



ANKARA
HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA
UYGULAMALARI VE FİNANSAL İSTİKRAR**

Hilal ÖCAL

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

ŞUBAT - 2020



**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA
UYGULAMALARI VE FİNANSAL İSTİKRAR**

Hilal ÖCAL

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

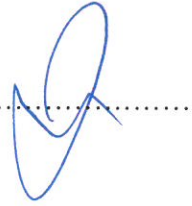
**ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

ŞUBAT - 2020

Hilal ÖCAL tarafından hazırlanan “Türkiye Ekonomisinde Makro İhtiyati Politika Uygulamaları Ve Finansal İstikrar” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / ÖY-ÇOKLUĞU ile Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında İktisat Teorisi Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman (Başkan): Prof. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR
İktisat Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Prof. Dr. Mehmet GÜNAL

İktisat Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Doç. Dr. Ayşen SİVRİKAYA

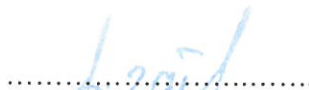
İktisat Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Tez Savunma Tarihi: 06/02/2020

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.



Prof. Dr. Figen ZAİF

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarımı kabullendiğimi beyan ederim.

Hilal ÖCAL



06/02/2020

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA UYGULAMALARI VE
FİNANSAL İSTİKRAR
(Yüksek Lisans Tezi)

Hilal ÖCAL

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
Şubat 2020

ÖZET

2008 Küresel krizinin ardından fiyat istikrarını temin etmenin finansal sistemin krizlerden korunması için tek başına yeterli olmadığı, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanması gerektiğinin önemi anlaşılmıştır. Finansal istikrarı sağlamak için mikro yaklaşımlarla uyum içerisinde çalışacak makro ihtiyati politika uygulanmalarının gerekli olduğu görülmüştür. Çeşitli makro ihtiyati politika ve araçları tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de uygulanmıştır. Bu çalışmada finansal istikrarı tehdit eden unsurlar ve bunlara karşı ortaya konan politika ve uygulamaları genel hatları ile değerlendirilerek, 2010 yılından bu yana ülkemizde uygulanan makro ihtiyati politikalar ve TCMB öncülüğünde devreye alınan geleneksel olmayan para politikaları ve etkileri bütüncül bir yaklaşım ile irdelenmiştir.

Bilim Kodu : 111908
Anahtar Kelimeler : Küresel Finansal Kriz, Makro İhtiyati Politikalar, Sistemik Risk, TCMB, BDDK
Sayfa Adedi : 113
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR

MACRO PRUDENTIAL POLICY PRACTICES AND FINANCIAL STABILITY IN TURKEY
ECONOMY
(M. Sc. Thesis)

Hilal ÖCAL

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL FOR ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
February 2020

ABSTRACT

After the global financial crisis of 2008, it was understood that only ensuring price stability is not enough to protect the financial system from crisis and it is important to maintain financial stability along with price stability. In order to ensure price stability, macroprudential policy practices that will work in harmony with micro approaches are necessary. Various macro prudential policies and instruments have been implemented all over the world as well as in Turkey. In this study, the factors which threaten the financial stability and the policy implementations against for these are generally evaluated and unconventional monetary policies which put into use by the leadership of TCMB and their effects and the macroprudential policies which have been implemented since 2010 are examined with a holistic approach.

Science Code : 111908
Key Words : Global Financial Crisis, Macro-Prudential Policies, Systemic Risk, CBRT, BRSA
Page Number : 113
Supervisor : Prof. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR

TEŞEKKÜR

Bu alıŐma konusunun belirlenmesi esnasında ve sonrasında desteğini esirgemeyen saygıdeğer danışman hocam Prof. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR'e, değerli fikirleri ile katkı sunan Prof. Dr. Mehmet GÜNAL ve Doç. Dr. Ayşen SİVRİKAYA hocalarıma sonsuz teŐekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Hayatımda her aşamada olduğu gibi tez sürecinde de bana olan inançları, destekleri ve duaları ile her daim yanımda olan, bir tanecik fedakâr canım annem Maide'ye, kıymetli babam İsmail'e ve sevgili kardeŐim Ahmet'e, maddi ve manevi yardımlarını esirgemeyen sevgili eŐim Bilal'e canı gönülden teŐekkürlerimi sunarım. Son olarak çalışma odamın ayrılmaz maskotu ve sevimli dostum kedim PeluŐ'a varlığı ile bana neŐe verdiği için teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLoların LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xi
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	xiii
1. GİRİŞ	1
2. TEORİK ÇERÇEVE	5
2.1. Kriz Öncesi Politikalar ve Taylor Kuralı	5
2.2. Makro ve Mikro İhtiyati Politikalar	10
2.2.1. Mikro İhtiyati Politikalar.....	13
2.2.2. Makro İhtiyati Politikalar ve Araçları	14
2.2.2.1. Kredi değer oranı (LTV)	20
2.2.2.2. Borç gelir oranı (DTI)	21
2.2.2.3. Döviz kredileri tavanı.....	22
2.2.2.4. Ters çevrimsel/döngüsel sermaye yeterliliği.....	22
2.2.2.5. Zorunlu rezervler (RR).....	24
2.3. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları	25
2.3.1. Miktersal Genişleme (QE)	26
2.3.2. Kredi Genişlemesi (CE)	29
2.3.3. Faiz Taahhüdü Politikası.....	30
2.3.4. Faiz Koridoru Uygulaması	30
2.3.5. Vade Uzatımı Uygulaması	31
2.4. Makro İhtiyati Politika ve Finansal İstikrar İlişkinine Yönelik Yaklaşımlar	32

	Sayfa
3. FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR	35
3.1. Finansal İstikrar Kavramı.....	35
3.1.1. Finansal Sistem ve Unsurları	37
3.1.2. Finansal İstikrar Kurulu	40
3.1.3. Finansal İstikrarı Bozan Nedenler.....	41
3.1.3.1. Sermaye akımları	43
3.1.3.2. Sistemik risk.....	47
3.1.3.3. Kredi riski.....	50
3.1.3.4. Likidite riski	52
3.1.3.5. Piyasa riski	53
3.1.3.6. Operasyonel risk.....	54
3.2. Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisi	55
3.3. Küresel Kriz Öncesi TCMB Stratejisi.....	57
3.4. Küresel Kriz Sonrası TCMB Stratejisi.....	61
3.4.1. TCMB Makro İhtiyati Para Politikası Uygulamaları	63
3.4.1.1. Asimetrik faiz koridoru	64
3.4.1.2. Likidite yönetimi	66
3.4.1.3. Zorunlu karşılıklar (ZK).....	68
3.4.1.4. Rezerv opsiyon mekanizması (ROM).....	71
3.5. Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizmasının Değerlendirilmesi	73
3.5.1. Döviz Kuru Kanalı	74
3.5.2. Kredi Kanalı	76
3.5.3. Faiz Kanalı	77
3.6. BDDK Tarafından Uygulanan Makro İhtiyati Tedbirler	79
4. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN DEĞERLENDİRİLMESİ	85
4.1. Ortaya Konan Tartışma ve Politikalar.....	85

	Sayfa
5. SONUÇ	93
KAYNAKLAR	95
EKLER.....	109
EK-1. Konularına göre makro ihtiyati tedbirler.....	109
ÖZGEÇMİŞ	113



TABLULARIN LİSTESİ

Tablo	Sayfa
Tablo 2.1. Mikro-makro ihtiyati politikaların karşılaştırılması	12
Tablo 2.2. Mikro ihtiyati ve makro ihtiyati araç seti	19
Tablo 3.1. Finansal istikrarı tehdit eden unsurlar	41
Tablo 3.2. Örtük-açık enflasyon hedeflemesi rejimi karşılaştırma	59
Tablo 3.3. Enflasyon rejimlerinde amaçlar ve araçlar	63



ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. S&P Case-Shiller endeksi (2000-2019).....	6
Şekil 2.2. FED politika faiz oranları (2000-2019).....	7
Şekil 2.3. Finansal ve ekonomik sistemin politika çerçevesi.....	11
Şekil 2.4. Makro ihtiyati politika ve diğer politikalar arasındaki ilişki	15
Şekil 2.5. Makro ihtiyati politikanın para politikası üzerindeki etkisi.....	16
Şekil 2.6. Yıllara göre makro ihtiyati tedbir kullanım sayısı.....	18
Şekil 2.7. Ülke Merkez Bankası bilançolarının seyri GSYİH (%)	28
Şekil 2.8. Kümülatif sermaye akımları milyon USD (Kırılğan Beşli).....	28
Şekil 3.1. Otoriteler tarafından stres testi çerçevesinde ölçümlenen risk türleri (%)	43
Şekil 3.2. Finans hesabı alt kalemleri-yükümlülükler (2000-2018)	45
Şekil 3.3. Doğrudan yabancı yatırım oranları % GSYİH (2000-2018)	46
Şekil 3.4. Küresel kriz sonrası Türkiye sistemik risk gelişimi (SRISK Milyar\$).....	49
Şekil 3.5. Kredilerin takibe dönüşüm oranı (2010-2019)	52
Şekil 3.6. Piyasa risk bileşenleri	54
Şekil 3.7. Reel büyüme oranları (2000-2018).....	56
Şekil 3.8. İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (2007-2019)	56
Şekil 3.9. Kriz döneminde güven endeksleri (2007-2018)	57
Şekil 3.10. Hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları (2002-2019)	60
Şekil 3.11. TCMB faiz koridoru gelişimi (2010-2019)	65
Şekil 3.12. TL/YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları	69
Şekil 3.13. ROM kullanımına dair örnekler.....	72
Şekil 3.14. ROM kullanım oranı (%).....	72
Şekil 3.15. Borçlu bazında kısa vadeli dış borç stoku, milyon \$(2011-2019).....	82
Şekil 4.1. M2 para arzı değişimleri (%).....	85
Şekil 4.2. Kredi/GSYİH seyri (2000-2019)	87

Şekil	Sayfa
Şekil 4.3. Kredi / GSYİH açığı trendi (2000-2019).....	87
Şekil 4.4. Kırılgan beşli finans dışı özel sektör kredi/GSYİH trendi (2008-2019).....	88
Şekil 4.5. Kırılgan beşli hane halkı kredi/GSYİH (2008-2019)	89



SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış simgeler ve kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Simgeler

Açıklamalar

E	Nominal Kur
I	Yatırım
i	Nominal Politika Faiz Oranı
i_t	Gerçek Politika Faiz Oranı
î_t	Tahmin Edilmiş Taylor Oranı
L	Banka Kredisi
M	Para Arzı
NX	Net İhracat
NW	Banka Sermayesi
P	Fiyat
r*	Denge Reel Faiz Oranı
Y/y	Çıktı/Üretim
y*	Potansiyel Çıktı
π	Mevcut Enflasyon Oranı
π*	Merkez Bankası Enflasyon Hedefi
λ₁/λ₂	Enflasyon ve Çıktı Ağırlıkları

Kısaltmalar

Açıklamalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABS	Varlık Garantili Tahvil
API	Açık Piyasa İşlemi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
BOE	İngiltere Merkez Bankası

Kısaltmalar

Açıklamalar

BOJ	Japonya Merkez Bankası
CCYB	Döngüsel Sermaye Tamponu
CE	Kredi Genişlemesi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DTI	Borç Gelir Oranı
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FCL	Yabancı Para Kredileri
FED	Amerikan Merkez Bankası
FİKKO	Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi
FSB	Finansal İstikrar Kurulu
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi
IMF	Uluslararası Para Fonu
LTV	Kredi Değer Oranı
MAP	Makro İhtiyati Politika
NPL	Takipteki Krediler
NYU	New York Üniversitesi
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
QE	Miktarsal Gevşeme
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
RR	Zorunlu Rezervler
RRR	Zorunlu Rezerv Oranı
SIFI	Sistemik Önemli Finansal Kuruluş
SME	Kobi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası

Kısaltmalar

TÜİK

UNCTAD

USD

YP

ZK

Açıklamalar

Türkiye İstatistik Kurumu

BM Ticaret ve Kalkınma Konferansı

Amerikan Doları

Yabancı Para

Zorunlu Karşılık



1. GİRİŞ

2008 küresel krizi, 1930'lu yılların başında meydana gelen "Büyük Buhan"dan bu yana gerçekleşen en derin kriz olma niteliği taşımaktadır (Thakor, 2015:156). Küresel kriz ekseninde ortaya konulan görüş ve tartışmalar, kriz sonuçlarına yönelik uygulanabilecek politikaların belirlenmesi açısından önem teşkil etmektedir.

Stiglitz'e göre (2012:39); aşırı likidite ve düşük faiz oranı politikaları ve beraberinde gelen yüksek miktarda riskli eşik altı (subprime) kredilendirme sonucu oluşmuş küresel bir gayrimenkul balonu, küresel krizin en önemli nedenlerindedir. Amerikan Merkez Bankası (FED)'nin 2001 yılından sonra uygulamaya başladığı politika sonucunda faiz oranlarının oldukça düşmesi, düşük gelir gruplarının da eşik altı kredilere erişimini kolaylaştırmıştır. Gittikçe hacmi artan eşik altı krediler beraberinde bazı riskleri de getirmiştir.

FED'in 2005 yılı başında enflasyon endişesiyle faizleri yükseltmeye başlaması ve bu duruma ek olarak konut fiyatlarının düşmesi, düşük gelir gruplarının almış olduğu kredilerin geri ödenmesinde sorunlara neden olmuştur. Oluşan gayrimenkul balonunun patlaması neticesinde konut fiyatlarının düşmesi, konutları teminat göstererek ipotekli konut kredisi alanları zor durumda bırakmıştır. Düşük gelirliler bu kesim tarafından alınan borçlar geri ödenemeyince, bankalar tarafından konutlara el konulmuştur. El konulan konutların nakde çevrilmesi için piyasada satılmaya başlanması, konut fiyatlarını daha da düşürerek kendi kendini besleyen bir süreç yaratmıştır (Özatay, 2009:106). 2007 Ekim ayı itibari ile eşik altı krediler içerisinde geri ödenmeyen eşik altı kredilerin oranı %16 olmuştur. 2007 yılında haczedilen konut sayısı bir önceki yıla göre %79 artarak 1,3 milyona erişmiştir (Sapir, 2008:90).

Eşik altı kredi borçluları, borçlarını geri ödememeye başlayınca bu kredilerden doğan alacaklar, menkul kıymetleştirilmeye¹ (seküritizasyon) başlanmıştır. Seküritizasyon sonucunda ihraç edilen ipotège dayalı menkul kıymetlerin teminat olarak gösterilmesiyle ihraç edilen teminatlı borç senetleri de değer kaybetmiştir. Teminatlı borç senetlerinin değerlerinin düşmesi sonucu yatırımcılar bu senetleri orijinal değerlerinin altında satmak zorunda kalmıştır (Polat, 2018:179).

¹ Seküritizasyon; Likit olmayan alacakların sermaye piyasalarında alım satımı yapılabilecek ve ihraç edilebilecek menkul kıymete çevrilmesi işlemidir.

Seküritizasyon, portföy kalitesinin düşmesi ile ahlaki tehlike ve ters seçim gibi olumsuz sonuçlar da oluşturabilmektedir. 2007 yılında ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymet hacmi 2 trilyon \$ civarında gerçekleşmiştir. Eşik altı kredilerin seküritizasyon oranı ise 2000 yılında %40 iken 2007 yılında %100'ün üzerine çıkmıştır (Atasever, 2016:64).

Alantar (2008)'a göre özensiz bir biçimde dağıtılan konut kredileri, aşırı menkul kıymetleştirme, derecelendirme kuruluşlarının etkin çalışmaması, saydamlık eksikliği, düzenleyici ve denetleyici kuruluşların önlem almada gecikmesi küresel krizin başlıca nedenlerini oluşturmaktadır. Özellikle bankalar tarafından teminatlı ipotek kredi geri ödemelerinin menkul kıymetleştirilerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya bir mortgage kuruluşuna satılması riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasına neden olmuştur.

Küresel krizin ardında aşırı likidite ve düşük faizlerin yüksek miktarda riskli eşik altı kredilendirmeyi teşvik etmesi ile oluşan gayrimenkul balonu ve gevşek para politikası uygulamaları olduğu düşünülse de Gregorio (2010)' a göre para politikası tek sorumlu değildir. Gregorio'ya göre küresel krizi tetikleyen asıl unsur çoğu Merkez Bankasının finansal istikrar sorumluluğunu gevşetmesi ve yetersiz düzenleyici, denetleyici mekanizmaların getirdiği finansal kırılganlık olmuştur.

Küresel kriz sırasında finansal sistem finansal mimariyi zedeleyen ve finansal kırılganlıklara zemin hazırlayan “gölge bankacılık sistemi” ile de tanışmıştır. Gölge bankacılık sistemi, daha az denetlenen ve düzenlenen ya da bu eylemlerin hiç yerine getirilmediği finansal kurumları ifade etmektedir (Özatay, 2009:109). Amerika'da uygulanan gevşek finansal regülasyonların getirmiş olduğu kompleks finansal ürünlerin regülatörler tarafından tam olarak anlaşılabilmesi ve bunun sonucunda gölge bankacılık sisteminin gelişimi düzenleyici finansal mimariyi zedeleyen unsurlardan biri olmuştur (Ekpu, 2016).

Kriz sonucunda merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını temin etmelerinin tek başına yeterli olmadığı ve uygulanan politikaların aşırı risk alınmasını önleyemediği ortaya çıkmıştır. Krize karşı uygulanan geleneksel para politikalarının risk iştahını yönetmede etkisiz kalması, merkez bankalarını geleneksel olmayan politikalar tasarlamaya yöneltmiştir. Fiyat istikrarının tamamlayıcısı olarak finansal istikrarın da sağlanması gerektiği anlaşılmış ve finansal istikrarı tesis etmek için küresel kriz sonrası makro ve mikro ihtiyati politikalardan faydalanılmıştır. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarına doğru birincil hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra, ikincil destekleyici amacı olarak finansal istikrarı belirlemiş ve yeni bir para politikası stratejisi

oluşturmuştur. Birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak makroekonomik ve finansal istikrarı sağlamaya ve sürdürmeye çalışmıştır. TCMB'nin yanı sıra Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) da finansal istikrarı destekleyici çeşitli ihtiyati tedbirler uygulamıştır.

Bu çalışmanın amacı yukarıda belirtilen durumlar paralelinde küresel kriz sonrası önem kazanan finansal istikrar olgusu ile değişen merkez bankacılığı yansımalarını incelemek ve makro ihtiyati tedbirleri, ağırlıklı olarak TCMB para politikası üzerinden değerlendirmektir.

Çalışmanın ikinci bölümü makro ihtiyati politikalara ilişkin teorik çerçeveyi oluşturmaktadır. Bu bölümde, kriz öncesi politika anlayışına yer verilerek, krizin ardından değişen para politikası çerçevesi sunulacaktır. Makro ve mikro ihtiyati politikalar kıyaslamalı bir şekilde anlatılmış ve konu ile ilgili literatür taraması yapılmıştır. Üçüncü bölümde ise finansal istikrar kavramı irdelenerek, finansal istikrarı bozan başlıca unsurlara değinilmiş ve finansal istikrarın tesisi için 2010 yılı sonrası uygulamaya konulan yeni para politikası stratejisinin ve araçlarının parasal aktarma mekanizmasını nasıl değiştirdiği ve hangi aktarma kanallarının ön plana çıktığı incelenmiştir. Dördüncü bölüm ise makro ihtiyati politikaları çeşitli göstergeler ile değerlendiren sonuç bölümünden oluşmaktadır.



2. TEORİK ÇERÇEVE

Çalışmanın bu bölümünde, 2008 küresel krizi öncesi ve sonrası uygulanan ve merkez bankaları tarafından kabul gören hâkim para politikası anlayışına yer verilmiştir. İlerleyen alt başlıklarda ise, çalışmaya bir temel oluşturması için krizin ardından değişen para politikası çerçevesinde önem kazanan makro ve mikro ihtiyati politikalar, geleneksel olmayan para politikaları ve araçları tanıtarak mikro ve makro ihtiyati araçların karşılaştırılması yapılmıştır. İkinci bölüm sonu olarak makro ihtiyati politika ve finansal istikrar ilişkisine yönelik literatür taraması yapılmıştır.

2.1. Kriz Öncesi Politikalar ve Taylor Kuralı

Küresel krize kadar merkez bankalarının temel para politikası, enflasyon hedeflemesi ile birlikte öncelikli olarak fiyat istikrarını sürdürülebilir kılmak olmuştur.

