeki limitlerin iki katı olarak uygulanmaya başlanmasına karar verildi.
13.09.2018	Gecelik borç verme faizleri 625 baz puan artırılarak %24'e yükseltildi.

**Kaynak:** TCMB (2017d: 17); TCMB (2018ü: 85); TCMB (2018za); TCMB (2018zb).

## Ek 2: Büyük Resesyon Sonrasında Türkiye’de BDDK Tarafından Alınan Makro İhtiyati Önlemlerin Kronolojik Listesi

Tarih	İçerik
31.10.2008	Bankaların kar dağıtımına sınırlama getirilmiş ve bu konuda bankaların BDDK'dan onay almaları zorunluluğu getirilmiştir.
23.01.2009	Kredilerin ve diğer alacakların yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemede geçici süreliğine bir esnetme yapılmıştır. Bu kapsamda, kredi taksit ödemelerinde meydana gelen gecikmenin, yakın izlemedeki krediler kapsamına alınmasına ilişkin süre 30 gün olarak belirlenmiş, firmaların aldıkları kredileri için yaptıkları ödemelerinde sorun yaşanmaması durumunda özel karşılık uygulaması 01.03.2010 tarihine kadar bankaların tercihine bırakılmış ve ödemesi geciken tutarın ödenmesi halinde, bunların “donuk alacak” sınıfından çıkarılıp, “canlı kredi” olarak sınıflandırılabilmesi imkânı tanınmış, donuk alacak olarak sınıflandırılan bazı kimi kredilerin yeniden yapılandırılabilmesine imkân tanınmıştır.
15.04.2009	Çıkarılan bir tebliğ ile leasing, faktoring ve finansman şirketlerinin, bir borçludan birbirinden bağımsız birden fazla alacağa sahip olması ve bu alacaklardan herhangi biri için özel karşılık ayrılması halinde, aynı borçluya ait bir diğer borçtaki ödeyememe durumuna karşılık ayrılması, 1 Mart 2010'a kadar isteğe bağlı hale getirilmiştir. Yeni düzenleme ile söz konusu firmalar sadece ödenmeyen kısım için karşılık ayırmak zorunda bırakılırken, ödemeleri düzenli olan bölüm, 1 Mart 2010'a kadar karşılık ayırıp ayırmamakta özgür bırakılmış ve şirketlerin öz sermayelerindeki serbest kaynak miktarı artırılmıştır
16.06.2009	Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da 16.06.2009 tarihinde yapılan ve hanehalkı borçlanmasında kur riskinin ortadan kaldırılmasını amaçlayan değişikliklerle; Türkiye’de yaşayan gerçek kişilerin döviz cinsi ve dövize endeksli kredi kullanmalarına son verilmiştir.
17.10.2010	Banka Kartları ve Kredi Kartları Hakkında Yönetmelik'te değişiklik yapılarak, kredi kartı asgari ödeme oranları yeniden düzenlenmiştir. Bu