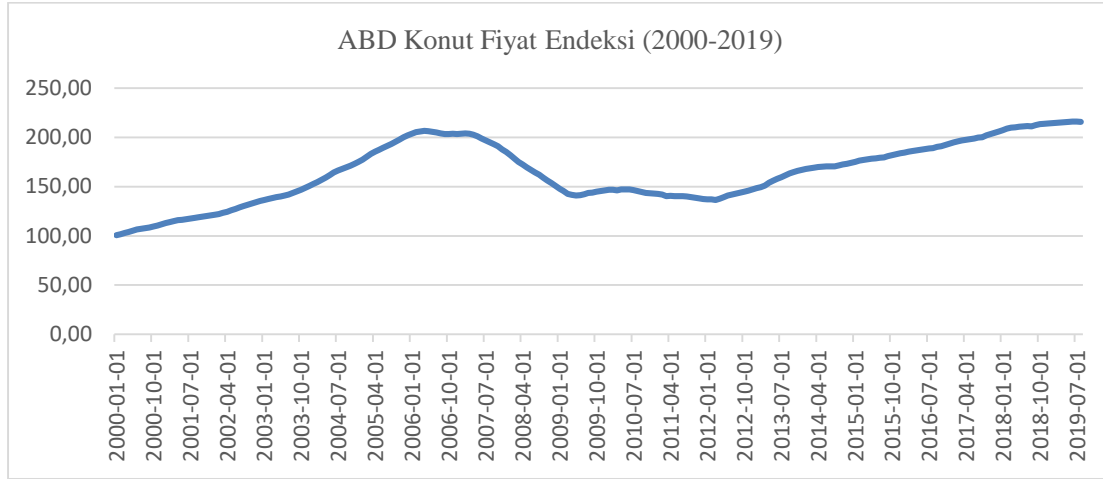
Merkez bankalarının uyguladığı para politikası ve amaçlarına ilişkin küresel finansal kriz öncesinde mevcut olan genel çerçeve şu şekildedir (Borio, 2011:2-3):

- *Makroekonomik istikrar için fiyat istikrarı yeterli olması;* eğer merkez bankaları kısa dönemde enflasyonu stabilize etmede başarılı ve dışsal majör bir şok yok ise düşük ve stabil enflasyon oranlarının makroekonomik istikrarı sağladığı düşünülmekteydi.
- *Parasal ve finansal istikrar işlevleri arasında muntazam bir ayrımın olması;* Küresel kriz öncesi bu bakış açısına göre para politikasının fiyat istikrarı ile ilgilenirken, düzenleme ve denetim mekanizmasının finansal istikrar ile ilgilenmesi gerekmektedir. Düzenleme ve denetim mekanizmaları da kriz öncesi merkez bankalarının görev alanı dışında tutulmuştur.
- *Kısa vadeli faiz oranı para politikasının ekonomi üzerindeki etkisini ölçmek için yeterli olması;* Faiz oranları, belli bir oranda tutularak ya da gelecekteki faiz oranlarının beklentileri ele alınarak piyasayı etkileyeceği düşünülmektedir.
- *Eğer her Merkez Bankası kendi ekonomisindeki fiyat istikrarını sağlar ise küresel para politikasının istikrarı da sağlanmış olacaktır;* Mikro bir bakış açısı ile kriz öncesinde her ülkenin kendi kuruluşları özelinde finansal istikrarı sağlamanın, finansal sistemin bütünü için de istikrar sağlayacağı düşünülmüştür.

Küresel krize kadar uygulanan para politikası düşük ve istikrarlı bir enflasyonu sağlamada başarılı olmuşsa da düşük faiz oranları risk alma iştahını (düşük getirili ve güvenilir

varlıklardan daha yüksek getirili ve riskli varlıklara geçiş) arttırmış ve varlık fiyatlarının şişmesine neden olmuştur (Doğan ve Akbakay, 2016:79).

Kriz öncesi politikaların daha iyi anlaşılabilmesi açısından ABD konut piyasasındaki gelişmelerin incelenmesi önemlidir. Şekil 2.1. de Amerikan konut sektöründeki fiyat gelişmelerini izlemek için kullanılan S&P Case-Shiller endeksi yer almaktadır.

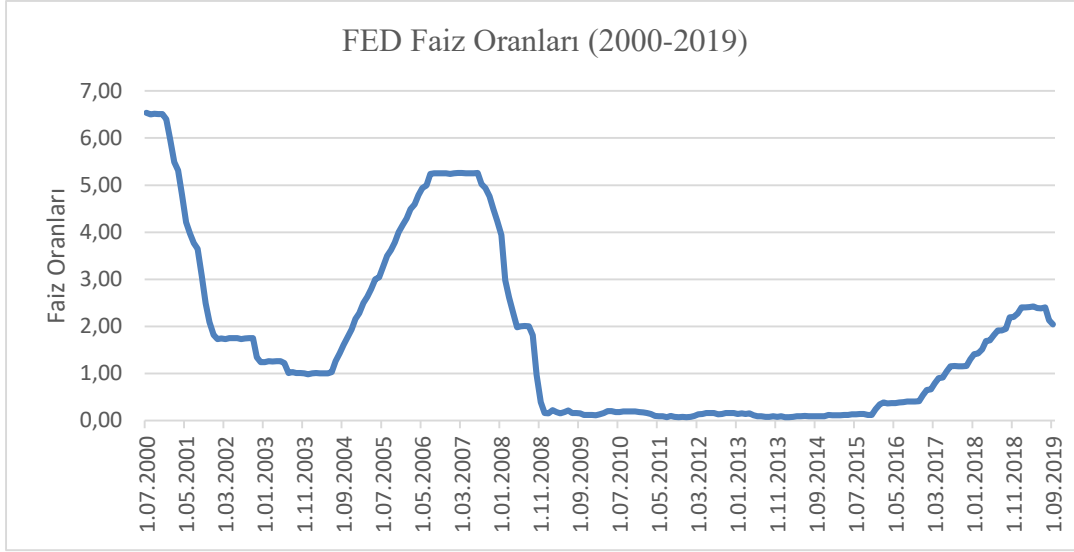


Şekil 2.1. S&P Case-Shiller endeksi (2000-2019)

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

2000-2007 yılları arasında ABD konut fiyatları yaklaşık %90 oranında artmıştır. 2002 yılının başından itibaren hızlı bir yükseliş görülmektedir. 2006 yılına kadar konut fiyatları zirveyi görmüş ve bu durum eşik altı ipotekli konut piyasasını da körüklemiş, bir varlık fiyat balonu yaratmıştır. 2007 başından itibaren bu hızlı yükselişin tersine dönerek hızlı bir düşüşün başladığı, konut piyasasındaki balonunun patladığı görülmektedir.

ABD Konut fiyatlarının gelişimi, FED faiz oranlarının seyrini gösteren Şekil 2.2 deki grafik ile de desteklenmektedir. Günümüze kadar FED'in nasıl bir faiz oranı politikası uyguladığı ilgili grafikten görülebilmektedir.



Şekil 2.2. FED politika faiz oranları (2000-2019)

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

2003 yılında ABD faiz oranları kısmen FED politikası kısmen de diğer ülkelerden özellikle Çin'den gelen büyük miktarda sermaye girişi nedeni ile tarihi düşük seviyelerine gerilemiştir, bu düşük faiz oranları konut piyasasındaki patlamanın da lokomotifini oluşturmuştur (Manzak, 2016:60).

2004-2006 dönemi boyunca FED faiz arttırma kararı almıştır ve 2006 da faizler %5,25 seviyesine çıkmıştır. Konut satın alma oranları faiz arttırımıyla büyük oranda yavaşlamıştır. 2008 yılında ise FED işgücü piyasasındaki bozulma, tüketim harcamaları ve yatırımlardaki azalma nedeniyle ekonomiyi canlandırmak amaçlı olarak faiz oranlarını %0-0.25 bandında tutmaya karar vermiştir (Bloomberg, 2018). FED faizleri 2008 küresel krizinin ardından 2016 yılına kadar “zero lower bound” (ZLB) denilen sıfır seviyesinde faiz oranı politikası izlemiştir.

FED, 2008 yılı sonunda ZLB politikasına başlamış ve 2015 yılının sonuna kadar devam etmiştir. Sıfır faiz oranı ortamında merkez bankalarının uyguladığı geleneksel para politikaları, krizden çıkış ve ekonomiyi toparlamak için yeterli olmamaktadır (Balcılar ve diğerleri, 2019:3). Bu nedenle merkez bankaları tarafından geleneksel olmayan para politikaları devreye alınmaya başlanmıştır.

Uygulanan düşük faiz oranı politikası, merkez bankalarının reaksiyon fonksiyonunda Taylor kuralından sapmalarına neden olmuştur. Taylor (1993) tarafından ortaya konan bu kural, hedeflenen enflasyon oranını nominal çıpa olarak içeren bir faiz haddi kuralıdır. Para otoritesinin enflasyonu ya da fiyatlar genel düzeyini kontrol etme yükümlülüğü, faiz kuralına nominal çıpa sağlamaktadır. Taylor kuralı politika faiz oranını, enflasyon oranının

hedeflenen enflasyon oranından ve çıktının potansiyel çıktıdan sapması ile ilişkilendiren ve faiz ayarlamalarını ortaya koyan bir denklemdir.

Küresel krizde enflasyon oranları ile büyüme rakamlarının birçok ülke tarafından uygulanan bu kuralın tersi yönünde harekete geçmesi merkez bankalarını zor durumda bırakmıştır. Taylor kuralına göre merkez bankaları enflasyon ve büyümede artış olduğunda faiz oranlarını arttırmaktaydılar ancak kriz döneminde enflasyon artışına karşılık büyüme oranlarında görülen düşüş, merkez bankalarının uygulayacakları politikaların seçimini zorlaştırmış ve bu durum krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır (Dikkaya ve Eşsiz, 2014:206).

Taylor kuralı sayesinde belirlenen politika faizinin cari dönem ekonomik durumun bir fonksiyonu olması beklenmektedir. Merkez bankaları bu kuralın dışında uzun dönemde müdahale araçlarını ya tutarsız ya da gereksiz görmektedir (Blanchard vd., 2010:202).

Taylor (1993) kuralı aşağıdaki Eş. 2.1. de gösterildiği gibidir:

$$i = r^* + \pi^* + \lambda_1(\pi - \pi^*) + \lambda_2(y - y^*) \quad (2.1)$$

Burada;

i nominal politika faiz oranını,

r^* uzun dönem veya denge reel faiz oranını ,

π^* Merkez Bankası enflasyon hedefini,

π mevcut enflasyon oranını,

λ_1 ve λ_2 enflasyon ve çıktı stabilizasyonu için gerekli ağırlıkları,

y çıktıyı, y^* potansiyel çıktıyı tanımlamaktadır.

Denklemden λ_1 ve λ_2 'nin işaretlerinin pozitif olması beklenmektedir. Taylor ana makalede katsayıların değişebileceğini söylemekle beraber 1987-1992 dönemi için yapmış olduğu bu çalışmada ABD'de denge reel faiz oranını (r^*) %2, λ_1 ve λ_2 katsayılarını 0,5 olarak bulmuştur. Bu durumda ise denklem Eş. 2.2. deki gibi olmaktadır.

$$i = 2 + \pi^* + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(y - y^*) \quad (2.2)$$

Bu denkleme göre; Enflasyon hedefinden sapmanın pozitif olması [$(\pi - \pi^*) > 0$] durumunda ve çıktı düzeyi tam istihdam seviyesi üzerinde ise [$(y - y^*) > 0$] para otoritesinin kısa vadeli nominal faiz oranlarını (i) attırması gerekmektedir.

Standart Taylor kuralında politika kararının verildiği çeyrek dönemdeki veriler ile hareket edilmektedir. Ancak para politikası gecikmeli çalışmaktadır ve etkili bir para politikası için mevcut değerlerden ziyade, değişkenlerin tahmin edilmiş değerleri göz önüne alınmalıdır (Bernanke, 2010). Küresel krizin ardından Taylor kuralına getirilen bir diğer eleştiri ise kuralda belirtilen enflasyon hedeflemesinin, faiz oranlarının belirlenmesinde sadece tüketici fiyatları ile ölçülen enflasyon oranlarına ve çıktı açığına bağlı kalınmasına yönelik olmuştur (Balmumcu, 2013:42).

Taylor kuralında enflasyon ve çıktı sapmalarının ağırlıklarının eşit olarak belirlenmesi de eleştiri konusu olmaktadır. Ball (1999) enflasyon ve çıktı dalgalanmalarının ekonominin genel yapısını göz önüne alarak belirlenmesi ve kuralda yer alan çıktı ağırlığının daha yüksek bir değerde olması gerektiğini savunmuştur.

Taylor açığı (gap) gerçek politika oranı ile tahmin edilmiş Taylor oranı arasındaki farkı ($i_t - \hat{i}_t$) göstermektedir. Bu fark, para politikası duruşunu yansıtmaktadır. Faiz oranları arasındaki pozitif bir fark sıkı para politikasını, negatif bir fark ise yerleşik para politikasını belirtmektedir. Geleneksel politika uygulamaları çerçevesinde para politikası duruşunu anlamada Taylor açığı kullanılırken küresel kriz sonrası devreye alınan geleneksel olmayan para politikaları sonrasında ise Taylor açığı revize edilmiştir (Revelo ve diğerleri, 2019).

Taylor kuralında enflasyon ve çıktı açığının olması FED 'in hem enflasyonu kontrol altında tutması gerektiğini hem de çıktının potansiyel çıktı etrafındaki konjonktürel dalgalanmalarını minimize etmesi gerektiğini ifade etmektedir (Mishkin, 2011:415) Taylor kuralı kısa dönem enflasyonu hedeflemektedir. Bu durum aynı anda hem çıktı açığındaki dalgalanmalardan hem de ZLB' den kaçınmayı zorlaştırmaktadır.

Küresel kriz sonrası para politikası duruşunu anlamak için mevcut politika faiz oranı yerine ZLB ortamında geleneksel olmayan para politikası aksiyonlarını daha iyi yansıtan gölge faiz oranı kullanılmaya başlanmıştır (Revelo, Lucotte ve Jobet, 2019).

Küresel krize kadar, Taylor kuralı çerçevesinde faiz oranlarının enflasyon ve çıktıdaki sapmaya göre ayarlanması ile fiyat istikrarının elde edileceği ve fiyat istikrarına bağlı olarak da finansal istikrarın, ödemeler dengesinin ve diğer amaçların kendiliğinden sağlanacağı beklentisi mevcuttu ancak kısa vadeli faiz oranına dayalı geleneksel para politikalarının kriz dönemlerinde çalışmadığı Smaghi (2009) tarafından iki nedene bağlanmıştır. Birincisi sıfır düzeyine inen faiz oranları nedeni ile para politikasının yeterli manevra kabiliyeti kalmamış,

ikincisi kısa dönemli faiz oranları üzerinden çalıştırılan aktarma kanallarının krizden dolayı beklenen performansı gösterememiş olmasıdır.

Kriz sonrası merkez bankaları yalnızca Taylor kuralı çerçevesinde ve fiyat istikrarına odaklanmış bir para politikası stratejisi ile krizin etkilerini aşmanın ve finansal istikrarı sağlamanın zor olduğunu görerek daha etkin bir para politikası uygulamayı ve böylece finansal istikrara katkıda bulunabilmeyi amaçlamışlardır (Clews ve diğerleri, 2010).

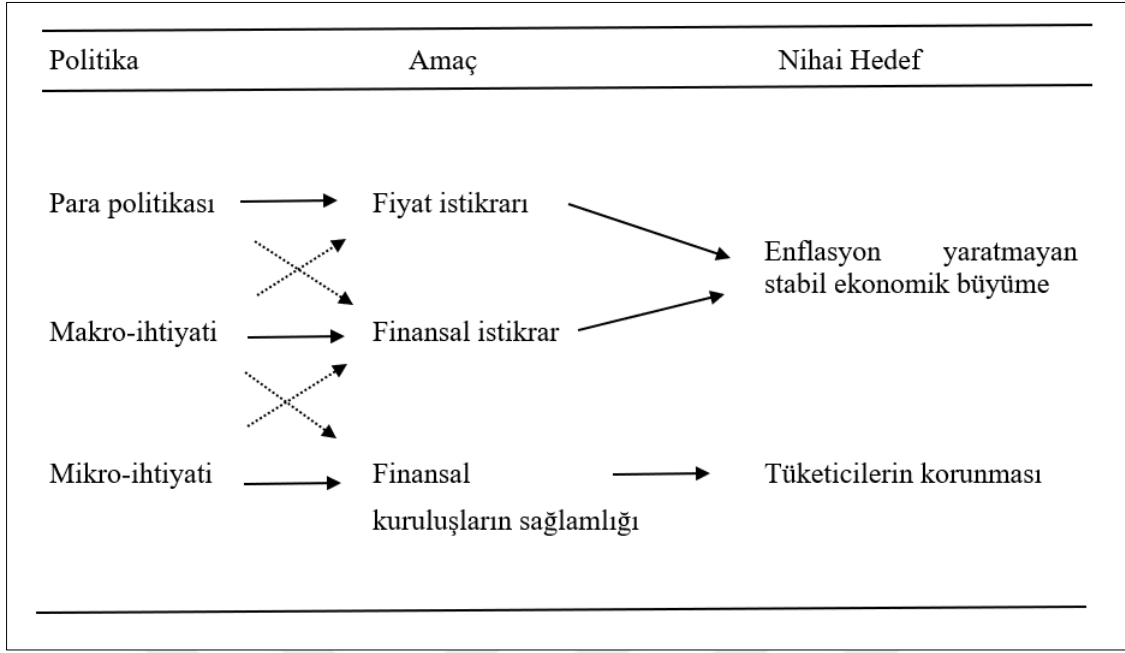
Kriz sonrası finansal istikrar ve makro finansal risklerin azaltılması için kurala dayalı mikro politikardan duruma bağlı makro ihtiyati politikalara geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin dayandığı Taylor modeli revize edilerek, üretim açığı ve enflasyon açığı parametrelerine ilave olarak döviz kurlarındaki değişim ya da bankacılık sektörü kaldıraç oranı da göz önünde bulundurulmuş unsurlardan olmuştur (Doğru, 2012:4).

2.2. Makro ve Mikro İhtiyati Politikalar

2008 krizi ile aktif olarak kullanılan para ve maliye politikalarının krizden çıkışta yetersiz kalması, giderek kırılmanlaşan finansal piyasalardaki herhangi bir şok ya da dalgalanmaların tüm finansal sistemi sarsıcı boyutta bir krize dönüşebileceğinin anlaşılması ile para politikasına ek olarak ihtiyati politika uygulama ihtiyacı doğmuştur.

Politikalar farklı amaç ve enstrümanlara sahip olsa da birbirlerinin amaçları ile etkileşimde bulunabilir. İhtiyati politikalar da böyledir. İhtiyati politikalar, temel olarak makro ve mikro boyutta değerlendirilmektedir. Makro ve mikro ihtiyati politikaların genel çerçevesini çizebilmek için öncelikli amaçlarını bilmemiz gerekmektedir.

Makro ihtiyati politikaların nihai amacı, finansal döngüdeki dengesizlikleri düzenlemek, finansal sistemin dayanıklılığını arttırmak, finansal sektöre sürdürülebilir bir katkı sağlayarak ekonomik büyümeyi desteklemektir. Mikro ihtiyati politikalar ise finansal kurumların istikrarını sağlayarak banka mudileri veya sigorta şirketi poliçe sahiplerini kısacası tüketiciyi korumayı hedeflemektedir. Makro ihtiyati ve para politikaları genel ekonomiye odaklanan bir politika seti iken, mikro ihtiyati politikalar ise daha çok bireysel kuruluşların işlevliliğine odaklanan politikalarlardır. (Gros ve diğerleri, 2014).



Şekil 2.3. Finansal ve ekonomik sistemin politika çerçevesi
Kaynak: (Schoenmaker, 2013:3)

Finansal ve ekonomik sistem için gerekli politika çerçevesi şekil 2.3. de özetlenmiştir. Kesiksiz oklar ilk öncelikli amacı, kesikli oklar ise ikincil öncelikli amacı göstermektedir. Buna göre para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak, makro ihtiyati politika (MAP)'nin öncelikli amacı ise finansal istikrarı sağlamaktır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birlikte temel hedefi ise enflasyonist olmayan dengeli bir ekonomik büyüme sağlamaktır. Makro ve mikro ihtiyati politikalar ikincil amaç olarak birbirlerinin ilk amaçlarını hedefleyebilmektedir. Ekonomik ve finansal sistemde uygulanan her politika, farklı araç ve öncelikli amaçlara sahip olsa bile birbirleri ile etkileşim içerisindedirler.

Makro ve mikro ihtiyati politikalar birbirlerinin yerine geçmeyen fakat birbirlerini tamamlayan nitelikte, perspektifleri farklı politikalardır. Küresel kriz sonrası mikro ihtiyati düzenlemelerin makro boyutta ele alınarak güçlendirilmesi ve finansal sisteme gerek para politikaları gerekse maliye politikaları üzerinden bütüncül bir yaklaşım ile bakılması gerektiği anlaşılmıştır.

Makro ve mikro ihtiyati politika amaç ve perspektifleri aşağıda belirtilmiştir:

Politika amaçları

Borio (2003:2) tarafından yapılan çalışmada makro ve mikro ihtiyati perspektif dört ana başlık altında kıyaslanmıştır. Tablo 2.1. de her iki politika perspektifine ilişkin ortaya konulan bu farklılıklar gösterilmektedir.

	Mikro İhtiyati Perspektif	Makro İhtiyati Perspektif
Ara Amaç	Finansal kuruluşların sorunlarının sınırlandırılması	Finansal sistem genelindeki sorunların sınırlandırılması
Nihai Amaç	Tüketicinin (yatırımcı/mudi) korunması	Çıktı (GSYH) maliyetlerinden kaçınmak
Risk Modeli	Dışsal	(Kısmen) İçsel
Kurumlar arası bağlantılar ve ortak riskler	Önemsiz	Önemli
İhtiyati Kontrollerin Ayarlanması	Kurumların riski bağlamında; aşağıdan yukarıya doğru	Sistem geneli sorunlar bağlamında; yukarıdan aşağıya doğru

Tablo 2.1. Mikro-makro ihtiyati politikaların karşılaştırılması

Borio (2003) çalışmada; makro ihtiyati tedbirler için ara hedefi ve nihai hedefi sırası ile tüm sisteme yönelik sorunların çözülmesi ve finansal istikrarsızlığa ilişkin çıktı maliyetlerden kaçınma olarak tanımlarken, mikro ihtiyati tedbirler için ise bir finansal kurumun sorunlarına odaklanılarak yatırımcının, tüketicinin ve mevduat sahibinin korunması olarak belirtmiştir. Mikro ihtiyati politikalarda riskin karakteri dışsal ve tek bir kurumun davranışına bağlı ve her bir kurumun yarattığı risklere odaklanmakta iken makro ihtiyati perspektifte ise risk, sisteme yaygın, içsel ve kolektif davranışlara bağlıdır.

Makro ihtiyati ve mikro ihtiyati politikaların farklı amaçlarının olması iki hususu gündeme getirmektedir. İlk olarak, bir politikaya ait enstrüman kendi amacından farklı olarak başka bir politika amacı için de kullanılabilir. Politika araçlarının bu çapraz kullanımı diğer alanlara en az zarar verecek ve daha iyi sonuç sağlayacak bir araç seçiminin yapılmasını gerekli kılmaktadır. İkinci husus ise amaçların birbirleri ile çelişme ihtimalidir. Böyle bir durumda, makro ihtiyati endişeler mikro ihtiyati endişelere ağır basmakta ve hiyerarşik olarak makro ihtiyati çerçevede finansal ve parasal istikrarın sağlanma amacı öncelikli olmaktadır (Schoenmaker, 2013).

2.2.1. Mikro İhtiyati Politikalar

Mikro ihtiyati düzenlemeler, ekonomide kısmi denge koşulunu varsayar gibi tek tek finansal kuruluşların, bireylerin ve şirketlerin başarısızlıklarını önlemeye odaklanır. Mikro ihtiyati politikalar finansal kurumların risklerini baz alarak sermaye düzenlemelerini araç olarak kullanırken, MAP'lar finansal döngüdeki tüm sermayeyi kontrol edip düzenleyerek, makro-mikro boyutları olan ve bulaşma etkisi yüksek “sistemik risk” gelişimine karşı koruyucu görev üstlenir.

Caruana (2010) sistemik riski kısaca şöyle tanımlar: “Finansal sistemin bir parçası veya bütünündeki bir bozulmanın reel ekonomide ciddi negatif sonuçlara sahip olma potansiyeli nedeni ile finansal hizmetlerde oluşacak bozulma riskidir.”

Mikro ihtiyati politikalar, Basel II² tipi düzenlemelerin üzerinde durduğu risk almaya iştahlı finansal kuruluşların davranışlarına odaklanırlar, bu kuruluşlar ise genelde bankalardır. Mikro ihtiyati düzenlemelere örnek olarak Basel kapsamında her banka için riski ile orantılı olmak üzere yerine getirmek zorunda olduğu sermaye yeterliliği, tamponlar (sermaye ve likidite) ve bilanço gereksinimleri verilebilir. Ülkemiz için mikro ihtiyati tedbirlerin ilk olarak 2001 krizi sonrası BDDK gözetiminde bankalar kanalı ile devreye alınmaya başlanmıştır.

Mikro ihtiyati politikaların temel odak noktası sistemik öneme sahip finansal kuruluşları (SIFI) bireysel bazda idiyosenkrazik³ riskten korumak, sağlam ve güvenli duruma getirmek ve fazla risk almalarını engellemektir (Wall, 2015).

Mikro ihtiyati politikalara karşı yapılan genel kritik, bu politikaların finansal kuruluşlar özelinde istikrar sağlamada başarılı iken, sistemin tümü için finansal istikrarın sürdürülmesinde yetersiz olduğu yönündedir. Finansal kuruluşların bireysel bazda sağlıklı ve istikrarlı olması finansal sistem için gerek koşulken yeter koşul değildir. Mikro ihtiyati düzenlemeler finansal kuruluşlar özelinde uygun iken piyasa üzerinde birbirleri arasındaki etkileşim, parçası oldukları grubun yapısı ve diğer finansal kuruluşların davranışları gereği tüm sistem için istikrarsızlaştırıcı olabilir (Vinals, 2013).

² Basel – II, bankaların sermaye yeterliliğinin sağlanması ve kullanılacak sermayenin verimli ve risk oranı az alanlarda değerlendirilmesini talep eden politikalarlardır.

³ İdiyosenkrazik risk, ansistemik ve tüm piyasa riski ile ilişkili olmayan risk türüdür.

Örneğin; Bir banka için riskli bir varlığın satılması uygun bir ihtiyati politika olabilirken, bu davranışın tüm bankalar tarafından benimsendiği düşünülür ise varlık fiyatlarında çöküş başlayacak, riskten kaçınan kurumlar daha çok varlık sattıkça genel olarak varlık fiyatları düşecek, piyasa sarmala girecek ve dalgalanmalar neticesinde likidite kayıpları yaşanacaktır. Bu durum aslında risk algısının mikro ihtiyati perspektifin ele aldığı şekilde tek bir kurumun davranışına bağlı olarak gelişen dışsal bir nitelik taşımadığı, aksine kolektif davranışlardan etkilenen içsel bir nitelik taşıdığını göstermektedir.

Mikro ihtiyati düzenlemeler, kısmi başarı sağlayan politikalardır. Bu düzenlemeler tek başına sistemik riski önlemede yetersizdir ve sistem geneli için uygun bir ihtiyati politika seçeneği değildir (Zhou, 2010). Küresel kriz sonrasında ihtiyati politikalara olan bakış açısı mikro ihtiyati düzenlemelerin sistemik riski kapsayıcı makro ihtiyati boyut ile desteklenmesi olarak revize edilmiş ve yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak MAP'lar üzerine olmuştur.

2.2.2. Makro İhtiyati Politikalar ve Araçları

BIS kayıtlarına göre makro ihtiyati kavramı uluslararası mecrada ilk olarak 1979 yılında bugünkü Basel Komitesinin öncüsü olan "Cooke Komitesi"nde o dönemki yükselen petrol fiyatları ve küresel borçlanma sorunu ile literatürdeki yerini almıştır. Terim ikinci kez ise İngiltere Merkez Bankası tarafından 1979 yılı Ekim ayında yayımlanan ve borç verme kısıtlarına ilişkin ihtiyati yöntemleri inceleyen çalışmada kullanılmıştır (Clement, 2010).

Kavramın dönüm noktası ise BIS genel Müdürü Crockett'in 2000 yılında Uluslararası Bankacılık Denetim Konferansında yaptığı konuşması ile olmuştur. Crockett konuşmasında finansal istikrarın sürdürülebilmesi için mikro ihtiyati yaklaşımı tamamlayıcı nitelikte makro ihtiyati denetim ve düzenlemelerin güçlendirilmesi gerektiğini belirtmiştir (Chiriacescu, 2013).

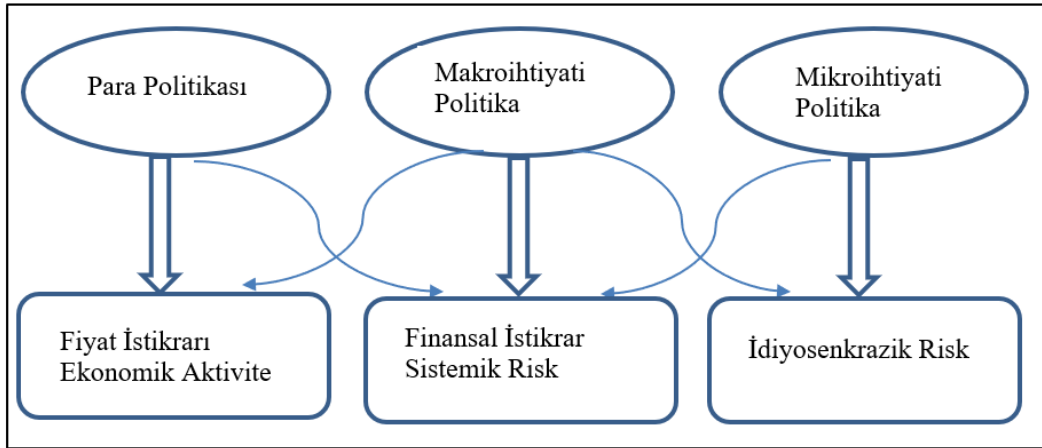
Politika yapıcılar geleneksel olarak özellikle ticari bankalar gibi finansal kuruluşların güvenilirliği ve sağlamlığını sürdürülmesi üzerine odaklanmışlardır fakat küresel finansal kriz, mikro ihtiyati politika olarak adlandırılan bu geleneksel yaklaşımın sınırlı ve yetersiz kaldığını ortaya çıkarmıştır. Küresel krizin ardından MAP'lar gittikçe önem kazanmış ve para politikaları ile de ilişkilendirilmiştir. Basel III⁴ ile genel çerçeve kazanarak, gelişmiş ve

⁴ Basel-III, Basel Komitesi tarafından 2008 krizi sonrası istikrarın sağlanması amacıyla, finansal kuruluşların yüksek kalitede öz kaynak ile faaliyet göstermelerini ve daha ihtiyatlı likidite, kaldıraç oranları ile çalışmalarını sağlamayı hedefleyen kurallar bütünüdür.

gelişmekte olan ülkelerde mikro ihtiyati politikaları tamamlayıcı ve sistemik riski engelleyici nitelikteki politikalar bütünü olarak ele alınmaya başlamıştır.

MAP'lar mahiyeti gereği önleyici bir rol üstlenmektedir. Zaman içerisinde sistemde oluşabilecek risklerin birikmesini engellemeyi hedefleyerek, makroekonomik dengeyi sağlamaya yardımcı olmaktadır. MAP uygulayıcıları, politika duruşlarını ekonominin darboğaza (downturn) girdiği durumlarda gevşetirken, ekonominin iyiye gittiği durumda (upturn) sıkılaştırır. Böylece MAP'lar konjonktür karşıtı bir (counter-cyclical) işlev üstlenmektedir (Boissay ve Cappello, 2014).

Finansal sistem, MAP haricinde para politikası, maliye politikası ve mikro ihtiyati politikalar ile de ilişki içerisindedir. MAP ve diğer politikalar arasındaki bağlantılar finansal sistemde sinerji veya çelişki yaratabilmektedir. Bu nedenle politikalar arasındaki koordinasyon, potansiyel çelişkilere karşı optimal politika uygulamalarının geliştirilmesi açısından çok önemlidir (Uysal, 2017).



Şekil 2.4. Makro ihtiyati politika ve diğer politikalar arasındaki ilişki

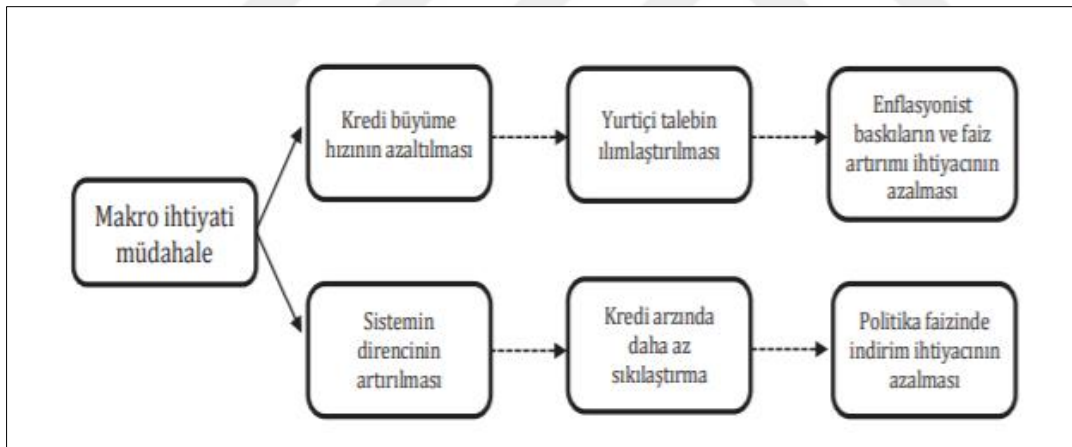
Kaynak: (IMF, 2013a)

MAP, para politikası ve mikro ihtiyati politika amaçları ve birbirileri ile olan ilişkisi Şekil 2.4. de gösterilmiştir. Geleneksel ihtiyati düzenlemeler ve para politikaları finansal krizleri önlemede tek başına yeterli olamamıştır. MAP'lar bu iki politika arasındaki boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır. Her üç politika da birbirinden birbirlerinin amaçlarını etkiler niteliktedir. MAP'ların para politikası ve mikro ihtiyati politikalar ile olan ilişkisi şu şekildedir:

MAP'lar ve para politikası

MAP ve para politikaları farklı öncelikte amaçlara sahiptirler. Para politikasının ilk amacı fiyat istikrarını sağlamak iken, MAP'ların ilk amacı finansal istikrarı temin etmektir. Para politikasının finansal istikrar üzerinde istenmeyen etkileri olduğunda finansal istikrar ve fiyat istikrarı çelişebilir. Uygun MAP'lar, para politikasının ilk amacını gerçekleştirmede ona yeterli manevra alanı sağlaması ile politika çelişkilerini azaltarak bu yan etkilerin giderilmesini sağlar ve finansal stres zamanlarında gevşetilebilen uygulamalar (tamponlar) geliştirir böylece parasal aktarım mekanizmasını açık tutarak, para politikası etkinliğinin korunmasına yardımcı olur (Nier ve Kang, 2016).

MAP ve para politikası farklı ara hedefler ve araç çeşitliliğine sahip olsa bile finansal sistemi etkileme noktasında kesişmektedirler. Politikalar arası karşılıklı etkileşim, bir politikanın hedefine ulaşmadaki etkinliğini artırıcı veya azaltıcı olabilmektedir (İlhan, 2019). Şekil 2.5 de makro ihtiyati politikanın, para politikası üzerindeki etkileri gösterilmektedir.



Şekil 2.5. Makro ihtiyati politikanın para politikası üzerindeki etkisi

Kaynak: (İlhan, 2019: 49)

Para politikası ve MAP arası karşılıklı etkileşim politikalarına yönelik farklı görüşler mevcuttur. Bir görüşe göre ayrık politika çerçevesi uygulanarak para politikası sadece fiyat istikrarına, MAP'lar ise finansal istikrara odaklanmalıyken, diğer yaklaşıma göre politikalar arasında tamamlayıcılık sağlayan bütünleşik bir yapı kurulmalıdır (İlhan, 2019).

Makro ihtiyati otorite ve merkez bankaları arasındaki koordinasyon eksikliği politika araçlarının çatışmasına (faiz oranı ve sermaye gereklilikleri) ve politika araçları arasında volatiliteye neden olmaktadır (Demirhan, 2014:38).

Küresel kriz sonrası finansal istikrarın, merkez bankalarının ikincil amacı olarak belirlenmesi ile MAP ve para politikası arasındaki tamamlayıcılık ilişkisinin arttırıldığı karşılıklı etkileşim ve koordinasyon politikalarının yürütüldüğü, bütüncül bir yaklaşımın benimsendiği görülmektedir.

Makro ihtiyati ve mikro ihtiyati politikalar

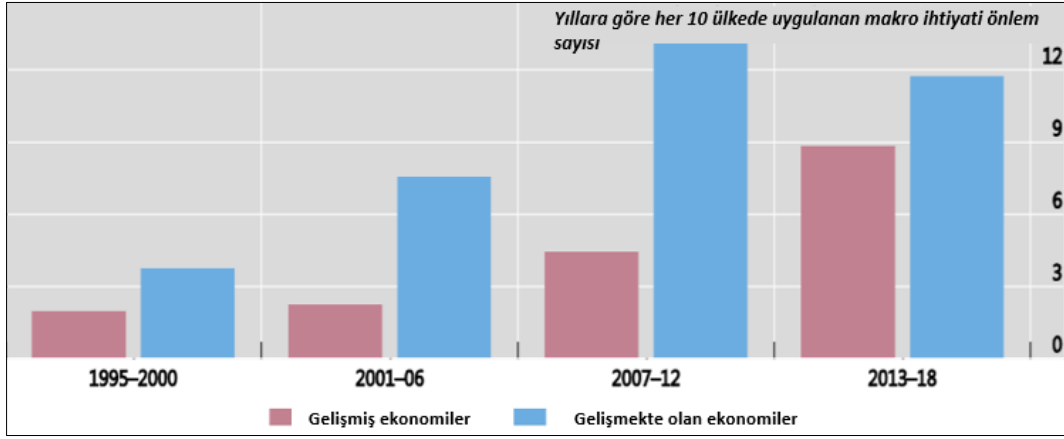
Güçlü bir mikro ihtiyati düzenleme ve gözetim, MAP'ların sürdürülebilmesinde esastır. Fakat bazen bu iki politika birbirleri ile çatışmaya girebilir. Ekonominin kötü olduğu zamanlarda makro ihtiyati perspektif, ekonomi için kredi koşullarına ket vuran düzenlemelerde gevşetici bir yaklaşım benimseyebilirken, mikro ihtiyati perspektif bireysel bankaları ve mevduat sahiplerini korumak için bu gereklilikleri sürdürme isteğinde olabilir (Vinals, 2013).

Hem mikro ihtiyati hem de makro ihtiyati düzenlemeler farklı amaçlar ile benzer ihtiyati politika araç setini kullanırlar. Mikro ihtiyati politikalar kuruluşların riskleri özelinde sermaye kontrollerini düzenlerken, MAP sistemik risk gelişimine karşı finansal döngüdeki tüm sermayeyi düzenler (Osinski ve diğerleri, 2013).

Makro ihtiyati politika araçları

MAP araçlarının kullanımı 2000'li yılların başından bu yana önemli derecede artış göstermiştir. Özellikle küresel krizden bu yana global olarak sürdürülen düşük faiz oranı politikaları neticesinde borç seviyesinin artması, varlık fiyatlarının yükselmesi finansal istikrarı sağlamak için MAP'ların kullanımını hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde teşvik etmiştir (Orsmond ve Price, 2016).

Şekil 2.6. da, BIS tarafından yapılan hesaplamalara göre, her 10 ülkede devreye alınan makro ihtiyati önlemlerin gelişimi görülmektedir. Küresel krizin ardından kullanılan makro ihtiyati tedbir sayısının gelişmiş ülkelerde, yıllara göre artış eğilimi gösterdiğini fakat daha sık olarak gelişmekte olan ülkelerde uygulandığını söyleyebiliriz.



Şekil 2.6. Yıllara göre makro ihtiyati tedbir kullanım sayısı

Kaynak: (Borio, 2018: 5)

Küresel kriz ile birlikte sermaye akımlarındaki dalgalanmalar özellikle gelişmekte olan ülkelerde etkili bir para politikasını sürdürmeyi zorlaştırmıştır. Gelişmiş ülkelerin uyguladığı ve geleneksel olmayan miktarsal genişleme politikaları gelişmekte olan ülkelere sermaye akımını güçlendirmiş, bu durum finansal istikrarı güçlendiren ve koruyan makro yaklaşımlar geliştirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur.

MAP araçları, ülkelerin ekonomik ve finansal gelişimine, kur rejimine ve şoklar karşısındaki kırılganlıklarına göre tercih edilen ve genellikle birbirleri ile kombine bir şekilde kullanılan ve piyasalar üzerinde oluşabilecek sistemik riski azaltma amacı taşıyan bir çeşit otomatik stabilizatördür.

Makro ihtiyati araçların kullanımına yönelik IMF tarafından yapılan “Yıllık Makro ihtiyati Politika” anketi 2018 yılı sonuçlarına göre 141 ülke toplamda 1,313 MAP uygulamıştır. Ülke başına düşen ortalama makro ihtiyati araç sayısı ise gelir düzeyine göre çok farklılık göstermemekte olup, gelişmekte olan ülkeler için 9,1 iken gelişmiş ülkeler için 9,9 dur. 80 ülkede MAP’ların uygulanmasında merkez bankaları önemli bir rol üstlenirken, 39 ülkede merkez bankaları tek başına makro ihtiyati otorite olarak sorumludur. 10 ülkede ise Merkez Bankası ve bir komite bu politikalardan birlikte sorumludur.

Makro ihtiyati amaçlara ulaşmada en sık kullanılan 10 makro ihtiyati araç temelde kredi, likidite ve sermaye ile ilişkili olmak üzere üç grupta değerlendirilmiştir (Lim ve diğerleri, 2011:8):

- *Kredi ile ilişkili:* Kredi değer rasyo tavanı (LTV), borç-gelir rasyo tavanı (DTI), yabancı para borç verme tavanı, kredi ve kredi büyümesi için tavan.

- *Likidite ile ilişkili:* Net açık döviz pozisyonu/döviz uyumsuzluğu sınırlamaları, vade uyumsuzluğu ve zorunlu rezerv limiti.
- *Sermaye ile ilişkili:* Ters çevrimsel sermaye yeterliliği, zamanla değişen/dinamik karşılıklar, kar dağıtım sınırlamaları.

Temel olarak kredi, likidite ve sermaye bazlı olarak incelenen MAP araçlarının bir kısmı ise aynı zamanda mikro ihtiyati araçlardandır. Tablo 2.2. de Osinski ve diğerleri (2013) tarafından pratikte kullanılan makro ve mikro ihtiyati araç seti gösterilmektedir.