	değişiklik öncesinde kredi kartı limitinden bağımsız olarak %20 olan asgari ödeme oranı, bankalar tarafından yeni verilen kredi kartlarında % 40'a çıkartılırken, mevcut kartlarda ise kredi kartı limitine göre farklılaşan şekilde ve 3 yıllık zaman dilimine yayılı olarak yukarı doğru yeniden düzenlenmiştir. 2015 yılına kadar yapılan kademeli artışlarla mevcut kredi kartlarının asgari ödeme oranları; limiti 15.000 TL'ye kadar olanlar için %30, 15.000-20.000 TL arasında olanlar için %35, 20.000 TL üzerinde olanlar için de %40 olarak belirlenmiştir.
Düzenleme: 17.10.2010 Yürürlük: 17.06.2011	Bir takvim yılı içinde en fazla üç defa borcun yüzde ellisine kadar ödenen kredi kartlarından nakit çekilemeyeceği karara bağlanmıştır.
Düzenleme: 18.10.2010 Yürürlük: 01.01.2011	Tüketici konut kredilerinin, teminat altındaki mülkün değerine oranı en çok %75 olacak şekilde düzenlemiştir. Ticari gayrimenkul amaçlı kredilerde ise LTV oranı %50 olarak belirlenmiştir
18.06.2011	Tüketici kredileri içinde en hızlı büyümenin olduğu ihtiyaç kredileri için bankaların ayırması gereken zorunlu karşılık miktarını ve sermaye yeterliliği hesaplamasında ihtiyaç kredilerinin girdiği risk ağırlıklarını artırmıştır. Buna göre; tüketici kredisi tutarının toplam kredilere oranı %20'den fazla olan bankalar ile donuk kredi olarak sınıflandırılmış ihtiyaç kredisi tutarının toplam ihtiyaç kredilerine oranı %8'den fazla olan bankalar, kullandıkları sorunsuz kredi niteliğindeki (1. grupta yer alan) ihtiyaç kredileri için %1 yerine %4, yakın izleme sınıfındaki (2. grupta yer alan) ihtiyaç kredileri için %2 yerine %8 oranında genel karşılık ayıracaklardır. Ayrıca, kredi sözleşmesinde ilk ödeme planının uzatılması şeklinde değişiklik yapılan krediler için bu oranların sırasıyla 2.5 ve 1.25 katı olacak şekilde genel karşılık ayrılacaktır. Böylece ilk ödeme planının uzatıldığı krediler için %5 olan genel karşılık oranı, bu düzenleme sonrasında %10 olarak değiştirilmiştir. Ek olarak; 18 Haziran 2011'den sonra kullanılan ihtiyaç kredilerinin kalan vadesi 1-2 yıl arasında olanlar için %150, kalan vadesi 2 yıldan fazla olanlar için %200 olarak hesaplamaya dâhil edilmesine karar vermiştir.
16.08.2013	İhracat kredilerine ve KOBİ kredilerine yönelik olarak risk ağırlığı ve karşılık oranları gibi konularda gerekli düzenlemeleri yapmıştır. Bu kapsamda; genel karşılık oranları ihracat kredileri için %1'den %0'a, KOBİ'lere kullanılan nakdi krediler için %1'den %0.5'e düşürülmüş, KOBİ'lere kullanılan gayrinakdi krediler için de %1 olarak belirlenmiştir.
08.10.2013	Bir takvim yılı içinde asgari ödeme tutarının üç defa ödenmemesi halinde kredi kartının nakit çekimine kapatılacağı, art arda üç defa kredi kartı borcunun ödenmemesi halinde ise kredi kartının alışverişe ve nakit çekimine kapatılacağı kararlaştırılmıştır. Ayrıca kredi kartı sahibinin, tüm bankalardan alabileceği kartlarla sağladığı kredi kartı limitinin aylık ortalama net gelirinin dört katından fazla olamayacağı, düzenleme öncesinde toplam kart limitleri aylık ortalama net gelirinin dört katından fazla olan kişilerin ise limit artırımını yapamayacakları kararlaştırılmıştır. Yine bu yönetmelikte; ilk defa kredi



	kartı alacak kişilerin kart limitlerinin, aylık net gelirlerinin 2 katını aşamayacağı hükme bağlanmıştır. Ek olarak; kredi kartları ve taşıt kredilerinin risk ağırlıkları artırılmıştır.
31.12.2013	Konut finansmanı dışındaki tüketici kredilerinin vadesin en fazla 36, taşıt kredilerinin en fazla 48 ay olabileceği karara bağlanmıştır. Ayrıca taşıt kredileri üzerindeki riski azaltabilmek için LTV oranı; değeri 50.000 TL veya altında olan taşıtlar için %70 olarak belirlenmiş, değeri 50.000 TL üzerinde olan taşıtlar için ise 50.000 TL'ye kadar bölüm için %70, kredinin 50.000 TL'yi aşan kısmı için %50 olarak düzenlenmiştir. Ayrıca kredi kartı ile yapılan alışverişler ve nakit çekimlerde taksit sayısı en fazla 9 olarak belirlenmiştir.
01.02.2014	Cep telefonu, diğer telekomünikasyon ürünleri, kuyumculuk sektörü, gıda ve akaryakıt harcamalarında taksitli alışveriş yapma imkânı kaldırılmıştır. 22 Ekim 2014'te yapılan değişiklikle bu kural kısmen gevşetilmiş ve kuyumculuk sektöründeki harcamalarda dört taksite kadar izin verilmiştir.
01.01.2015	"Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik" çıkartılarak, daha önceden aylık olarak hesaplanan konsolide kaldıraç oranının; bu tarihten itibaren Mart, Haziran, Eylül ve Aralık dönemlerinde ölçülmesine ve kaldıraç oranlarının üç aylık basit aritmetik ortalamasının, bankalarca asgari %3 olarak tutturulmasına ve devam ettirilmesine karar verilmiştir.
23.02.2016	"Sistemik Önemli Bankalar Hakkında Yönetmelik" yayımlamıştır. Bu yönetmeliğe göre; bankaların sistemik önemlerinin belirlenmesinde, gösterge temelli bir yaklaşım benimsenmiştir.
22.06.2016	İhtiyaç kredilerinin vadesi 48 aya kadar uzatıldı ve borç bakiyesi bulunan ihtiyaç kredilerinin 72 aya kadar yeniden yapılandırılmasına izin verildi.
27.06.2016	Konut kredilerinde uygulanan kredi-değer oranı üst sınırı %75'ten %80'e çıkarılmıştır.
4 Nisan 2018	BDDK tarafından "Bankaların Kaldıraç Oranı Ölçümüne İlişkin Yönetmelik Taslağı" 4 Nisan 2018 tarihinde görüşe açılmış olup, yeni yönetmeliğin 1 Temmuz 2018 tarihinde yürürlüğe girmesi planlanmaktadır.
12.06.2018	Bankaların Sermaye Yeterliliği Hesaplamaları Kapsamında Perakende Alacak Sınıfına Dâhil Edecekleri Risklerinin Belirlenmesinde Kullanılan Perakende Kredi Limiti 4.200.000 TL'den 5.500.000 TL'ye yükseltilmiş, kredi kartı ve tüketici kredileri için risk ağırlıkları %100-%250 aralığından %75'e indirilmiştir.
15.08.2018	Bankaların yapacakları swap işlemleri toplamının, en son hesapladıkları yasal özkaynaklarının %25'ini geçemeyeceği karara bağlanmıştır.