Araç	Mikro	Makro
Minimum Sermaye Gereksinimi	X	
Sermaye Risk Ağırlıkları	X	
İkinci Yapısal Blok Sermaye Gereksinimleri	X	X
Döngüsel Sermaye Tamponu		X
Sermaye Koruma Tamponu	X	
Sistemik Sermaye Ek Vergisi		X
Dinamik Karşılık	X	X
Kaldıraç Oranı	X	X
Büyük Risk Sınırı	X	X
Kredi Değer Oranı (LTV) Limitleri	X	X
Borç Gelir Oranı (DTI) Limitleri	X	X
Döviz Kuru Limitleri	X	X
Likidite Gereksinimleri	X	X
Risk Yönetim Standartları	X	
Lisans Standartları	X	

Tablo 2.2. Mikro ihtiyati ve makro ihtiyati araç seti

Osinski vd. (2013), hem mikro hem de MAP uygulayıcılarının ihtiyati politika enstrüman ve araçlarını kurumlar özeli seviyede uygulayabileceğini ancak bunu farklı amaçlar gözeterek yapabileceğini belirtmiştir.

Ülkeler tarafından MAP enstrümanlarının seçilmesinde ve uygulanmasında döviz kuru rejimi, sermaye akımı, ekonomik ve finansal gelişme seviyesi gibi çeşitli faktörler etkili olmuş ve bu faktörlere göre uygulanan politika ve enstrümanlar da değişkenlik göstermiştir.

Genellikle gelişmekte olan piyasa ekonomileri MAP araçlarını gelişmiş ülkelerden daha yoğun bir şekilde kullanmışlardır. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri sistemik risk konusunda daha fazla endişe duyarak likidite ile ilişkili MAP araçlarını kullanma eğiliminde olmuşlardır. Gelişmiş lke ekonomilerinin çoğu küresel kriz sonrası likidite ile ilişkili tedbirleri kullanmaya başlamış olsa bile, kredi ile ilişkili tedbirleri daha fazla uygun bulma eğiliminde olmuşlardır (Lim vd., 2011).

lkeler tarafından kredi, likidite ve sermaye ile ilişkili olarak en sık kullanılan makro ihtiyati araçlar ve özellikleri aşağıda incelenmektedir.

2.2.2.1. Kredi değer oranı (LTV)

Konut piyasasındaki kredilendirme, sistemik finansal riskin anahtar bir kaynağı olmuş ve bu nedenle MAP tartışmalarının da merkezinde konumlanmıştır. Kredi değer oranı (loan-to-value/LTV) sektörel dengesizlikler ile mücadelede konut fiyatlarındaki dalgalanmalar için kullanılan popüler bir makro ihtiyati araç haline gelmiştir.

Kredi değer oranı ilk defa 2000’li yıllarında ortasında Asya lkeleri (Hong Kong, Kore, Singapur ve Çin) tarafından uygulanmıştır. Bu lkeler baz alınarak yapılmış çalışmalarda konut kredileri zerindeki LTV tedbirlerinin etkili olduğu grlmştir. Örneğin; Funke ve Paetz (2012) tarafından Hong Kong konut piyasası üzerine yapılan analizde, konjonktürel LTV politikasının konut piyasasında balon oluşma ihtimalini azalttığı ortaya konulmuştur (Arslan ve diğerleri, 2015:35).

Finansal krizlerin etkisi, bankaların bilançosunun iyileştirilmesi, geri dönüşü zor, zayıf nitelikli (non-performing loans-NPL) kredilerin azaltılması ile hafifletilebilir. Merkez bankaları veya diğer finansal düzenleyici kurumlar, NPL’leri sınırlayıcı birçok makro ihtiyati araç kullanmaktadırlar. Aslında bu makro ihtiyati araçlar mikro düzenlemeler kapsamında kurumların özelinde geliştirilmiş ve uygulanmış olan ve daha sonra makro boyutta uygulanmaya başlanan enstrümanlardır. LTV’de bu araçlardan biridir. LTV oranı, banka kredisi olarak finanse edilen bir varlığın yüzde değerine tavan koyar, böylece kredinin geri ödenmeme riskine karşılık teminat garantisi sağlanmış olur (Morgan ve diğerleri, 2015:3).

LTV, E.ř. 2.3. deki gibi ifade edilebilir:

$$LTV = \frac{\text{Kredi tutarı}}{\text{Mülke biçilen değer}} \quad (2.3)$$

Maksimum LTV oranlarındaki değişiklik kredi davranışlarını etkilemektedir. LTV limitleri yeterli tasarrufu olmayan alıcıların ev satın almalarını engellemekte, borç alanlar için kredi talep kanalı (credit demand channel) ile mortgage piyasasına bir giriş bariyeri niteliğini taşımaktadır. Daha düşük LTV oranı, borç alanlar için gelecekteki ev fiyatlarında meydana gelebilecek şoklara karşı esneklik sağlamakta ve ev fiyatlarının düşmesine karşı ipotek kredileri üzerinde yaşanacak kaybı azaltmaktadır (Jacome ve Mitra, 2015:4).

2.2.2.2. Borç gelir oranı (DTI)

Borç gelir oranı (DTI) finansal anlamda borçlunun tüm gelirine kıyasla ödeme kabiliyetini gösteren bir ölçüttür. DTI oranının artması, kredi kullandırılan tarafın borçlarını ödeme kabiliyetinin azalması demektir. Bu nedenle bu orana bir sınır yani tavan getirilmektedir. DTI tavanı tıpkı LTV limiti gibi finansal istikrarı koruma amaçlı dizayn edilen konjonktür karşıtı, kredi ile ilişkili makro ihtiyati bir politika aracıdır.

DTI, LTV limiti gibi enstrümanların temel amacı, ekonomik darboğazlarda yaşanabilecek ağır kayıplar için finansal sisteme bir emniyet ağı, tampon oluşturmaktır. Böylece bankacılık sistemi bilançolarındaki bozulmanın önüne geçilebilmektedir. Özellikle küresel krizden sonra literatürde, bu tarz makro ihtiyati araçların verimliliği üzerine ilişkin araştırmalar artış göstermiştir. Yapılan çalışmalarda DTI ve LTV araçları, etkileri genellikle birlikte incelenmiştir.

Kuttner ve Shim (2013) panel veri yöntemi ile yapmış oldukları çalışmada; 1980- 2011 periyodunda 57 ülke için konut kredi büyümesi ve konut fiyat enflasyonu üzerindeki bir dizi politika değişikliğinin etkisini araştırmış ve DTI limitini sıkılaştırmanın konut kredilerini yaklaşık %7 oranında azalttığını, LTV limitini sıkılaştırmanın ise konut kredilerinde % 1 civarında azalma sağladığını ortaya koymuşlardır.

Igan ve Kang (2011) yapmış olduğu çalışmada DTI ve LTV limitlerinin hem sıkılaştırılması hem gevşetilmesini incelemiş, bu limitlerin gevşetilmesinin etkisi konut piyasasını canlandırmada sınırlı kalırken, sıkılaştırılmasının etkisi Kuttner ve Shim (2013) de olduğu gibi konut kredi artışını ve konut fiyatı enflasyonunu azaltmıştır (Mizen ve diğerleri, 2018:294).

Lim vd. (2011) tarafından IMF (2010) anket verilerine göre yapılan çalışmada makro ihtiyati araçlardan DTI ve LTV sınırlamalarının, kredi büyüme döngüselliğinin azalmasını desteklediği ortaya konmuştur.

2.2.2.3. Döviz kredileri tavanı

Yabancı para kredileri (FCL), gelişmekte olan ve gelişmiş ülke ekonomilerinde 2000'li yıllardan beri oldukça popülerdir. 2013 yılında İsveç Merkez Bankası'nın yayımladığı bir rapora göre Bulgaristan, Macaristan ve Romanya'da FCL kredileri, banka dışı sektör kredilerinin yaklaşık %60'ını, Polonya'da %30'nu, Avusturya'da ise %20'den daha azını kapsamaktadır. Yabancı para kredileri borç alanlar için düşük faiz oranları ve uzun vadeleri ile bazı avantajlar sağlarken aynı zamanda ekonomi için önemli bir sistemik risk kaynağıdır (Brzoza ve diğerleri, 2015).

Döviz kredileri tavanı ya da diğer bir adı ile yabancı para borç verme sınırlamaları, borç alanları kur riskine ve ekonomiyi olası bir sistemik riske karşı korumak amacı ile geliştirilmiş sermaye akımlarını sınırlayıcı makro ihtiyati bir enstrümandır. Lim vd. (2011) tarafından yapılan çalışmada döviz kredi tavanı uygulamasının sıkı para politikasının tercih edilmediği durumlarda (örneğin; enflasyonun hedeflenen oranın altında olduğu) faydalı olacağı belirtilmiştir.

2.2.2.4. Ters çevrimsel/döngüsel sermaye yeterliliği

Ters çevrimsel sermaye yeterliliği, oransal olarak gösterilen ve ekonominin yükseliş döneminde arttırılan (kredi genişlemelerini kısıtlayıcı olarak), ekonominin gerileme döneminde ise azaltılan (bankaların sermaye yeterliliklerini karşılamak için varlık azaltımına gitmemelerini sağlayan) sermaye-ilişkili bir araçtır. (Lim vd., 2011:72).

Döngüsel sermaye yeterliliği sistemik riskin önlenmesinde ekonomik döngülere ters biçimde işleyecek sermaye tamponları oluşturmayı hedeflemektedir. Bu tamponların öncelikli amacı bankacılık sektörünü aşırı kredi genişlemesine karşı korumaktır.

Döngüsel sermaye tamponu (CCyB), 2010 yılında Basel Komitesi tarafından bankacılık denetimi üzerine yayımlanan raporda daha sağlam banka ve bankacılık sistemi gereksinimleri kapsamında banka sermaye yeterliliği ve likiditesinin yanı sıra küresel düzenleyici standartlar arasında sunulmuştur (BIS, 2010b).

Küresel krizden sonra bankacılık sisteminin sermaye yapısının sadece niteliksel değil niceliksel olarak da güçlendirilmesi gerektiği anlaşılmıştır. Basel III düzenlemeleriyle ekonomik döngünün üst seviyesinde yani kredilerin ve ekonomik büyümenin yükseldiği dönemde olası risklere karşı bankaların ilave sermaye tutması, ekonominin yavaşladığı, kredi hacminin daraldığı dönemlerde ise bankaların ilave sermaye yükümlülüklerini azaltılması amaçlanmıştır. Bu şekilde finansal döngüdeki iniş ve çıkışların etkisini azaltıcı CCyB oranı bankaların risk ağırlıklı varlıklar toplamının %0 ile %2,5' u arasında değişecek şekilde belirlenmiştir. Bu oran ülke dinamiklerine göre değişkenlik göstermektedir (FSB, IMF, BIS, 2011:5).

Bu oran BDDK tarafından 05.11.2013 tarih 28812 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan “Sermaye Koruma ve Döngüsel Sermaye Tamponlarına İlişkin Yönetmelik”te⁵ Bankaya özgü döngüsel sermaye tamponu (BDST) olarak belirtilmiş ve şu şekilde tanımlanmıştır:

“Kredi genişlemesinin finansal sektörün genel risk düzeyini arttıracı düzeylere ulaşması durumunda öz kaynakların sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelere göre yetersiz kalmasının önüne geçilmesi amacıyla bankalarca bulundurulması beklenen ilave çekirdek sermaye tutarı”

Basel komitesi tarafından politika otoritelerine rehberlik etmesi için sermaye tamponu kararlarında kredi/GSYH oranını referans noktası olarak almalarını tavsiye ederek kredi/GSYH oranından çıkan sonuçların varlık fiyatları, reel GSYH büyüme oranı, risk primi gibi değişkenler ile de tutarlı olması gerektiğini belirtmiştir (BIS; 2010a, 2010b).

BDDK 18.12.2015 tarih 6602 sayılı Kurul Kararı⁶ ile ülkemizde ters çevrimsel sermaye tamponu için kredi/GSYH açığı ana gösterge olarak, kredi/GSYH açığının %3 ve %15’lik eşik değerleri geçmesi ise temel referans olarak alınmıştır. Ocak 2016’da CCyB oranının %0 olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Ayrıca kredi/GSYH oranında oluşabilecek sapmaların döngüsel sermaye oranının hesaplanmasında yaratabileceği belirsizliklere karşı BDDK tarafından BİST ve bankacılık sektörünün öz kaynak karlılığı gibi ilave göstergelerin de izlenmesine karar verilmiştir.

⁵ İlgili yönetmelik: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/11/20131105-17.htm>

⁶ İlgili kurul kararı: https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0742.pdf

2.2.2.5. Zorunlu rezervler (RR)

Zorunlu rezervler (Reserve Requirements-RR), banka yükümlülüklerinin belirlenen oranlarda nakit mevduat veya teminat olarak para otoritesi yani Merkez Bankası nezdinde tutulmasıdır. Hem parasal hem de ihtiyati yönü bulunan bir enstrümandır. İhtiyati çerçevede zorunlu rezervler, bankalara ve bankacılık sisteminin tümüne gerektiği durumlarda likidite sağlamayı amaçlamaktadır.

Zorunlu rezervler, döngü karşıtı bir araç olarak kredi döngüsünü yönetir, ekonominin yükseliş dönemlerinde borç alanların yani bankaların kaldıraç oranlarını sınırlar, ekonominin darboğazlarında ise likidite tamponu görevi görür ve böylece ekonomik döngü içerisindeki dalgalanmalar ve finansal dengesizlikleri engeller.

RR, birçok Merkez Bankası tarafından özellikle küresel kriz sonrası, fiyat ve finansal istikrarı ödün vermeden sağlamak için en çok kullanılan para politikası araçlarından biri olmuştur. Özellikle Latin Amerika Ülkeleri tarafından 2008 küresel krizinin etkilerini azaltmak için likiditeyi artırıcı yönde, para politikasına ek olarak kullanılmıştır (Montoro ve Moreno, 2011).

RR, genellikle yükselen piyasa ekonomilerinde (ekonominin iyi zamanlarında düşürülen ve kötü zamanlarında yükseltile) döngü karşıtı makroekonomik stabilizasyon aracı olarak kullanılmaktadır. Cordella ve diğerleri (2014), zorunlu rezerv politikasına ilişkin yapmış oldukları çalışmada, zorunlu rezervlerin sanayileşmiş ülkelerde aktif bir MAP aracı olarak kullanılmadığı, gelişmekte olan ülkelere ise para politikasına ek ikinci bir politika enstrümanı olarak kullanıldığı ve ayrıca daha yüksek kredi/GSYİH oranına sahip gelişmekte olan ülkelere, döngü karşıtı zorunlu rezerv uygulamasının daha çok kullanıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Ek olarak aynı çalışmada zorunlu rezervlerin sermaye açığı bulunan, para krizine daha yatkın ve ulusal parası konjonktürel değişimler gösteren (kötü zamanlarda değer kaybeden, iyi zamanlarda değer kazanan) ülkelere daha aktif biçimde kullanıldığını belirtmiştir.

Medina ve Roldos (2014)' un yapmış oldukları çalışmada belirttikleri; küresel kriz sonrası Brezilya, Kolombiya, Peru ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere güçlü ve volatil sermaye akımlarına karşı zorunlu rezerv oranlarının aktif olarak kullanılması bu duruma bir örnektir. Aynı şekilde Federico, Vegh ve Vulletin (2014) tarafından da 37 gelişen ülkeden 21 tanesinin 2005 ve 2011 yılları arasında zorunlu rezervleri gelişmiş ülkelere kıyasla döngü karşıtı araç olarak daha fazla kullandığını ortaya koymuştur.

2.3. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

2008 krizi ile Merkez bankaları sıra dışı durumlar ile mücadele etmişlerdir. Yaşanan derin resesyon parasal koşullarda gevşemeyi zorunlu kılmıştır (Bernanke, 2017:2).

Geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımı makro ihtiyati önlemler çerçevesinde ilk olarak gelişmiş ekonomiler tarafından başlatılmıştır. Krizin ardından parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini yitirmesi, reel ekonomilerde meydana gelen küçülmeler, işsizlik oranlarındaki artış, gelişmekte olan ülke sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar gibi olumsuzluklar, geleneksel para politikalarının yaklaşımını yetersiz kılmış ve yeni para politikası araçlarına ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaç doğrultusunda merkez bankaları ekonomiye birçok yönden müdahalede bulunabildikleri, sadece fiyat istikrarı/enflasyon odaklı olmayan, finansal istikrara ve niceliksel büyüklüklere odaklanan geleneksel olmayan para politikalarına başvurmuşlardır.

Bernanke ve Reinhart (2004), ABD ve Japonya’da uzun dönem faiz oranlarını düşüren geleneksel olmayan farklı para politikası araçlarının etkisini analiz ettiği çalışmada, geleneksel olmayan para politikası araçlarını üç ana kategoriye ayırmıştır:

- i. “Taahhüt etkisi”; Yatırımcılara gelecekte beklediklerinden daha düşük faiz oranı garantisi sağlamak,
- ii. “Niceliksel gevşeme”; Merkez Bankası bilanço büyüklüğünü kısa dönem politika faiz oranını sıfırda tutmak için gereken seviyeden daha fazla genişletmek,
- iii. “Niteliksel gevşeme” veya “Kredi Genişlemesi”; Merkez Bankası bilanço kompozisyonunu etkileyerek piyasadaki tahvillerin/varlıkların görelî arzını değiştirmek.

Bernanke (2017) ise geleneksel olmayan politika araçlarını; Miktarsal genişleme, sözle yönlendirme, negatif oranlar ve verim/getiri eğrisinin kontrolü (uzun dönemli getiri yönetimi) olarak belirtmiştir.

Bu çalışmada ise geleneksel olmayan para politikası araçları; Miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü, faiz koridoru ve vade uzatımı olmak üzere beş alt başlık altında incelenecektir.

2.3.1. Miktarsal Genişleme (QE)

Durgunlukla mücadelede genişletici politika bağlamında kısa vadeli faizlerin düşük düzeylere indirilmesine rağmen istenen etkinin yaratılamaması geleneksel para politikası araçlarının etkililiğini ortadan kaldırmıştır. Geleneksel olmayan para politikaları ise küresel krizden önce ilk kez Japonya Merkez Bankası (BOJ) tarafından 2001 yılında uygulamaya konulmuştur (Rudebusch, 2018).

Japonya 1990’larda yaşadığı resesyondan kurtulmak için önce geleneksel para politikaları ile faiz oranlarını sıfır düzeyine kadar düşürmüştü ardından BOJ tarafından yüklü miktarda menkul kıymet alınmış böylece sistemdeki likiditenin artırılması ve varlık fiyatlarının yükseltilmesi ve fazla likiditenin bankalar tarafından piyasaya kredi olarak verilmesi hedeflenmiştir. Japonya’nın uyguladığı bu politika, küresel finansal krizde aralarında uygulama farklılıkları olmakla birlikte Euro Bölgesi, İngiltere ve ABD Merkez bankaları tarafından da uygulanmıştır (Joyce ve diğerleri, 2006).

Krizle birlikte genişleyici politika bağlamında kısa vadeli faizlerin düşük düzeylere indirilmesine rağmen talep üzerinde beklenen etkinin yaratılamaması (bu durum Keynesyen ekonomide likidite tuzağı⁷ olarak adlandırmıştır) geleneksel para politikası araçlarından farklı olarak geleneksel olmayan uzun vadeli varlık alımı gibi destekleyici para politikalarına yönelime neden olmuştur.

Gelişmiş ülke merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarından nicel (miktarsal) gevşeme (QE) ile sözle yönlendirme (Forward Guidance)⁸ araçlarını birbirini tamamlayıcı şekilde kullanarak, finans piyasasının reel sektöre aracılık işlevini yeniden tesis etmeyi ve uzun vadeli nominal faizlerin düşürülmesi yoluyla tüketim ve yatırım talebinin canlanmasının yanı sıra deflasyon endişelerinin giderilmesi hedeflenmiştir (TCMB 2014a).

FED niceliksel gevşeme ile uzun dönemli hükümet tahvili ve özel sektör varlıklarını satın almış ve bilanço büyüklüğü, kompozisyonu değişmiştir. Krizin başlangıcında 1 trilyon dolardan az olan bilanço, uyguladığı 3 ayrı QE programı sonucu 4,5 trilyon dolara çıkmıştır (Bernanke, 2017:9).

⁷ “Likidite tuzağı” para arzını arttırarak ne çıktı ne de fiyatlar düzeyinde bir etki sağlayamaması durumudur. Orijinal olarak Keynes ve Hicks tarafından keşfedilmiş ve ilk defa 1930 yılı Büyük Resesyonda ortaya çıktığı belirtilmiştir.

⁸ “Sözle yönlendirme (Forward guidance)” bir ülkenin Merkez Bankasının amaçladığı para politikasına ilişkin kamuoyuna sözlü garanti vermesidir.

Para politikasında büyük ölçekte finansal varlık satım alımlarının etkisine dair ilk çalışmalar 1961 yılında John Kennedy döneminde uygulanan *operation twist*⁹ politikasının Amerikan ekonomisi üzerine etkilerine yönelik olmuştur. Bu politika tam olarak QE gibi parasal taban yaratımı ile finanse edilmemiş ancak (kısa vadeli hazine bonolarının satışı ile finanse edilmiş) FED ‘in uzun vadeli tahvil alımıyla uzun dönem faiz oranlarında düşüş amaçlanmıştır (Mizen ve diğerleri, 2018:94).

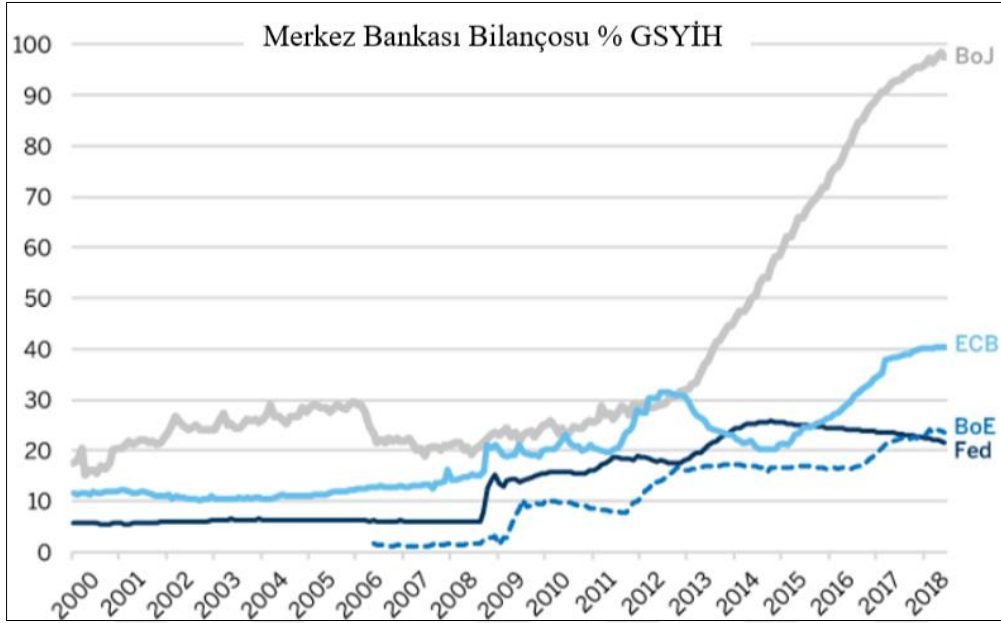
QE, sinyal ve portföy dengeleme kanalı olmak üzere iki kanal aracılığı ile çalışmaktadır. Sinyal kanalı gelecekteki faiz oranının uzun bir süre düşük olacağına ilişkin beklenti ile çalışırken, portföy denge kanalı vade ve risk primlerinin değişimi ile çalışmaktadır (Bernanke, 2017:10).

Kriz dönemlerinde ipoteğe dayalı varlık veya uzun vadeli tahvil alımları, bu varlıkların fiyatının yükselmesine, getirisinin düşmesine ve yatırımcı talebinin diğer uzun vadeli varlıklara yönelmesine neden olmaktadır. Talebi artan diğer uzun vadeli varlıkların da getirisi azalmakta ve niceliksel genişleme politikası kapsamında yapılan varlık alımları geleneksel genişletici para politikasına benzer etki yaratmaktadır.

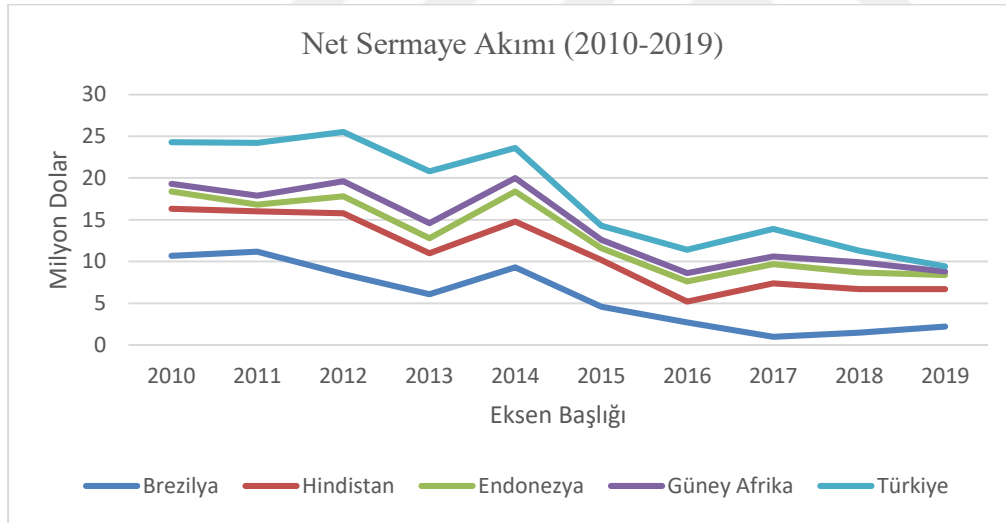
FED’in 2008 yılında başlattığı QE programı ile gelişmekte olan ülkelere yoğun bir şekilde sermaye akışı gerçekleşmiştir. Sermaye akımları gelişmekte olan ülkeler için hem potansiyel fayda hem de risk oluşturabilmektedir. Sermaye akımları ile bir yanda bu ülkelerde yatırımların artması, doğrudan yabancı yatırımlar ile daha gelişmiş teknolojilerin ile ekonomik büyüme desteklenirken, diğer yanda sermaye akımlarının hacmi ve volatilitesi varlık fiyatlarında balon oluşumunu tetikleyebilmekte ve ani duruş olasılığına neden olarak gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar için risk oluşturabilmektedir (Ramirez ve Gonzalez, 2017).

Şekil 2.7. de 2000-2018 yılları arası niceliksel gevşeme dönemi dahil, BOJ, ECB, BOE ve FED ‘in bilançolarının GSYİH % değişimi ve şekil 2.8. de 2010-2019 yılları arası gelişmekte olan ülkelere kırılğan beşli olarak adlandırılan (Türkiye, Brezilya, Endonezya, Hindistan ve Güney Afrika) ülkelere gerçekleşen yıllık ortalama sermaye akımlarının gelişimi izlenebilmektedir.

⁹ “Operation twist” esasen bir tür “swap” işlemidir. İlk defa 1961 yılında uzun vadeli faiz oranları ile kısa vadeli faiz oranları arasındaki farkı azaltmak için uygulanmıştır. Bu uygulama ile FED, elindeki kısa vadeli tahvilleri verip karşılığında uzun vadeli olanları almakta ve elindeki Hazine kâğıtlarının ortalama vadesini uzatmaktadır. Böylece FED, bilançosunu büyütmeden uzun vadeli tahvillere yarattığı taleple onların fiyatını yükselterek faizlerini aşağıya çekmektedir (Alon ve Swanson, 2011).



Şekil 2.7. Ülke Merkez Bankası bilançolarının seyri GSYİH (%)
Kaynak: Bloomberg Profesyonel (BSPGCPUS, BSPGCPEU, BSPGCPJP, BSPGCPGB)



Şekil 2.8. Kümülatif sermaye akımları milyon USD (Kırılğan Beşli)
Kaynak: Institute of International Finance

Şekil 2.8. de görüldüğü gibi, sermaye akımları, küresel genişlemeci para politikası ile 2010-2012 dönemi arası artış göstermiş ancak 2013 yılında her 5 ülke için de keskin bir şekilde düşüşe geçmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye akımlarında yaşanan bu keskin düşüşte, 22 Mayıs 2013'te FED başkanı Bernanke tarafından finansal kriz sonrası başlatılan tahvil alım programının kısıllanacağına belirtilmesi (Taper Tantrum) etkili olmuştur. FED'in tahvil alım programını sınırlandıracağına ve dolayısı ile küresel piyasalardaki likiditenin

daralacağına yönelik beklentiler, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin ivme kaybetmesine yol açmıştır.

2.3.2. Kredi Genişlemesi (CE)

Kredi genişlemesi (credit easing, CE), Bernanke tarafından FED'in küresel krize karşı olan yaklaşımını, Japonya'nın 2001-2006 yıllarında uygulamış olduğu QE yaklaşımından ayırmak için tanımlanmıştır.

Kredi genişlemesi (Credit Easing, CE) menkul kıymetlerin, varlığa dayalı menkul kıymetlerin veya kurumsal (anonim şirket) borç senetlerinin doğrudan satın alınması ile parasal duruşun rahatlatılmasına, piyasanın canlandırılmasına yönelik geleneksel olmayan para politikası aracıdır.

Kredi genişlemesi, miktarsal genişlemenin aksine Merkez Bankası bilanço büyüklüğünü değil bilanço kompozisyonunu değiştirmektedir. Miktarsal genişlemede doğrudan para tabanı etkilenirken, kredi genişlemesinde merkez bankaları ticari menkul kıymetleri satın alıp risksiz kısa vadeli hazine bonolarını piyasaya sürerek piyasadaki likiditeyi arttırmaktadır (Vural, 2013:26).

Smaghi (2009) kredi genişlemesi politikasının bilanço üzerindeki etkisini, direkt ve dolaylı olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Direkt kredi genişlemesi politikasına göre merkez bankaları kısa vadeli tahviller gibi az riskli varlıkları satın alarak ABS (asset-backed securities) gibi daha riskli varlıkları alarak bilanço kompozisyonunu değiştirirler ancak bu politika ile kredi riski Merkez Bankası bilançosuna geçmektedir. Dolaylı kredi genişlemesi politikasında ise merkez bankaları riskli varlıkların tamamlayıcı teminata dönüştürülmesi için bankalara ödünç para vermektedirler böylece kredi riski Merkez Bankası bilançosuna transfer edilmez.

Direkt ve dolaylı kredi genişlemesine FED ve ECB'nin uygulamaları örnek gösterilebilir. Küresel kriz boyunca FED ve ECB'nin bilanço büyüklükleri ve artışları benzer olsa da nitelik yönünden iki önemli fark vardır. İlk olarak; FED özellikle hükümet tahvilleri, garantili tahviller gibi risksiz varlıkları satın almışken ECB bir miktar riskli varlık satın alımı gerçekleştirmiştir. İkinci olarak; FED bankalara çok az miktarlarda borç vermiş ECB ise daha çok finansal açıdan zayıf bankalara büyük miktarda borç vermiştir. Kısacası FED küresel krizden çıkışta dolaylı kredi genişlemesi politikasını tercih ederken ECB ise direkt kredi genişleme politikası uygulamıştır (Gross ve diğerleri, 2014).

2.3.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Faiz taahhüdü politikası, politika faiz oranının belli bir süre belli bir düzeyde tutulacağına garanti edilmesidir. Merkez bankalarının gelecekte faiz oranlarını değiştirip değiştirmeyeceği belirsiz olduğunda iktisadi birimlerin geleceğe dair öngörülerini bozulmakta, finansal ve reel yatırım kararları sağlıklı bir şekilde verilememektedir ancak merkez bankalarının faiz oranlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin önceden bazı taahhütlerde bulunması, piyasaya güven sağlayarak yönlendirici etki yapar ve uzun vadeli faiz oranlarına bir istikrar kazandırır.

Faiz taahhüdü politikasındaki temel amaç beklentiler kanalı ile uzun dönem faiz oranlarını düşürerek yatırımları canlandırmaktır. Ugai (2007) deneysel çalışmasında beklenti yönetiminin, Japonya’da yaşanan durgunluk dönemi boyunca uzun vadeli faiz oranlarını düşürmede etkili olduğunu belirtmiştir.

Faiz taahhüdü özellikle kriz dönemlerinde, belirsizliğin yüksek olduğu zamanlarda kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir seyir izleyeceğine ilişkin olarak yatırımcıları yönlendirmede etkili bir politika seçeneği olmaktadır. Bu politikanın etkili olabilmesinin en önemli koşullarından birisi de taahhütte bulunan Merkez Bankasının güvenilirliğini yitirmemiş olmasıdır. Küresel kriz döneminde FED faiz oranlarını yakın gelecek için değiştirmeyeceğini duyurmuş, sonraki açıklamalarında da ekonomi toparlanana ve kalıcı iyileşmeler elde edilene kadar faiz oranlarının değişmeyeceğini garanti ederek faiz oranlarına ilişkin iktisadi ajanların tahmin yapabilmesini mümkün kılmış ve uzun vadeli faizlerin ve dolayısı ile kredi faizlerinin düşmesini sağlayarak ekonomik faaliyetlerin canlanmasını sağlamıştır (Kaya ve Tokucu, 2014).

2.3.4. Faiz Koridoru Uygulaması

Faiz koridoru, kısa dönem faiz oranlarını, politika/hedef faiz oranı yönünde yönlendirmek için kullanılan bir sistemdir. Koridor sistemi enflasyon hedeflemesi uygulayan çoğu Merkez Bankası tarafından kullanılmaktadır (Özatay, 2011:431). Küresel kriz öncesinde enflasyon hedeflemesinin ilk uygulanmaya başladığı Kanada, İsveç, Yeni Zelanda, İngiltere, Avustralya, Brezilya gibi ülkelerden bazılarının faiz koridoru sistemini kullanan öncü ülkelerden olduğu görülmektedir (Yücememiş ve diğerleri, 2015:453).

Bu sistemde üç faiz oranı yer almakta ve kısa vadeli yani politika faiz oranı, Merkez Bankası tarafından düzenlenen taban (borç alma) ve tavan (borç verme) faiz oranlarından oluşan bir bant aralığında belirlenmektedir. Sistemde yer alan üç faiz oranı kısaca şu şekildedir (Özataç, 2011:425):

- *Tavan (borç verme) faiz oranı:* Geçici likidite sıkışıklığı olan bir bankanın Merkez Bankasından kısa vadeli borçlanmak için kabul ettiği üst bandı oluşturan faiz oranını,
- *Taban (borç alma) faiz oranı:* Geçici likidite fazlası olan bir bankanın bu fonu değerlendirmek ve bir faiz getirisi sağlamak için Merkez Bankasına mevduat şeklinde yatırması karşılığında almayı kabul etmiş olduğu alt bandı oluşturan faiz oranını,
- *Politika faiz oranı:* Para otoritesi tarafından ekonomideki temel parasal değişkenlerin (tüketici fiyatları, kur veya kredi genişlemesi vb.) gelişimini etkilemek amacıyla belirlenen ve diğer tüm faiz oranlarının da belirlenmesini sağlayan ve ülkeler tarafından genellikle gecelik borç verme veya repo oranı olarak belirlenen faiz oranını ifade etmektedir.

Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi altında *faiz koridoru*, politika faiz oranı etrafında kısa dönem piyasa faiz oranının politika faiz oranına makul bir seviyede yakın olmasını sağlayan dar ve simetrik bir bant olarak tanımlanmaktadır.

Ülkemizde 2010 yılına kadar uygulanan geleneksel faiz koridoru sisteminde 2001 krizinden alınan dersler nedeniyle bankaların hesaplarını iyi yapmalarını sağlamak ve kısa vadeli faizlere ilişkin belirsizliği en az düzeyde tutmak için koridorun genişliği oldukça dar tutulmuştur. Küresel kriz sonrası ise faiz koridoru uygulaması aktarım mekanizmasında aktif bir rol üstlenmiş ve TCMB tarafından da genişletilmiş (asimetrik) faiz koridoru uygulaması devreye alınmıştır. Bölüm 3’ de bu politikanın çerçevesi ve uygulanma yöntemleri detaylı olarak incelenecektir.

2.3.5. Vade Uzatımı Uygulaması

Küresel krizin etkilerini sınırlandırmak için uygulanan geleneksel olmayan bir politika da vade uzatma politikasıdır. Bu politika ile uzun vadeli faizlerin düşürülerek kredilerin ucuzlaması ve ekonominin canlanması hedeflenmektedir. Bu uygulamayı Çin, Avustralya, İsveç, Güney Kore, Endonezya ve FED kullanmıştır. Böylece bankalara verilen genelde üç ya da altı aylık olan kredilerin veya repo işlemlerinin vadeleri uzatılmıştır (Vural, 2013:47).

2.4. Makro İhtiyati Politika ve Finansal İstikrar İlişkisine Yönelik Yaklaşımlar

Küresel kriz, mevcut finansal çerçeve ile finansal sistemin tümü için istikrar sağlanamadığını ortaya koymuş ve krizin ardından makro ihtiyati politikalar, Merkez Bankalarının ve politika yapımcıların odak noktası haline gelmiştir.

Literatürde, finansal istikrarı sağlamak için makro ihtiyati tedbirlerin para politikasından bağımsız olarak veya para politikası ile ilişkili kullanılabileceğine ilişkin çeşitli görüşler mevcuttur.

Bernanke (2011), para politikasının rutin olarak olası finansal dengesizlikleri önlemek için kullanılması yerine, makroekonomik amaçları sağlamaya yönelmesi gerektiğini ve finansal istikrar için hedefe yönelik mikro veya makro ihtiyati tedbirlerin uygulanmasının daha uygun olacağını savunmuştur.

Diğer taraftan Stein (2013) ise finansal istikrarın mevcut para politikası stratejisinin ikincil amacı olması gerektiğini belirtmiştir ve finansal istikrarı sağlamak için para politikası ile makro ihtiyati yaklaşımın kombine edilebileceğini, ifade etmiştir.

Danthine (2014:98) makro ihtiyati politikaların iki esas amacı olduğunu ifade etmiştir. Bunlardan ilki finansal sistemin bir bütün olarak direncinin artırılması, ikincisi ise kredi ve varlık piyasalarında oluşan oynaklıkların sınırlandırılarak finansal istikrara katkı sağlanmasıdır.

Angelini vd. (2012:3) makro ihtiyati politikaların öncelikli hedefini, finansal risklerde oluşacak birikimi sınırlandırmak ve finansal çöküntülerin meydana gelme ihtimalini ve muhtemel finansal çöküntülerin etkilerini hafifletmek olarak ifade etmiştir.

Portes (2014:54) yabancı sermaye hareketlerinin sınırlanması yolu ile küresel finansal dalgalanmalardan korunabileceğini belirtmiştir.

Kiley ve Sim (2017) para ve makro ihtiyati politikaların etkileşimini inceleyen genel denge çalışmasında, para politikasının finansal şoklara karşı kısmen başarılı olduğunu, konjonktür karşıtı makro ihtiyati politika araçlarının ise refah arttırıcı bir etkisinin olduğunu bulmuştur.

Klingelhöfer ve Sun (2017) tarafından VAR modeli kullanılarak Çin ekonomisi için yapılan tahminde; para politikasının hem iş hem kredi çevrimlerinde, makro ihtiyati politikaların ise sadece krediler üzerinde etkili olduğu sonuçlarına ulaşmıştır. Çalışmaya göre makro ihtiyati politikaların finansal istikrar için tek başına kullanılabileceği gibi, parasal gevşemenin getireceği kırılmalıklardan sakınılması amacı ile para politikasını tamamlayıcı olarak da

kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. İki politikanın birlikte kullanımının Merkez Bankasının hem makroekonomik hem de finansal istikrar amaçlarını sağlamasını kolaylaştıracadığı belirtilmiştir.

Yılmaz (2017) tarafından 12 gelişmiş, 29 gelişmekte olan ÷lke için makro ihtiyati araçların finansal istikrara olan etkisi, ÷lkelerin makro ihtiyati politika endeksi ile finansal istikrar endeksleri oluşturularak dinamik panel veri analizi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda finansal istikrar endeksinin makro ihtiyati politika endeksi ile pozitif etkileşim içerisinde olduğu, makro ihtiyati politikaların t÷m ÷lkeler ve gelişmekte olan ÷lke gruplarında finansal istikrarı pozitif y÷nde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kara (2018) tarafından 2010-2016 d÷nemi T÷rkiye ekonomisi için VAR modeli ile analizde TCMB'nin uyguladığı makro ihtiyati para politikası araçlarının finansal istikrar üzerinde, faiz koridoru, zorunlu rezervler, rezerv opsiyon mekanizması, aktif likidite y÷netimi politika araçlarının bir arada kullanılmasının finansal istikrara pozitif katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.



3. FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Bu bölümde öncelikle finansal istikrar ve finansal istikrarsızlık kavramları, finansal istikrara yönelik yaklaşımlar, finansal istikrarı tehdit eden unsurlar ve önemli risk türleri üzerinde durulmuş, ardından çalışmanın ana konusu olan Türkiye Ekonomisinde uygulanan ihtiyati politikalar incelenmiş ve TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde uyguladığı makro ihtiyati araçlar ve parasal aktarım mekanizmasının değerlendirilmesi sunulmuştur.

3.1. Finansal İstikrar Kavramı

Finansal istikrar, 1980 küreselleşme yıllarından bu yana ve 2008 küresel krizinden sonra gittikçe önem kazanan ve tanımı üzerinde geniş çapta görüş birliği bulunmayan bir kavramdır. Fiyat istikrarı için düşük ve sürdürülebilir enflasyon varlığı operasyonel anlamda kavramı tanımlayabiliyorken, finansal istikrar unsurlarının kompleks oluşu finansal istikrar üzerinde kavramsal birliği sağlamayı zorlaştırmaktadır.

Finansal istikrar kavramının tanımlanmasındaki güçlüklerin önde gelen nedenlerinden biri finansal istikrar konusundaki gelişmeleri tek bir hedef değişken, gösterge ile açıklamanın zorluğudur. Bir diğer neden ise kavramın çok geniş kapsamlı olması ve finansal istikrar konusundaki politika amaçlarının esneklik ve etkinlik konusunda değiş tokuş (trade off) içermesidir (Darıcı, 2012:3).