Kaynak: TCMB (2014a: 52); TCMB (2018ü: 87)

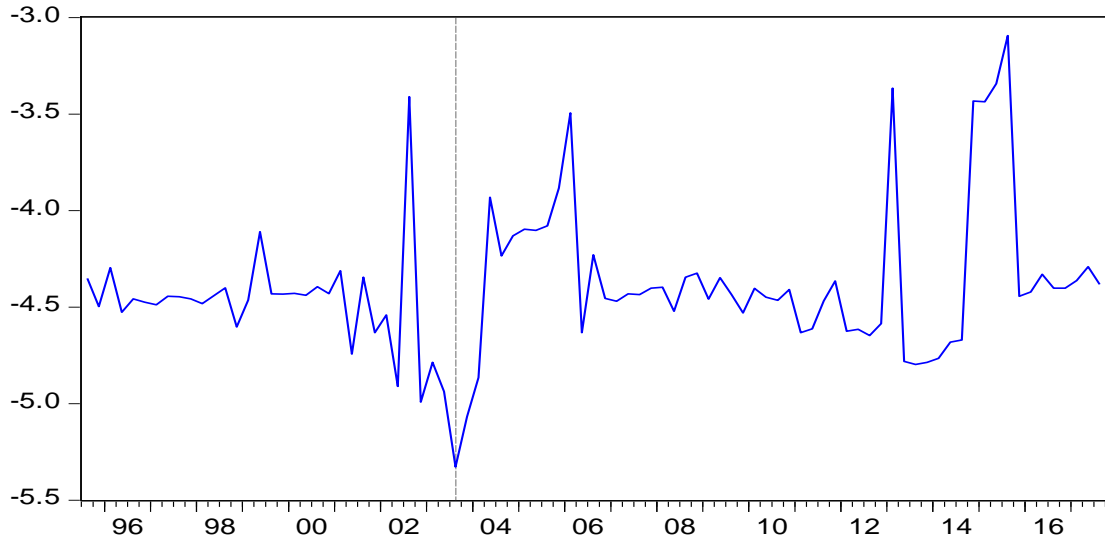
### Ek 3: Büyük Resesyon Sonrasında Türkiye'de Diğer Kurumlar Tarafından Alınan Makro İhtiyati Önlemlerin Kronolojik Listesi

Kurum	Tarih	İçerik
SPK	2010-2018	Sermaye piyasalarının adil ve etkin çalışmasına yönelik tedbirleri almıştır.

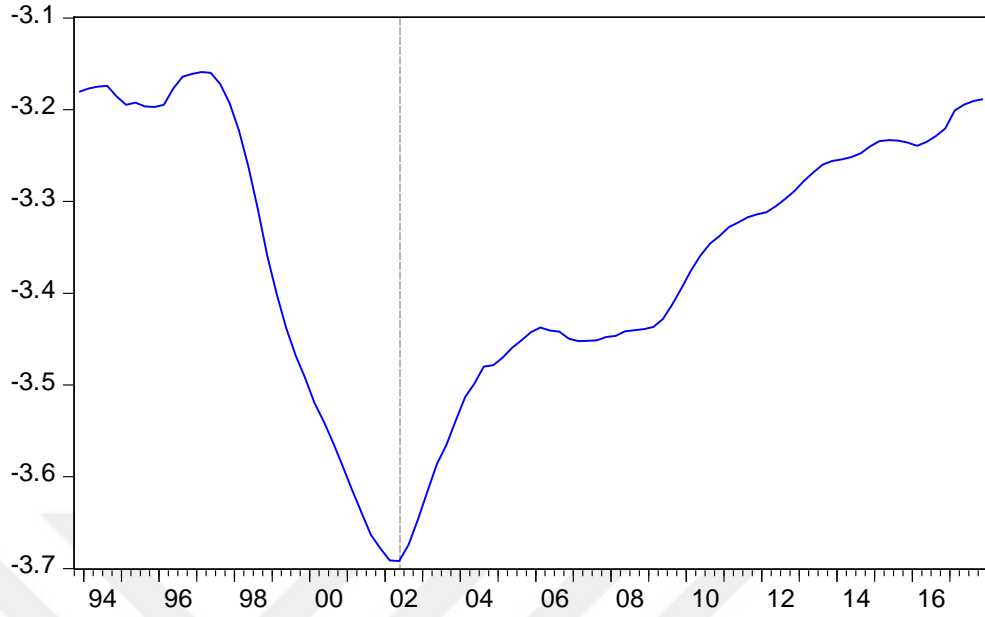
Hazine Müsteşarlığı, BDDK ve SPK	31.12.2010	Türkiye’de faaliyet gösteren sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve diğer finansal grupların denetlenmesi konusunda gerekli adımlar atılmıştır.
SPK	2011 sonrası gerçekleştirilen düzenlemeler	Yurtiçi borçlanma piyasalarını özendirmeye, yabancı kurumsal yatırımcıların ilgisini artırmaya çalışmıştır.
Hazine Müsteşarlığı	16.09.2015	Sadece bireysel sigorta şirketlerinin değil, sigorta gruplarının da denetlenmesinin, sektördeki riskleri minimize etmede yararlı olacağı vurgulanmış, bu konuda G-20, IMF ve Dünya Bankası tarafından ortaya konulan Finansal Sektörleri Değerlendirme Mekanizması (Financial Sector Assessment Program: FSAP) standartların uygulanmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası aktif sigorta gruplarının denetimi için ortak çerçeve (ComFrame) tasarısına uygun olarak gerekli denetim ve düzenlemelere hız vermiştir. Bu doğrultuda finansal guruplara “Finansal Sağlık Analizleri” yapılmasına başlanmıştır.
Hazine Müsteşarlığı; Hükümet	01.01.2013	Bireysel Emeklilik Sistemine (BES) giriş yapanlara, kişilerin yatırdıkları miktarın %25’i kadar devlet teşviki verilmesine başlanmıştır.
Hazine Müsteşarlığı; Hükümet	01.01.2017	45 yaşın altındaki tüm çalışanların BES’e otomatik olarak geçirilmesine karar verilmiştir.
Hazine Müsteşarlığı	10.03.2017	Hazine Destekli Kredi Garanti Fonu kuruldu. Bu fondan 2017 yılında 350 binden fazla firmaya 200 Milyar TL’den fazla kredi kullandırıldı.
SPK	Kasım 2017	Yerli firmaların borsaya açılmaları teşvik edilerek, Türkiye’deki finansal piyasaların derinliği ve genişliği artırılmaya çalışılmıştır.

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı(2015: 2); KGF (2018).