Schoemaker (2011) çalışmasında para politikasındaki klasik üçlü açmazı (trilemma)¹⁰ finansal istikrar için uygulamıştır. Finansal üçlü açmaza göre; finansal bütünleşme, ulusal finansal politika ve finansal istikrarın üçünü birden sağlamak mümkün değildir. Çalışmada kurulan modelde finansal bütünleşme arttıkça ulusal finansal politikanın istikrarlı bir finansal sistem üretemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Schinasi (2004:8), finansal istikrar konusunda yapmış olduğu çalışmada finansal istikrarı finansal sistemin;

“Ekonomik kaynakların geniş ve özellikle zamanlar arası bir şekilde etkin dağılımını ve servet birikimi, ekonomik büyüme, sosyal refah gibi ekonomik süreçlerin etkinliğini kolaylaştırma, finansal riskleri fiyatlama, tahsis etme ve yönetme ve dışsal

¹⁰ Trilemma: Mundell-Fleming modeline göre sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide sabit döviz kuru rejimi uygulanırken bağımsız bir para politikasının kullanılması mümkün olmamaktadır. Dolayısı ile bir ekonomide parasal bağımsızlık, döviz kuru istikrarı ve finansal piyasaların uluslararası entegrasyonu hedeflerinin üçünün birden başarılması mümkün olmayıp, bu hedeflerden birinin bırakılması gerekmektedir (Pınar ve Erdal, 2008:69).

şoklar veya ekonomik dengesizlikler karşısında kendini düzeltme mekanizması ile bu kilit fonksiyonları sürdürme kabiliyeti”

olarak tanımlamıştır.

Finansal istikrar, finansal istikrarsızlığın tersi olarak da tanımlanmaktadır, finansal istikrarsızlık ise normal boyutlu şoklara cevaben finansal zorluk/kriz gibi sonuçların ortaya çıkması için yeterli olan şartlar bütünü olarak ifade edilmektedir. (Borio ve Drehman, 2009:4).

Küresel kriz sonrası finansal istikrar çoğu kez, post Keynesyen düşünür Hyman Minsky'nin “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi” çerçevesinden değerlendirilmiştir. Minsky (1975)'e göre finansal istikrarsızlığın temel nedeni yatırımcıların finansal sistemde yeterli kaynaklara ulaşamasa bile kar fırsatlarını kaçırmamak için yüksek oranda borçlanarak yatırım yapmaları ve bunun sonucunda ülke ekonomilerinde başlangıçta borçlanma ile meydana gelen yatırım artışı ile genişleme döneminin yaşanması fakat ardından aşırı borçlanmanın getirdiği geri ödeme sorunları ve daralma aşamasının kaçınılmaz olmasıdır.

Başka bir perspektifte ise finansal istikrar ve istikrarsızlık kavramları “küresel kamu malı”¹¹ olarak nitelendirilmektedir. Finansal istikrara yönelik ilk kamu malı tanımlaması ise Crockett (1997) tarafından şu şekilde ifade edilmiştir: “Finansal istikrar, tüketicilerin (finansal hizmetleri kullananlar) diğerlerini istikrardan faydalanmasından yoksun bırakamayacağı kamusal bir maldır.”

Bu bağlamda finansal istikrar veya istikrarsızlığın ülke sınırlarını aşarak yayılma eğiliminde olması, finansal istikrarın sosyal refah amacı gütmesi, faydasından kimsenin dışlanamaması, finansal istikrarsızlıkların ise ülkeler arası negatif dışsallık yaratıyor olması, istikrarın sağlanmasında ulusal düzeyde kamu müdahalesi, uluslararası düzeyde ülkeler arası iş birliği ihtiyacı gibi durumlar finansal istikrar/istikrarsızlığa küresel bir kamu malı niteliği kazandırmaktadır (Göker, 2009). Son yaşanan 2008 küresel krizi de bu durumun en iyi örneklerinden biri olmuştur.

Küresel krizde finansal istikrarın rolü daha iyi anlaşılmıştır. Kriz öncesi dönemde gelişmiş ülkelerde uygulanan fiyat istikrarı odaklı politikalar enflasyonu düşük tutsa da kredi hacmindeki artışlar ile varlık fiyatlarının yukarı yönlü hareketlenmesine ve borçluluk oranlarının artmasına mani olamamış ve artan risk iştahı ile birlikte varlık yükümlülük

¹¹ Küresel Kamu Malı (KKM) malın kamu malının tüketimde rekabetinin olmaması, bireylerin bu malı tüketimden alıkonulmaması özelliklerinin yanı sıra faydasının birden fazla ülkeye, gelecek nesillere aktarılabilir olması ifade etmektedir (Göker, 2009:8).

dengesinin bozulması, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yarattığı belirsizlikler, merkez bankalarının ana amacı olan fiyat istikrarını temin etmenin yanı sıra ikincil amacının finansal istikrarı sağlama ve sürdürme olmasını sağlamıştır.

Buna göre merkez bankaları finansal risklerin arttığı dönemlerde ödemeler sistemini etkin bir şekilde yönetme, likiditeye yönelik gerekli düzenlemeleri sağlama, bankacılık ve finans sisteminin diğer kurumlar ile iş birliği içerisinde denetim ve gözetimini yapma, finansal sistemin istikrarını sağlama ve sürdürmeye yönelik temel fonksiyonları üstlenmektedirler. Bu nedendir ki stabil bir finansal sistem, etkin parasal aktarım mekanizması ve düzgün işleyen ödemeler sistemi finansal istikrar için temel koşuldur.

3.1.1. Finansal Sistem ve Unsurları

Sağlıklı bir finansal sistem büyüme ve kalkınmanın destekleyicisidir. OECD sözlüğüne¹² göre; “Finansal sistem: yatırımlar, ödeme sistemleri ve ticari aktivitelerin finansmanı için fon mobilizasyonu ve imkanlar sağlayan kurumlar ve piyasaların etkileşimde olduğu kompleks bir sistem bütünüdür”.

Finansal sistemin temel unsurları ise ekonomide *fon talep edenler*, *fon arz edenler*, *finansal araçlar*, *finansal araçlar* ve *yasal düzenlemeler* olarak kategorize edilmektedir.

Unsurlardan birinin işlevini yerine getirememesi finansal sistemin riske girmesi ve istikrarsızlığın oluşması için yeterli olmaktadır. Finansal sistem güvenin tesis edilmesinde, belirsizliklerin azalmasında ve risklerin fiyata dâhil edilmesinde etkinlik sağlamaktadır (Darıcı, 2012:2).

Crockett (2011) finansal sistemi piyasa ekonomisinin merkezi sinir sistemine benzetmiştir. Buna göre finansal sistem, etkin çalışması için gerekli olan birbirinden ayrı ve bağımsız birçok unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan temel üç tanesi ise şu şekilde belirtilmiştir:

- Aracılar: Banka ve sigorta şirketleri,
- Menkul kıymet piyasası: Eşit-sabit getirili varlıkların, yabancı paraların, malların ve türev sözleşmelerin değiştirildiği piyasa,
- Altyapı: Aracılar ve piyasaların etkin iletişimi için gerekli olan varlık değişimi, ödemeler sistemi ve anlaşmalar.

¹² <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6189>

Bu üç unsur da kaçınılmaz bir şekilde birbirleri ile bağlantılıdır. Şöyle ki araçlar alacakların güvenli bir şekilde değişimi için altyapıya ve aracılık faaliyetlerinden doğacak riskleri önleyecek piyasaya ihtiyaç duyarlar. Piyasalar da ancak güçlü kuruluşlar likidite sağlayabiliyor ve bilgi sağlayıcılar etkin fiyatlandırma sürecini destekliyor ise verimli bir şekilde çalışabilmektedir.

Schmidt ve Tyrell (2003) yapmış oldukları çalışmada finansal sistem için kullanılan dört yaklaşımı incelemişlerdir. Bu yaklaşımlar “kurumsal yaklaşım”, “aracı yaklaşım”, “fonksiyonel yaklaşım” ve “sistemik yaklaşım” dır. Her bir yaklaşım farklı perspektiflerden finansal sistemi ve unsurlarını incelemeye almıştır. Kısaca dört yaklaşımın temel çerçevesi şöyledir:

Kurumsal yaklaşım

Kurumsal yaklaşım; banka, sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları, finansal piyasalar ve Merkez Bankası sistemi üzerine odaklanmaktadır. Genellikle, bu yaklaşımı izleyen çalışmalarda finansal sektörün bütünü oluşturulan bu kuruluşların tanımlanması ve sınıflandırılması, değerlendirilmesi gibi konular üzerinde durulmaktadır. Kurumsal yaklaşımda Bankacılık sisteminin rekabet derecesinin değerlendirilmesi, finansal piyasalarda fiyat belirleme mekanizmasının şeffaflığı, düzenleme ve gözlem kalitesi gibi daha mikro bazda çalışmalar gerçekleştirilmektedir.

Aracı yaklaşım

Aracı yaklaşım, finansal sektörü bankalar ve diğer aracı kuruluşların bir kompozisyonu olarak değerlendirir. Temelleri Gurley ve Shaw (1960)' un çalışmasına kadar uzanan aracı yaklaşımın odak noktası fonların nasıl yatırımcılara aktarıldığı, kaynakların transferinde hangi banka ve diğer finansal araçların rol aldığı analiz edilmesidir.

Bu yaklaşıma göre araçlar “harcama fazlası olan” yani belirli bir periyotta tüketebileceği ve yatırım için ayırabileceğinden daha fazla geliri olanlar ile “harcama açığı olan” mevcut gelirinden daha fazla tüketim yapma talebi olan birimler arasında gidip gelmektedir. Kısacası “harcama fazlası olan” kısım tasarruf yapan kitleyi yani hane halklarını ifade ederken, “harcama açığı olan” kısım ise yatırımcılar ve firmaları ifade etmektedir. Araçlar da tasarruf sahiplerinden mevduat kabul eder ve yatırımcılara kredi ve kaynak sağlar.

Fonksiyonel yaklaşım

Kurumsal yaklaşımın finansal sistemin kurumsal yapısının zamanla nasıl ve neden değişebileceğine dair tam bir açıklama sağlayamayışı çeşitli araştırmacıları fonksiyonel yaklaşım kavramını oluşturmaya yöneltmiştir.

Merton ve Bodie (1995) değişen finansal sistemin ekonomik fonksiyonlarına odaklanmanın öneminden bahsetmiş ve literatürde ilk defa fonksiyonel yaklaşımın önemine değinmişlerdir. Her finansal sistemin yerine getirmesi gereken, kaynak transferi, riskin paylaşılması, bilgi akışının sağlanması gibi belirli işlevleri vardır. Merton ve Bodie (1995) 'nin bu çalışmasının arkasındaki ana fikir de kurumsal düzenlemelerin zaman ve mekâna göre değişebilecek olmasına rağmen, finansal sistemin temel işlevlerinin hemen hemen her bölge veya ülkede benzer ve stabil olması dolayısı ile finansal sistem ele alınırken fonksiyonel yaklaşımın tercih edilmesi gerekliliğidir.

Sistemik yaklaşım

Finansal sistemi incelemeye yönelik dördüncü yaklaşım ise finansal sistem ve zaman içindeki gelişimini, onun mekanizması, istikrarı ve verimliliğinin neye bağlı olduğunu inceleyen sistemik yaklaşımdır (Schmidt ve Hryckiewicz, 2006).

Schmidt ve Hryckiewicz (2006) yapmış olduğu çalışmalarda sistemik perspektifte finansal sistemi *tamamlayıcılık* ve *tutarlılık* kavramları üzerinden değerlendirmiştir. Tamamlayıcılık kısaca finansal sistemin farklı unsurlarının birbirileri üzerindeki karşılıklı pozitif etkilerini güçlendirmesi ve negatif etkilerini ise elimine etmesi olarak tanımlanmıştır. Tamamlayıcılık, finansal sistemin ana unsurlarının birlikte uyumlu olması durumunda ekonomik faydanın ortaya çıkacağını savunur. Bir sistemin tutarlı olması ise tamamlayıcılığın potansiyelinden tüm unsurları ile faydalanabilmesi demektir.

Finansal sistemin ana unsuru olan bankalar ve sermaye piyasaları arasındaki uyumsuzluk durumunda ise ortaya çıkan refah kaybı ihtimalinin ise tutarlılığın tekrar sağlanması ile giderilebileceği düşünülmektedir. Bu açıdan tutarlı ve tutarsız finansal sistemler arasında oluşabilecek refah farklılıkları da en az finansal sistemin unsurlarının birbiri ile sağlıklı çalışması kadar önemli bir olgudur.

3.1.2. Finansal İstikrar Kurulu

Finansal İstikrar Kurulu (FSB), 2009 yılında tüm G20 ülkelerinin finansal temsilcilerinin de kurula üye olması ile daha önce sadece G7 ülkelerinin finansal temsilcilerinden oluşan ve 1999 yılından itibaren faaliyet gösteren Finansal İstikrar Forumu'nun yerini almıştır.

FSB, küresel finansal sistemi izleyen ve sistemin kırılganlıklarının tespitini yapan ve bu kırılganlıkların hafifletilmesine ilişkin tavsiyelerde bulunan uluslararası bir kurumdur. FSB özellikle küresel kriz sonrasında makro ihtiyati politikaların hayat geçirilmesi, piyasa gelişmelerinin ve düzenleyici standartların izlenmesi ve iyileştirilmesi, finansal istikrardan sorumlu otoriteler arasında koordinasyon ve bilgi akışının sağlanması gibi konularda görev almak üzere kurulmuştur.

Dinçer ve Eichengreen (2012), Merkez Bankası bünyesinde yer almayan finansal istikrardan sorumlu bağımsız kurumların ekonomide yer almasının, hem Merkez Bankasının fiyat istikrarını sürdürmede hem de bağımsız denetim ve gözetim kurumunun finansal istikrarı sağlamada daha başarılı bir kurumsal yapılanma olduğunu belirtmektedir.

Türkiye'de ise benzeri bir kuruluş, küresel kriz sonrasında meydana gelen gereksinimlerin karşılanması, sistemik risklerin belirlenmesi ve bu risklerin azaltılması için gereken makro ihtiyati finansal politikaların uygulanması yolunda ilk adım olarak 8 Haziran 2011 yılında Finansal İstikrar Komitesi adı altında kurulmuştur. 4059 sayılı kanuna ek düzenlemelerle 18 Ocak 2019 tarihinde adı "Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi"¹³ olarak değiştirilmiştir.

Bu kapsamda kurulan Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesinin (FİKKO) görevleri ise;

- Finansal istikrar ve güvenliği tehdit edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, etkin bir şekilde izlenmesi ve yönetilmesi için alınabilecek tedbirlerin tespit edilmesi,
- Sürdürülebilir kalkınmanın desteklenmesi amacı ile finansal kaynakların reel sektöre etkin bir şekilde dağıtılmasının sağlanması,
- Finansal sektörün sağlıklı gelişiminin sağlanması,
- Sistemik risklerin gerçekleşmesi durumunda uygulanacak kriz yönetim planlarının oluşturulması,

olarak belirlenmiştir.

¹³ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/01/20190118-1.htm>

3.1.3. Finansal İstikrarı Bozan Nedenler

1990'lı yıllardan bu yana yaşanan hızlı küreselleşme ve finansal serbestleşme ile ülkeler arası ticaretin ve sermaye akışının hız kazanması hem finansal sistemin gelişmesine hem de ülkelerin finans piyasalarının entegre olmasına yol açmıştır. Finansal piyasalar kanalı ile küresel sisteme bütünleşmiş bir ekonomideki makroekonomik şartlarda yaşanan ani bir değişiklik, son yaşanan küresel krizde olduğu gibi uluslararası nitelik taşıyan finansal istikrasızlıklar yaratabilmektedir.

Houben, Kakes ve Schinasi (2004) yapmış oldukları çalışmada finansal istikrar için risk oluşturan unsurları içsel (kurumsal bazlı, piyasa bazlı, altyapı kaynaklı) ve dışsal olmak üzere iki ana kategoriye ayırmıştır. Bu unsurlar tablo 3.1. de detaylandırılmıştır.

Kurumsal Bazlı Riskler	Altyapı Kaynaklı Riskler
<ul style="list-style-type: none">• Finansal Riskler<ul style="list-style-type: none">○ Kredi○ Piyasa○ Likidite○ Döviz○ Faiz• Operasyonel Riskler• Bilgi Teknolojileri Zayıflıkları• Yasal Yapıdan Kaynaklı Riskler• İtibar Riski• İş Stratejisi Riski• Sermaye Yetersizliği Riski	<ul style="list-style-type: none">• Ödeme Sistemleri ve Takas İşlemlerinden Kaynaklı Riskler• Yapısal Kırılganlıklar<ul style="list-style-type: none">○ Yasal Düzenleme Yetersizlikleri○ Denetim ve Gözetim Yetersizliği○ Muhasebe Standartları Etkinsizliği• Domino Etkisi
Piyasa Bazlı Riskler <ul style="list-style-type: none">• Sözleşme Kaynaklı Karşı Taraf Riski• Varlık Fiyatında Oynaklıklar• Kredi ve Likiditede Yaşanan Sıkışıklıklar• Bulaşıcılık Etkisi	Dışsal Faktörler <ul style="list-style-type: none">• Makroekonomik Görünümün Bozulması• Ekonomi Politika Etkinsizliği• Doğal Afet• Politik Sorunlar• Büyük Ölçekli İşletme Başarısızlıkları

Tablo 3.1. Finansal istikrarı tehdit eden unsurlar

Kaynak: (Houben vd., 2004:19)

Tablo 3.1. de yer alan bu faktörlerden küresel krize davetiye çıkaran ve küresel finansal istikrarı tehdit etmiş olan başlıca unsurların; finansal riskler, denetim ve gözetim yetersizliği,

büyük ölçekli işletme başarısızlıkları, varlık fiyatı değişimleri, kredi ve likidite sıkışıklıkları ve bulaşıcılık etkisi olduğunu söyleyebiliriz.

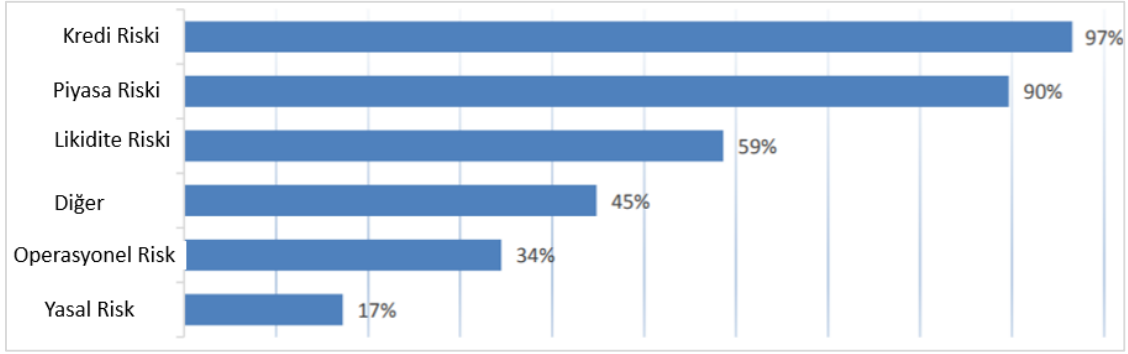
Yüksek kaldıraç oranları, sermaye azlığı ve yetersiz likidite tamponları ile birçok banka küresel kriz karşısında risklere karşı savunmasız kalmıştır. Küresel kriz, tüm bu risk unsurlarının gözden geçirilmesi finansal mimarinin yeniden şekillendirilmesini zorunlu kılmıştır. Bu nedenle Basel III, yeni standartlar, araçlar ve uygulamalar geliştirmiştir.

Likidite ve risk noktalarında Basel II düzenlemelerinin yeterliliğinin sorgulanmaya başlanması, Basel III kriterlerinin gerekliliğini gündeme getirmiş ve 2010 yılında Basel III kriterleri devreye alınmıştır. Basel III kriterleri ile bankalar mikro ihtiyati düzenlemeler ve konjonktür karşıtı makro ihtiyati araç ve ölçümler ile güçlendirilmeye çalışılmıştır.

Basel III'ün iki temel öncelikli amacı bulunmaktadır; Bunlardan ilki bankaların sermayelerini güçlendirmek ve likidite düzenlemeleri ile daha sağlam hale getirmek, ikincisi ise sistemik riskleri minimize ederek bankaların finansal çalkantılarda ayakta kalma kabiliyetini geliştirmektir (Mawutor, 2014).

Risk finansal sistem için her zaman önemli bir kavram olmuştur. Özellikle bankalar kayıplarını minimize, getirilerini ise maksimize etmek için finansal istikrarı bozucu risk faktörlerini yönetebilmelidirler. Makro ihtiyati analizler kapsamında bankalar, denetleyici kuruluşlar ve merkez bankaları kısaca “otoriteler” finansal istikrarı bozucu sistemik risklere karşı finansal sistemin güçlü ve kırılabilir noktalarının izlenmesi ve değerlendirilmesi amacı ile stres testi¹⁴ ölçümleri yapmaktadırlar. Stres testi senaryolarında en sık ölçümlenen belirli risk türleri BIS (2017) tarafından yayımlanan çalışmada şekil 3.1. de yer aldığı gibi belirtilmiştir.

¹⁴ Stres testi, bir ekonomi, sektör ya da portföy için aşırı, ancak imkansız olmayan piyasa koşullarında oluşacak riskleri karşılama düzeyinin ölçülmesi için, olağandışı piyasa koşullarını yansıtan parametrelerin, varsayımların ve senaryolar bütünüünün kullanılan modellerine uygulanarak ölçülüp analiz edilmesidir.



Şekil 3.1. Otoriteler tarafından stres testi çerçevesinde ölçümlenen risk türleri (%)
Kaynak: (BIS, 2017:29)

Çalışmaya göre otoritelerin %97'sinin kredi, %90'nın piyasa riskini, %59'nun ise likidite riskini stres testlerine dahil ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Geriye kalan dağılımı ise operasyonel, yasal ve diğer riskler oluşturmaktadır.