#### Ek 4: Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Grafikleri (Sırasıyla CA ve KH) Dickey-Fuller t-statistics



### Dickey-Fuller t-statistics



**Ek 5: Sınır Testi Ekran Görüntüsü**

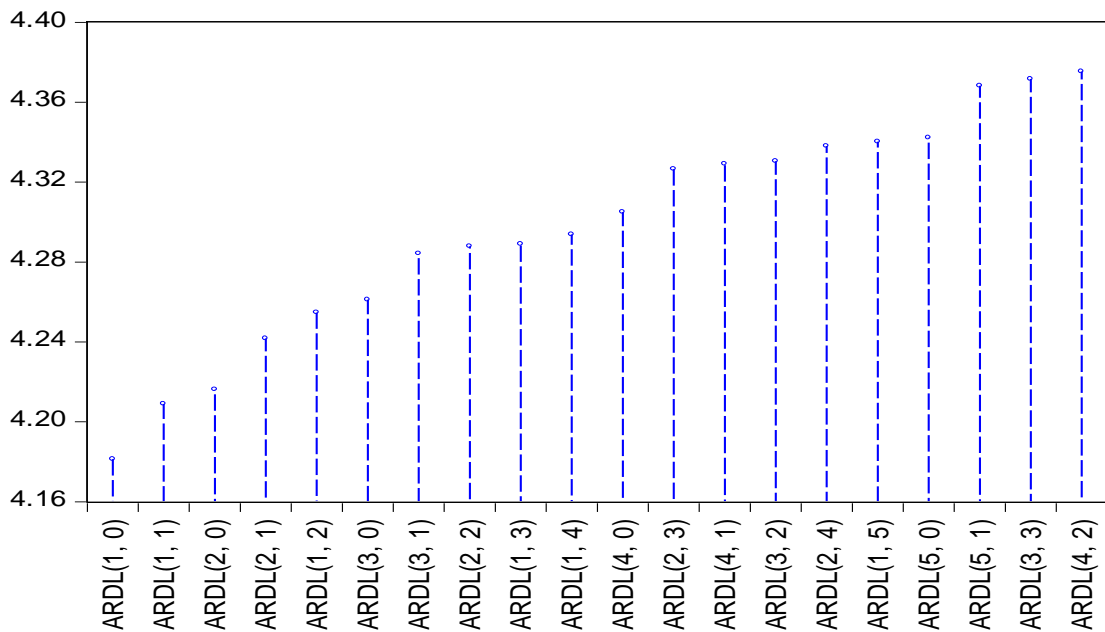
<b>ARDL Bounds Test</b>		
Date: 04/22/18 Time: 13:39		
Sample: 1992Q2 2017Q4		
Included observations: 103		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
<b>Test Statistic</b>	<b>Value</b>	<b>k</b>
F-statistic	6.746800	1
<b>Critical Value Bounds</b>		
<b>Significance</b>	<b>I0 Bound</b>	<b>I1 Bound</b>
10%	4.05	4.49
5%	4.68	5.15
2.5%	5.3	5.83
1%	6.1	6.73

### Ek 6: Eşbütünleşme Denkleminde Elde Edilen Yapısal Kırılma Tarihleri

Sample: 1992Q1 2017Q4			
Included observations: 104			
Breaking variables: KH C			
Break test options: Trimming 0.05, Max. breaks 5, Sig. level 0.10			
Allow heterogeneous error distributions across breaks			
Sequential F-statistic determined breaks:			2
Significant F-statistic largest breaks:			2
Break Test	F-statistic	Scaled F-statistic	Critical Value**
0 vs. 1 *	61.38093	122.7619	11.02
1 vs. 2 *	8.822454	17.64491	12.79
2 vs. 3	4.721003	9.442006	13.72
3 vs. 4	5.486891	10.97378	14.45
4 vs. 5	5.486891	10.97378	14.90
* Significant at the 0.10 level			
** Bai-Perron (Econometric Journal, 2003) critical values.			
Estimated break dates:			
1: 2004Q4			
2: 2003Q1, 2006Q1			
3: 1999Q1, 2001Q4, 2006Q1			
4: 1994Q2, 1999Q1, 2001Q4, 2006Q1			
5: 1999Q1, 2001Q4, 2006Q1, 2011Q1, 2012Q2			

### Ek 7: ARDL Modeli İçin Gecikme Uzunluğu Belirleme Kriteri

Schwarz Criteria (top 20 models)