Aşağıdaki alt bölüm başlıklarında ise gelişmekte olan ülkeler için önemli bir risk faktörü olan sermaye akımlarını ve yukarıda belirtilen önemli risk türleri incelenmektedir.

3.1.3.1. Sermaye akımları

Uluslararası sermayenin hareketliliği, finansal piyasalara ve kambiyo işlemlerine uygulanan liberalizasyon politikaları sonucu 1990'lı yıllardan bu yana giderek artış göstermiştir. Bunun neticesi olarak gelişmekte olan ülkeler gittikçe artan sermaye akımlarına maruz kalmıştır (Berument ve diğerleri, 2015).

Sermaye akımları, ülke ekonomileri üzerinde hem pozitif hem de negatif sonuçlar doğurabilmektedir. Pozitif etkisi istihdam ve büyümeye sağladığı katkı iken negatif etkisi ise kredilerde ve borçluluk oranlarında artış, vade ve değer uyumsuzluğu gibi sonuçlardır (Beirne ve Friedrich, 2014:2).

Sermaye akımlarındaki dalgalanma, merkez bankalarının döviz kuru, enflasyon ve parasal büyüme gibi hedeflenen para politikası değişkenlerinde de değişimlere yol açmaktadır. Kalkınma politikalarını uluslararası sermayeyi çekmeye yönelik oluşturan bazı gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarında yaşanan ani tersine dönüşler ile derin krizler ve ekonomik küçülme ile karşı karşıya kalmıştır (Calvo, 1998).

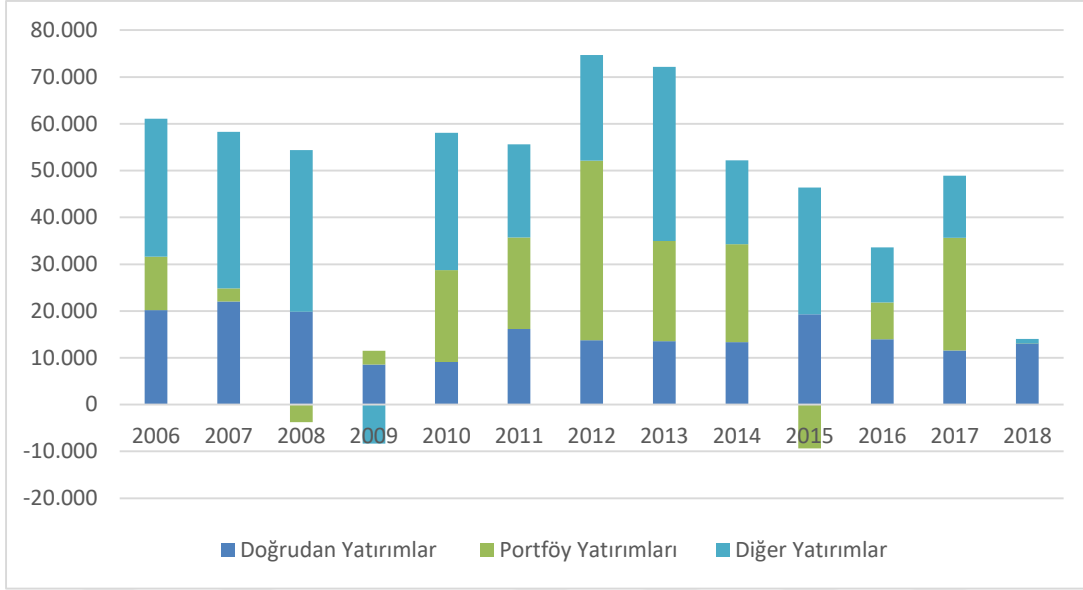
2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren küresel krizin derinleşmesiyle gelişmekte olan ülkelerde büyük ölçüde yabancı sermaye çıkışları yaşanmıştır. Net sermaye akımlarındaki azalmanın etkisi ile daralan likidite karşısında gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan

geleneksel olmayan niceliksel gevşeme, negatif faiz oranı gibi politikalar global likiditeyi arttırmış ve faiz oranlarını düşürmüştür. Bu noktada gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli riskli ve volatil sermaye akımları finansal istikrar için risk oluşturmaya başlamıştır.

Sermaye akımları, eğer doğru zamanda etkin bir şekilde yönetilemezse ulusal paranın gittikçe değer kazanmasına, varlık fiyatlarında artışa ve kredi verme koşullarında gevşemeye neden olarak ödemeler dengesi risklerini geliştirebilir. Bu kırılganlık sermaye akımlarının ani duruş ihtimalini tetikleyerek kredi ve çıktıda büyük ölçekli bir daralmaya yol açmaktadır (Fendoğlu, 2017:3).

Uluslararası sermaye akımları *doğrudan yabancı sermaye yatırımları*, *portföy yatırımları* ve *diğer yatırımlar* olmak üzere üçe ayrılır. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar tahvil ve hisse senedi gibi enstrümanları aracılığı ile ülkeye girdiği için finansal yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise üretime yönelik olarak gerçekleştirilen yatırımlardır (Emir ve Bank, 2009). Portföy yatırımlarında yatırımcının daha kısa vadeli ve geçici hedefleri bulunmaktadır. Bu nedenle portföy yatırımlarından ziyade özellikle gelişmekte olan bir ülke için önemli olan doğrudan yatırım seviyesidir.

Şekil 3.2. de Ödemeler dengesi finans hesabı ana başlıkları itibariyle bakıldığında, küresel krizden sonra doğrudan yatırımların yatay seyrini koruduğu görülmektedir. Portföy yatırımlarının ise küresel kriz öncesi dalgalı bir seyir izlerken, küresel kriz sonrası dönemde görece faiz getirilerinin yüksek seviyesi nedeniyle yükseldiği ve 2010-2014 dönem aralığında ise gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye girişlerinin bir yansıması olan portföy yatırımı yükümlülük kalemi kaynaklı girişlerin arttığı görülmektedir. Diğer yatırım girişlerinde ise bankacılık sektörü kaynaklı kredi girişlerinin azalması neticesinde düşüş eğiliminin devam ettiği görülmektedir.



Şekil 3.2. Finans hesabı alt kalemleri-yükümlülükler (2000-2018)

Kaynak: TCMB EVDS

Ülkemiz uluslararası yatırım kompozisyonu incelendiğinde ise ülkemize gelen sermaye akımlarının ağırlıklı olarak diğer yatırımlar ve portföy yatırımlarından oluştuğunu, doğrudan yatırımların ise yıllara göre artış gösterse de portföy ve diğer yatırımlarının gerisinde kaldığı görülmektedir. 2019 üçüncü çeyreği verilerine göre; Doğrudan yatırımlar 157,4 milyar, portföy yatırımları 138 milyar, diğer yatırımlar ise 303,778 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam yatırımlar içerisinde doğrudan yatırımların payı yaklaşık olarak %26 oranında gerçekleşmiştir.

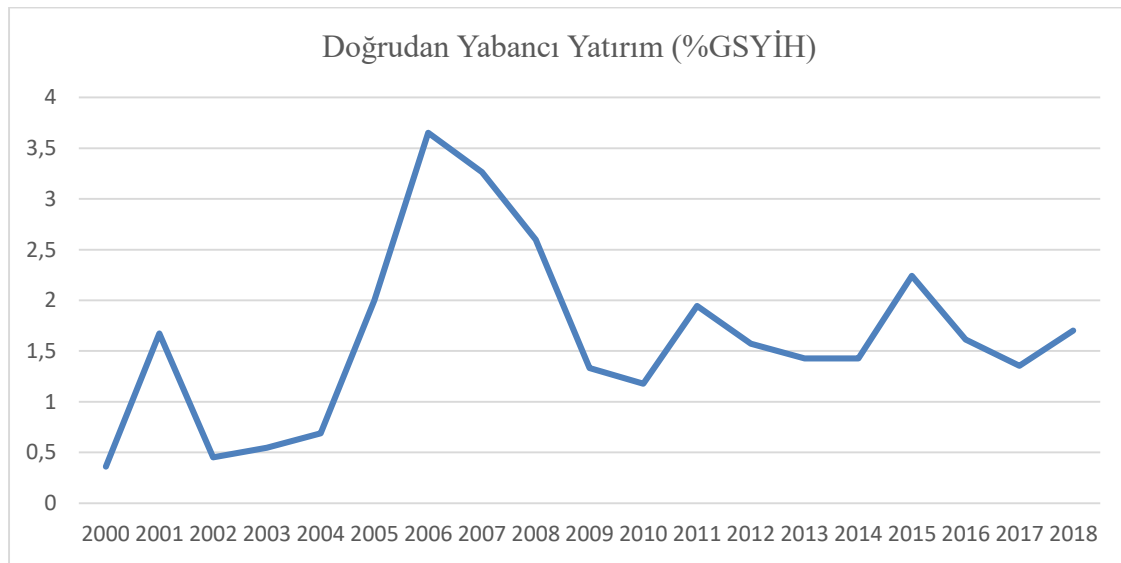
Gelişmekte olan ülkeler için sermaye akımlarının en önemli bileşeni doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, hem yabancı yatırımcıların ülke içinde yeni şirket kurması biçiminde uzun süreli ticari fayda elde etmek amacı ile hem de yurtiçinde yerleşik bir işletmenin en az %10'luk hissesini satın alma veya yönetimde aynı oranda söz sahibi olma, ulusal bir şirketle birleşme veya özelleştirme yoluyla KİT'leri satın alma şeklinde gerçekleşebilmektedir (Gülmez, 2015).

Doğrudan yabancı yatırımlar istikrarlı büyüme ve kalkınma, güçlü sanayileşme için ve iç tasarrufu düşük olan ülkelerde sermaye oluşumunun büyük bir kısmına kaynak teşkil etmesi açısından önemli bir gelişme kanalıdır.

Şekil 3.3. de doğrudan yabancı yatırımların (DYY) ülkemiz GSYH'ye oransal gelişimi yer almaktadır. Son on yıllık DYY verileri incelendiğinde, DYY'nin 2007 yılından bu yana ivme kaybettiği görülmektedir. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD)

verilerine göre 2009 yılında ülkemize gelen yabancı sermaye akımı son on beş yılın en düşük seviyesinde, 8.558 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 3.3. de 2017’de DYY’nin GSYH’nin %1-1,5’u civarında oldukça düşük seviyede seyrettiğini, 2018 den itibaren biraz daha toparlanma eğiliminde olduğu görülmektedir. World Development Indicators verilerine göre Türkiye’nin de içinde bulunduğu “kırılgan beşliden”¹⁵ biri olan Brezilya’da ise DYY, GSYH’nin %3-3,5’u oranındadır. Yükselen piyasa ekonomileri arasında yer alan ülkemiz için %1’lik bir oranın oldukça düşük olduğu söylenebilir.



Şekil 3.3. Doğrudan yabancı yatırım oranları % GSYİH (2000-2018)

Kaynak: World Development Indicators (data.worldbank.org)

Berument ve diğerleri (2015) yapmış olduğu çalışmada, sermaye akımlarının farklı bileşenlerinin farklı dalgalanmalara sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmaya göre doğrudan yabancı yatırımların dalgalanmasının en düşük, portföy yatırımlarının ise en yüksek olduğu görülmüştür.

Portföy yatırımları global riskteki değişimlere ve konjonktür dalgalanmalarına daha duyarlı eğilim göstermektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise faiz yükümlülüğüne yol açmaması, teknoloji ve bilgi transferi sağlaması açısından nispeten daha istikrarlı bir sermaye bileşenidir (Cengiz ve Karacan, 2015).

¹⁵ Yüksek enflasyon, zayıf büyüme, yüksek dış açık ve sıcak paraya olan yüksek bağımlılık nedeni ile Türkiye’nin de arasında bulunduğu, Hindistan, Endonezya, Brezilya ve Güney Afrika ülkeleri kredi derecelendirme kuruluşları ve ekonomik otoriteler tarafından kırılgan beşli olarak tanımlanmaktadır.

3.1.3.2. Sistemik risk

Sistemik risk ekonomik anlamda küresel kriz boyunca ve krizin ardından önem kazanan bir kavram olmuştur. Mikro seviyedeki bir finansal kurumda (banka, sigorta şirketi vb.) yaşanacak bir sorunun domino etkisi ile tüm ekonomiye sirayet etmesinin ardında yatan olgu, sistemik risktir.

Sistemik risk, geleneksel olarak finansal sistem içerisindeki şokların yayılmasından kaynaklanan bir risk türü olarak tanımlanmaktadır (Hellwig, 2009). Küresel kriz, finansal dünyanın nasıl birbiri ile karşılıklı bağlantıda olduğunu göstermiştir. Amerika’da yaşanan bir şokun (subprime mortgage) dünya geneli kurum ve piyasaların istikrarı üzerinde ne derece önemli olduğu küresel finansal krizde tecrübe edilmiştir. Bu tecrübe ile bankacılık sisteminin ve sistemik öneme sahip diğer finansal kuruluşların ekonomik şoklara karşı dirençli ve daha az kırılabilir hale getirilmesi ve sistemik risk kaynaklı zararların önlenmesi ve sistemik istikrarın sağlanması gerektiğinin önemi anlaşılmıştır.

İngiltere Bankası baş ekonomisti Haldane (2014) küresel finansal krize atıfta bulunarak sistemik istikrarın önemini şu şekilde belirtmiştir:

“Küresel Finansal kriz, bankaların bireysel olarak güvende olmasının sistemik istikrar için yeter ve gerek koşul olmadığını göstermiştir. Gerek koşul değildir çünkü iyi işleyen bir finansal sistemde bankalar başarısız olabilir yeter koşul değildir çünkü bütünleşmiş bir sistemde zincir onun en zayıf halkası kadar güçlüdür.”

Tanımdan da anlaşılacağı üzere bir finansal sistemin sağlamlığı onu oluşturan unsurların tek başına güvende olması ile değil bir bütün olarak sağlıklı olması ile mümkündür.

ECB (2009) tarafından sistemik risk; asimetrik bilgi, dışsallıklar, eksik piyasa ve sistemik istikrarın kamu malı özelliği göstermesi gibi çeşitli “piyasa başarısızlıkları” bütünü olarak da nitelendirilmektedir. Allen ve Carletti (2012) çalışmasında sistemik riske yol açan piyasa başarısızlıklarını şu şekilde belirtmiştir: Banka panikleri, varlık fiyatı düşüşlerine bağlı bankacılık krizleri, bulaşma etkisi, bankacılık sistemi döviz kuru uyumsuzlukları, sistemik likidite riski.

Smaga (2014:6) tarafından yapılan çalışmada ise sistemik risk; Makro şoklar, iflas zincirleri ve yeniden değerlendirme başarısızlıkları olarak üç genel tipte incelenmektedir:

- *Makro şok*: Finansal sistemin fonksiyonlarını yerine getirmesine engel olan negatif dışsallıklardır.

- *İflas zincirleri*: Riskin yayılarak ilintili kuruluşlarda da kayba neden olmasıdır. Bir diğer ifade ile bulaşıcılık (contagion) etkisidir.
- *Yeniden değerlendirme başarısızlığı*: Asimetrik bilgiyi baz alır ve riske maruz kalan kurumlar ve risk farklılaştırılmasının sınırlı olması arasındaki korelasyon olarak tanımlanır.

Sistemik risk hem makro hem de mikro boyuta sahiptir. Makro sistemik riskler, finansal sistemin birikmiş risklere maruz kalması sonucu ortaya çıkar. Mikro sistemik risk ise bir finansal kurumdaki bozulmanın (Örneğin: SIFI'lerde yaşanan finansal işlevsizlik) tüm finansal sisteme olan negatif etkisi neticesinde ortaya çıkmaktadır. Her iki boyutta birbirileri ile yakından ilişkilidir (Smaga, 2014:5).

SIFI'ler ahlaki risk tartışmalarını da gündeme getirmiştir. Batmayacak kadar büyük¹⁶ olarak görülen bu kuruluşlar kriz öncesinde yeterli piyasa düzenlemesi olmaksızın rekabet avantajı sağlamak için aşırı risk almışlardır. Kriz sonrası bu kuruluşların kurtarma operasyonunda uygulanan geniş çaplı devlet desteğinin getirdiği yüksek maliyetler ise potansiyel olarak ahlaki riski arttırmıştır (Karadağ, 2015). Finansal krizin ardından, ahlaki risk ve sistemik risk problemlerini azaltmak ve piyasa disiplini güçlendirmek için sistemin tekil unsurlarının sağlamlığını gözeten mikro riskleri azaltıcı politikaların tamamlayıcısı olarak sistemin tümünü gözeten makro riskleri azaltıcı politikaların bir arada değerlendirilmesi gerektiği anlaşılmıştır.

Acharya ve diğerleri (2010) tarafından yapılan çalışmada sistemik risk kısaca “finansal sektörde birikmiş sermaye yetersizliği” olarak tanımlanmıştır. Bu nedenle sermaye gereksinimlerinin belirlenmesi oldukça önemlidir ve Basel III ile banka sermayelerinin niteliği ve niceliğinin artırılması ve ekonominin konjonktürüne göre sermaye yeterliliği rasyosunun düzenlenmesi ve sermaye tamponlarının oluşturulması ile sistemik riske karşı finansal sistemin sağlam kılınması hedeflenmiştir.

Sistemik riskin değerlendirilmesi ve ekonomi otoritelerince gerekli önlemlerin alınabilmesi için ölçümlenebilmesi de oldukça önemlidir. ECB (2010) sistemik riskin ölçülmesi ve değerlendirilmesinde kullanılabilecek modelleri dört başlıkta kategorize etmiştir, bunlar:

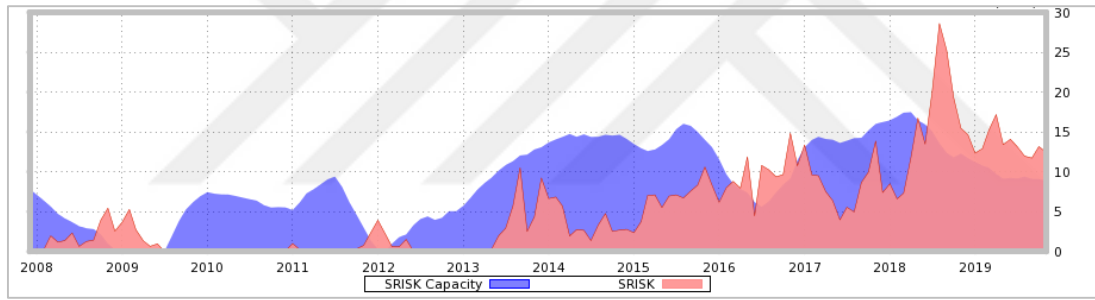
- i. Erken uyarı model ve göstergeleri,
- ii. Makro stres testleri,

¹⁶ Too big to fail olarak da bilinen bu tanım; iflas etmeleri halinde ekonomiyi çökertecek kadar büyük olan finansal kurumlar için kullanılan bir ifadedir.

- iii. Bulaşma ve yayılma modeller ve
- iv. Finansal istikrar göstergeleri

şeklinde. İlk üç model sistemik riske neden olan dışsal şok ve bulaşma etkisi ile içsel şok ve dengesizlikleri tespit etmeye yöneliktir. Dördüncü kategori ise sistemik finansal kriz olasılığını ortaya koymak amacı ile istikrarsızlığın durumunu tespit etmek için kullanılmaktadır.

2008 küresel krizi sonrası sistemik risk ve sistemik risk kapasitesinin gösterildiği şekil 3.4.'e göre kriz süresince artan sistemik risk birikiminin (SRISK) ¹⁷ uygulanan makro ihtiyati tedbirlerle 2013 yılına kadar ki dönemde azaldığı görülmektedir. Türkiye için SRISK'in 2013 yılından sonra giderek arttığı görülmektedir. Bu durumda öncü göstergelerden biri olarak kabul edilen kredi/GSYH'nin 2013 yılından bu yana artış eğiliminde olması ve aynı zamanda küresel sermaye akımlarındaki oynaklıklar bir etken olarak düşünülebilir.



Şekil 3.4. Küresel kriz sonrası Türkiye sistemik risk gelişimi (SRISK Milyar\$)

Kaynak: (NYU Stern V-Lab, 2019, <https://vlab.stern.nyu.edu/welcome/srisk>)

Benzeri bir sistemik risk izleme modeli TCMB tarafından da uygulanmaktadır. “Döviz pozisyonunu etkileyen işlemlerin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından izlenmesine ilişkin usul ve esaslar hakkında yönetmelik” ¹⁸ ile reel sektör firmalarında kur riskinin izlenebilmesini ve yönetilebilmesini sağlamak için sistemik risk veri takip sistemi geliştirilmiştir. Sistemik risk tüm ekonomiler için oldukça önemli olduğu gibi gelişmekte olan Türkiye ekonomisi ve finansal piyasası için de üzerinde durulması, kök nedenlerinin incelenmesi ve gerekli önlemlerin alınması gereken önemli bir risk türüdür.

¹⁷ SRISK New York Üniversitesi Volatilite Enstitüsü (V-Lab) tarafından ülkelerin önemli finansal kuruluşlarının büyüklüğünü, riskini ve kaldırıcını dikkate alarak formüle edilen toplulaştırılmış bir risk göstergesidir.

¹⁸ İlgili yönetmelik 17.02.2018 tarih, 30335 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

3.1.3.3. Kredi riski

Kredi riski en basit tabirle bir banka ile borç ilişkisine taraf olan ödünç alıcının anlaşma koşullarına uygun bir biçimde yükümlülüklerini karşılayamama ihtimalidir. Etkin kredi riski yönetimi, bankanın uzun dönemli başarısı için gereken kapsamlı ve kritik bir risk yönetimi unsurudur (İskender, 2014).

Kredi riski, bankaların tabiatı gereği karşı karşıya kaldığı en önemli finansal risk türüdür. Özellikle ülkemizde 2001 krizinden sonra bankalar kaynaklarını kamuyu finanse etmek yerine özel sektörü finanse etmek için kullanmış ve krediler banka bilançolarının en önemli plasman kalemi haline gelmiştir.

Kredi riski genel olarak dörde ayrılmaktadır. Bunlar: Temel kredi riski, piyasa riskinden kaynaklanan kredi riski, kalıntı riski ve kredi yoğunlaşmasıdır (Kavcıoğlu, 2011):

Temel kredi riski

Temel kredi riski borç verme eyleminin içermiş olduğu genel bir risktir. Borcun verildiği andaki ekonomik şartların önceden tahmin edilemeyecek nedenler ile kötüye gitmesi halinde verilen borç için geri ödemede yaşanacak temerrüt vb. olası problemler temel kredi riskini oluşturmaktadır (Dereköy, 2006:11).

Piyasa riskinden kaynaklanan kredi riski

Piyasa riskinden kaynaklanan kredi riski, vadesi gelmeden önce taraflardan birinin ödeme gücüne girerek sözleşme şartlarını yerine getiremeyecek hale gelmesi ile karşı tarafın kendi finansal yükümlülüklerini karşılayabilmek için aynı işlemi yeniden piyasa fiyatları ile gerçekleştirmek zorunda kalması sonucu ortaya çıkan risktir (Kavcıoğlu, 2011).

Kalıntı riski

Kalıntı riskler; garantörün ödemeyi kabul etmemesi veya geciktirmesi, teminat likidasyonunun zamanında gerçekleştirilememesi, hukuki evrakların sonuca ulaşmada yetersiz kalması gibi risklerdir. Bu risklerin azaltılması için bankalar tarafından kredi riski azaltımı politika ve prosedürleri oluşturulmalıdır (Kavcıoğlu, 2011).

Kredi yoğunlaşması

Bu tip kredi riski kredi kullanılırken sektör, coğrafi yapı, grup gibi unsurlara dikkat edilmemesi ve büyük nitelikli kredilerin az sayıda müşteriye kullanılması sonucu ortaya çıkmaktadır (Mermod ve Ceran, 2011).

Literatürde kredi riskine neden olan unsurlara ilişkin çeşitli araştırmalar mevcuttur. Fernandez ve diğerleri (2000) tarafından yapılan çalışmada kredi koşullarının gevşetilmesine yönelik düzenlemelerin, kredi genişlemesine yol açarak bankaların risk alma iştahını arttırdığı ve kredi riskini yükselttiğini belirtilmiştir.

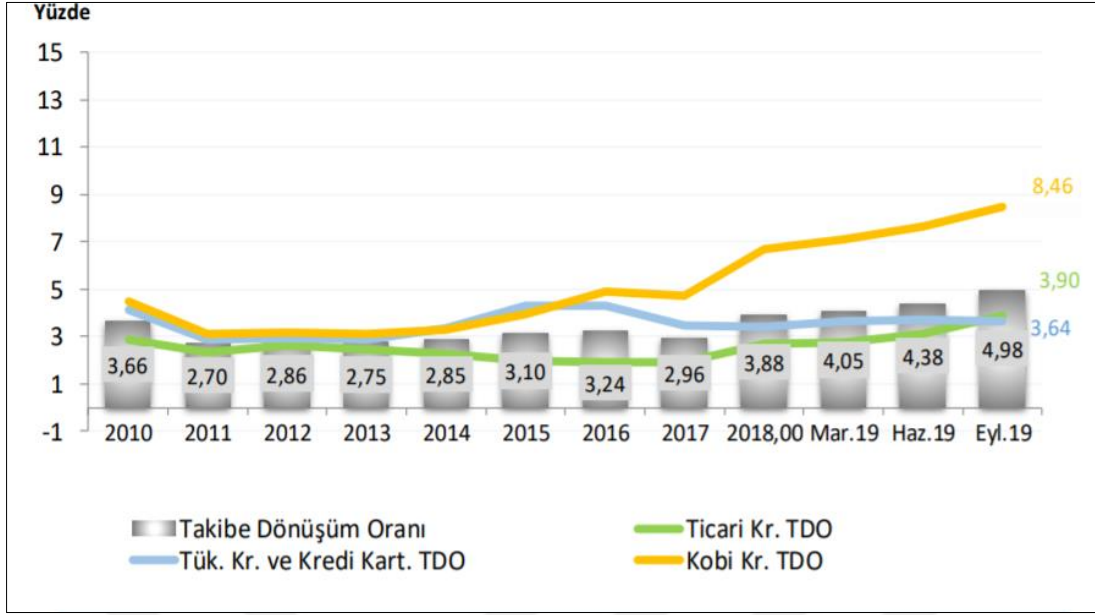
Erb ve diğerleri (1995) tarafından 41 ülke için zaman kesit ve karma serileri üzerine yapılan çalışmada enflasyon ile kredi riski arasında belirgin bir korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç enflasyon ortamında reel geliri azalan bireylerin kredi borcunu ödeyememe ve bankaların batık kredi hacminde artışa neden olması açısından anlamlıdır.

Batık krediler veya diğer adı ile takipteki krediler (NPL) bankacılıkta kredi riski için önemli bir öncü göstergedir. Klein (2013) tarafından 1998-2011 dönem aralığında VAR analizi kullanılarak yapılan çalışmada Doğu, Güney Doğu ve Merkez Avrupa ülkelerinde NPL'yi olumsuz yönde etkileyen çeşitli makro ekonomik faktörler arasında ülke para biriminin değer kaybı, işsizlik oranındaki artış, yüksek enflasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar 2001 dönemi ülkemiz ekonomisi düşünüldüğü zaman oldukça anlamlıdır.

2001 yılında takibe aktarılan kredilerin oranı %19 düzeyinde gerçekleşmiştir (Yücememiş ve Sözer, 2011). Yüksek NPL oranları olası bankacılık krizleri ve finansal kırılganlıklar için önemli bir göstergedir (Messai ve Jouni, 2013).

NPL oranı sağlıklı bir bankacılık sektörü bilançosu ve karlılığının sağlanmasında yakından izlenmesi gereken, kredi riskinin yaratacağı muhtemel krizler için planlı ve sürdürülebilir bir şekilde düşük seviyede tutulması gereken ve ekonomi için hem mikro hem de makro ihtiyati anlamda finansal sistem için faydalı önemli bir göstergedir.

BDDK tarafından yayımlanan “Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeler” raporuna göre Eylül 2019 döneminde takipteki kredilerin brüt tutarı 133 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kredilerin takibe dönüşüm oranı ise 2018 yılında göre artış göstererek 2019 Eylül dönemi için %4,98 olarak gerçekleşmiştir. Şekil 3.5. de 2010-2019 dönemi takipteki kredi gelişimi gösterilmektedir.



Şekil 3.5. Kredilerin takibe dönüşüm oranı (2010-2019)

Kaynak: BDDK Temel Göstergeler Raporu Eylül 2019

Ülkemiz kredilerin takibe dönüşüm oranı (NPL) oranı her ne kadar 2001 dönemine göre oldukça düşük olsa da geçtiğimiz yıllara kıyasla artış trendindedir ve en yüksek takibe dönüşüm oranı %8,46 seviyede kobi kredilerinde görülmektedir. Türkiye NPL oranı, Avrupa Birliği NPL ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Avrupa Birliğinin Avrupa Parlamentosu tarafından yayımlanan raporda, geniş ölçekli bankaları baz alınarak hesaplanan 2018 yılı NPL ortalaması %3,6 olarak belirtilmiştir.

3.1.3.4. Likidite riski

Likidite ile likidite riski arasında ters bir ilişki vardır. Ekonomik aktörler tarafından likit olmama tercihi likidite riskini yaratmaktadır (ECB, 2009:16).

Teorik olarak likidite riski, bankaların nakit akışlarındaki dengesizlikler sonucu ortaya çıkan ve bankaların nakit çıkışlarını zamanında karşılayacak seviyede nakit varlığına veya nakit girişine sahip olamaması nedeniyle ortaya çıkan risk türüdür (Ceran ve Mermod, 2011).

Likidite riski iki ana başlıkta değerlendirilir. Bunlar piyasaya ilişkin likidite riski ve bankayı fonlamaya ilişkin likidite riskidir. Piyasaya ilişkin likidite riski, bazı ürünlerdeki derinleşmemiş piyasa yapısı ve engeller nedeni ile bankaların pozisyonlarını makul bir fiyatta, hızlı bir şekilde ve yeterli miktarlarda kapatamaması veya pozisyonlardan çıkamaması sonucu ortaya çıkan zarar olasılığıdır. Fonlamaya ilişkin likidite riski ise nakit

giriş ve çıkışlarındaki düzensizlikler ve vadeye bağlı nakit akım uyumsuzlukları nedeniyle fonlama maliyetini uygun bir maliyet ile yerine getirememe ihtimalidir. (Aloğlu, 2005).

Bankaların likidite yönetimindeki zayıflıkları ve likidite riski ve bu riskin etkin bir şekilde yönetilmesine yönelik araştırmalar küresel krizin ardından ön plana çıkan konulardan biri olmuştur (Işık ve Belke, 2017).

Türk bankacılık sektöründe likidite riski yönetimine ilişkin olarak Akkaya ve Azimli (2018) tarafından yapılan çalışmada likidite yönetimini etkileyen başlıca faktörlerin aktif karlılık oranı, enflasyon, işsizlik, ABD doları kuru, GSYİH, faiz gelir/faiz gider oranı, mevduat/toplam pasif oranı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Işık ve Belke (2017) tarafından 2006-2015 yılları arasında BIST'e aktif kote 13 ticari banka üzerinde yapılan çalışmada ise likidite riskinin; banka ölçeği büyüklüğü ile doğru orantılı artış gösterdiği, öz sermaye karlılığı arttıkça azaldığı, mevduat büyüme oranı arttıkça azaldığı ve enflasyon oranından ise negatif bir şekilde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Kısacası likidite riskinin tespitinde bankacılık literatüründe kullanılan nakit akım tablosu, likidite rasyoları gibi klasik ölçümlerle yanı sıra makro ekonomik değişkenlerin de göz önünde bulundurulması riskin doğru bir şekilde ölçülmesiyle yönetilmesini sağlayacaktır.

3.1.3.5. Piyasa riski

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de yerleşik finansal kurumların ve yatırımcıların taşıdığı en önemli risklerden birisi piyasa riskidir (Ural, 2009:1).

Piyasa riski, varlık ve yükümlülüklerin kullanımı sırasında faiz hadleri, döviz kuru ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan değişim nedeni ile oluşan riski ifade etmektedir (Ertürk, 2010). Piyasa riski olumsuz piyasa şartlarında potansiyel kayıpların hesaplanmasıdır (Aloğlu, 2005:39).

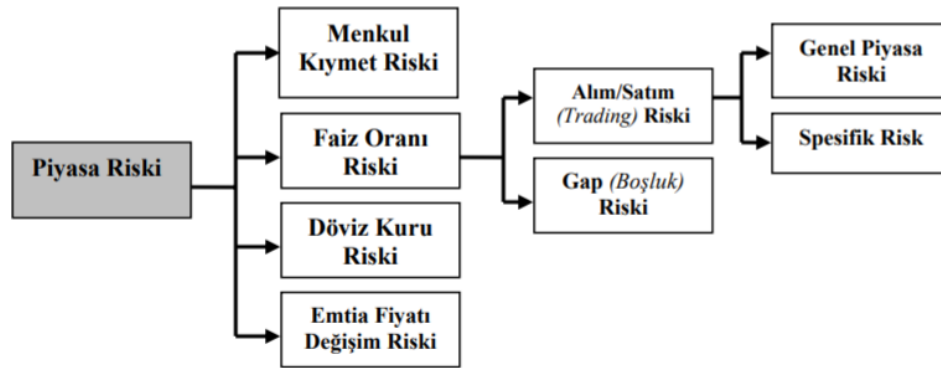
Piyasa riski, varlık fiyatlarını etkileyen faiz oranı, hisse fiyatları, döviz kurları gibi makroekonomik faktörlerdeki değişimlerin bir kuruluşun finansal durumu üzerinde oluşturduğu sistematik bir risk türü olarak da tanımlanmaktadır. (Türker, 2009).

BDDK'ya göre ise piyasa riski, özellikle faiz oranları, kurlar, kredi faiz farkı, hisse ve emtia fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucu oluşmaktadır. Ayrıca piyasa riski, likidite ve kredi riski gibi diğer finansal risklere bağlı olarak da oluşabilmektedir.

Kredi riski ile olan ilişkisine örnek olarak; bir tahvil ihraççısının kredi notunun düşürülmesi, söz konusu tahvilin piyasa fiyatının da düşmesine neden olabilir, bu durum kredi riski kanalı ile piyasa riskini de etkiler (BDDK, 2016). Likidite riski ile olan ilişkisine örnek olarak ise bankaların kısa vadeli nakit taleplerini karşılayabilmek amacı ile ellerinde bulundurdukları kısa vadeli aktiflerinin likiditelerinin yüksek olmasına karşın uzun vadeli aktiflerin kolay bir şekilde nakde dönüştürülememesi ve bu işlem sırasında değer kaybına uğraması gösterilebilir (Şimşek, 2007:23).

Piyasa riski bankalar tarafından çeşitli şekillerde ve günlük olarak hesaplanmaktadır. Bankalar, risk hesaplamalarını Basel düzenlemelerine göre gerçekleştirmektedirler. Basel I de piyasa riski; riske maruz değer (value at risk) yöntemi ile ölçümlenirken, Basel III ile beklenen kayıp (expected shortfall) yöntemine geçilmiştir (Danielsson ve Zhou, 2016).

Bankalar piyasa riskini etkileyen tüm risk faktörlerini dikkate almak ve bu riskleri yönetmek için uygun stratejiler geliştirmekle sorumludurlar. Bankalarca tutulan finansal varlık ve pozisyonların cari piyasa değerini etkileyecek ve piyasa riski birleşeni olan dört temel fiyat değişkeni bulunmaktadır. Bunlar; *menkul kıymet riski*, *faiz oranı riski*, *döviz kuru riski* ve *emtia fiyatı değişimi* riskidir. Piyasa risk bileşeni dört temel fiyat değişkeni ve alt kırılımları Şekil 3.6. da gösterilmiştir:



Şekil 3.6. Piyasa risk bileşenleri
Kaynak: (Aktan, 2007:24)

3.1.3.6. Operasyonel risk

Operasyonel risk, tüm bankacılık ürünlerinin, aktivitelerinin, süreçlerinin ve sistemlerinin özünde yer alan bir olgudur ve etkin bir operasyonel risk yönetimi banka risk yönetim programının temel unsurlarından birisidir.

Basel komitesine göre operasyonel risk şu şekilde tanımlanmaktadır: “Uygun olmayan ya da düzgün işlemeyen iç süreçler, insanlar, sistemler ya da dış olaylar nedeniyle ortaya çıkabilecek zarara uğrama riski”. Bu tanımlama yasal riski içermekte ancak stratejik ve itibar riski içermemektedir” (BIS, 2011:3).

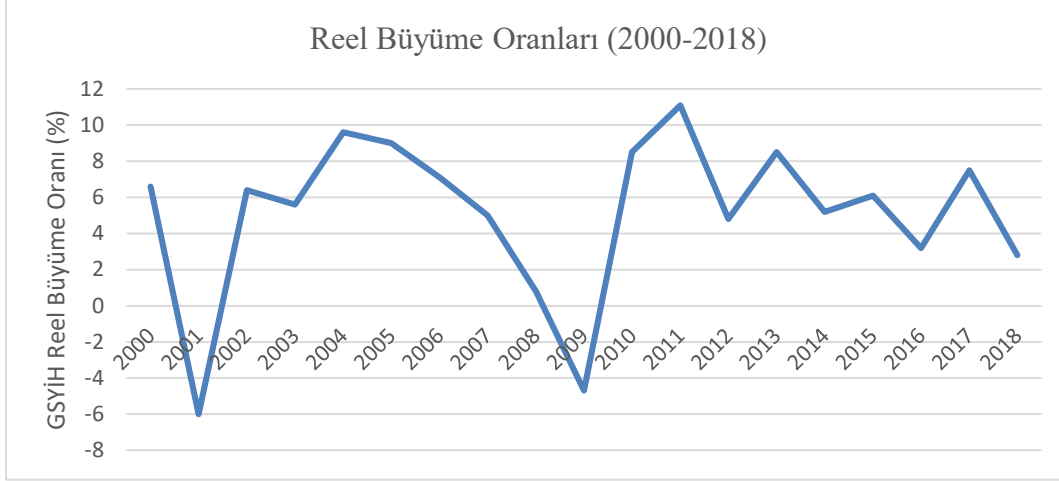
Basel II kriterlerinde kredi ve piyasa riski ölçüm ve yönetim çalışmalarına ek olarak operasyonel risk ölçüm ve yönetim çalışmaları da eklenmiştir. Operasyonel risklerin de yasal sermaye tahsis edilmesi gereken riskler arasına dahil edilmesi ve mutlaka yönetilmesi gerektiği anlaşılmıştır (Mazıbaşı, 2006). Basel standartları doğrultusunda BDDK tarafından belirlenen kurallar ile Bankaların operasyonel risklerini tespit etmesi, ölçmesi ve yönetmesi gerekmektedir.

Basel II'ye göre operasyonel riskin ölçümü; *temel gösterge yaklaşımı, standart yaklaşım ve içsel ölçüm yaklaşımı* olmak üzere üç yöntemle gerçekleştirilmektedir. Bu yaklaşımlar kısaca şu şekildedir: Temel gösterge yaklaşımına göre bankalar son 3 yıl içerisindeki brüt gelirlerinin %15 i kadar sermaye ayırmaktadır. Standart yaklaşıma göre ise banka faaliyetleri sekiz grupta incelenmektedir. İçsel ölçüm yöntemine göre ise her banka operasyonel risk ölçümünde kendi kayıp verilerini kullanmaktadır (Gündoğdu, 2016:58).

3.2. Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisi

Küresel kriz döneminin Türkiye ekonomisi üzerine öncelikli yansımaları; Büyüme, güven kaybı, hız kesen krediler, kapasite kullanımında azalma gibi göstergeler üzerine olmuştur.

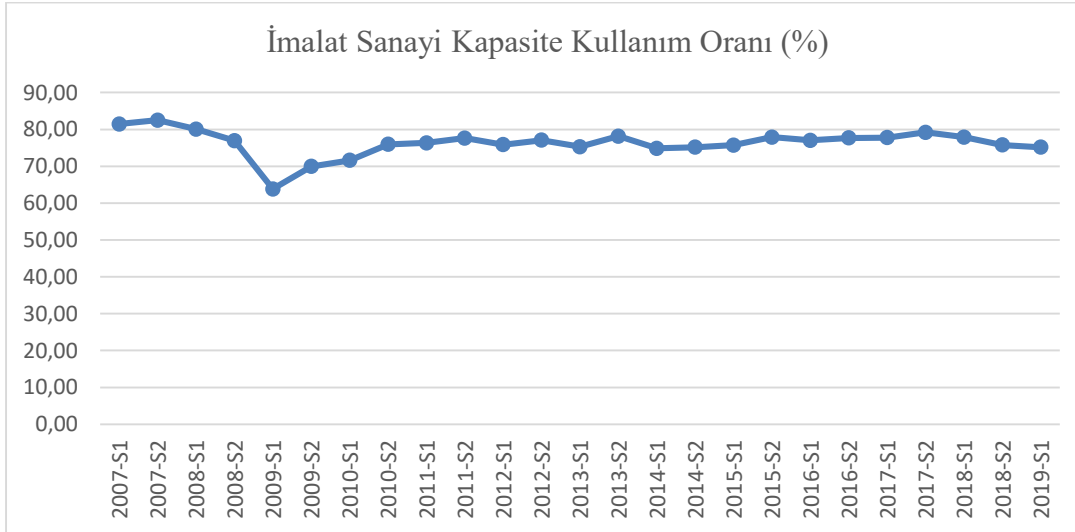
Krizin Türkiye'yi etkilediği ana kanallardan bir tanesi sermaye akımlarıdır. 2002-2007 dönemi küresel likidite ve sermaye akımları ile Türkiye ekonomisi sürekli büyüme trendinde olmuş fakat küresel kriz ile sermaye akımlarının tersine dönmesi neticesinde bankalarca verilen krediler hız kesmiş, mevcut krediler geri çağrılmaya başlanmıştır ve %-4.7 lik daralma kaçınılmaz olmuştur (Göver ve Oğuz, 2017). Bu daralma, şekil 3.7. de görülebilmektedir.



Şekil 3.7. Reel büyüme oranları (2000-2018)

Kaynak: TÜİK

Artan belirsizlik ortamı ile risk algılarının bozulması küresel piyasada da kredi akışını sektöre uğratmış, borçlanma olanaklarını sınırlayarak borçlanma maliyetini de arttırmıştır. Ekonomik krizlerin etkilerinin değerlendirilmesinde kullanılan işsizlik ve büyüme oranı haricindeki temel göstergelerden bir diğeri ise kapasite kullanım oranıdır (