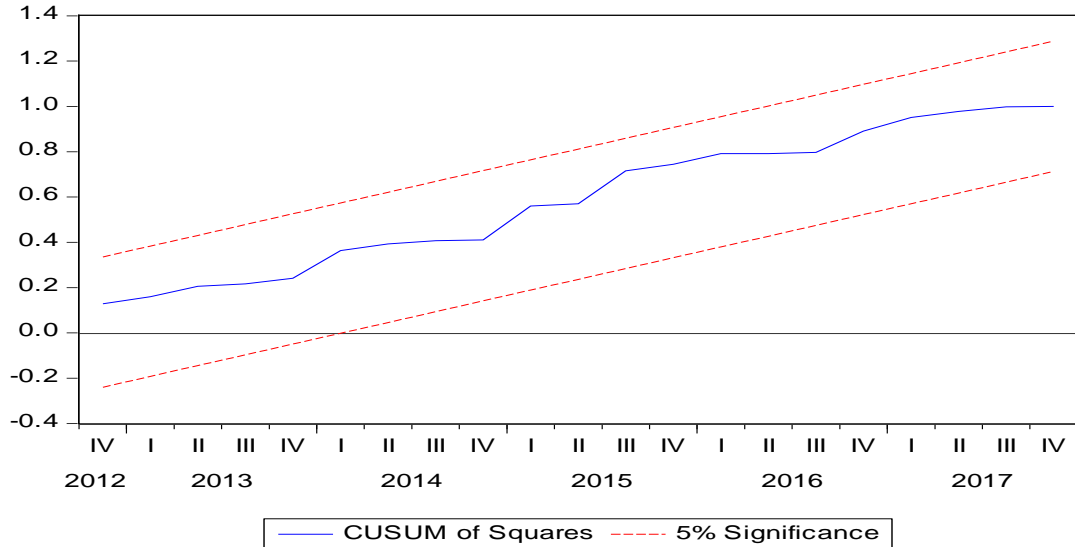


Bu işlemde Schwarz kriterinin en küçük değerini aldığı ARDL(1, 0) modeli, optimum model olarak belirlenmiştir.

### Ek 8: Uzun ve Kısa Dönem Analizi Ekran Görüntüsü

Sample: 1992Q1 2017Q4 Included observations: 103				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KH)	0.093078	0.019346	4.811180	0.0000
D(K1999)	-2.339308	1.167232	-2.004150	0.0479
D(K2001)	-1.046431	1.157798	-0.903811	0.3684
D(K2006)	0.186671	1.169532	0.159612	0.8735
D(K2011)	2.042080	1.174759	1.738296	0.0854
D(K2012)	1.132099	1.154239	0.980819	0.3292
C	-1.490379	0.338811	-4.398848	0.0000
CointEq(-1)	-0.401855	0.076296	-5.267064	0.0000
Cointeq = CASA - (0.2188*KH -2.9952*K1999 -0.1365*K2001 + 3.5100 *K2006 + 8.3664*K2011 + 0.8217*K2012 + 0.0945*@TREND )				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KH	0.218826	0.075837	2.885481	0.0048
K1999	-2.995220	1.009475	-2.967105	0.0038
K2001	-0.136533	1.271504	-0.107379	0.9147
K2006	3.510030	0.530353	6.618287	0.0000
K2011	8.366401	1.241736	6.737663	0.0000
K2012	0.821728	0.610093	1.346890	0.1813

### Ek 9: CUSUMQ Grafiği



Grafiğin güven aralığı içinde kalmış olması, yapılan tahmin sonuçlarının güvenilir olduğunu ortaya koymaktadır.

## ÖZGEÇMİŞ

Adı, Soyadı	Mehmet Ali	POLAT	
Doğum Yeri ve Yılı	İslahiye/Gaziantep	1979	
Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi	İngilizce	Akademik Düzey	
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı	Kurum Adı	
Lise	1992	1995	İskenderun Lisesi
Lisans	1999	2003	Ankara Üniversitesi/SBF
Yüksek Lisans	2010	2012	Gaziantep Üniversitesi
Doktora	2014	2018	Uludağ Üniversitesi
Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama-Ayrılma Yılı	Çalışılan Kurumun Adı	
1.	2006	-----	Devlet Hava Meydanları İşletmesi/D.H.M.İ.
İletişim (e-posta):	mmpol1062011@gmail.com		
Tarih	22.10.2018		
İmza			
Adı Soyadı	Mehmet Ali POLAT		

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Mehmet Ali POLAT
Tez Adı	Büyük Resesyon Sonrası Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Doktora Tezi
Tez Danışman(lar)ı	Prof. Dr. Ferudun YILMAZ
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) İzni	<input checked="" type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin veriyorum. <input type="checkbox"/> Tezimin sadece içindekiler, özet, kaynakça ve içeriğinin %10 bölümünün fotokopi çekilmesine izin veriyorum. <input type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin vermiyorum.
Yayımlama izni	<input checked="" 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 : 22.10.2018

İmza :

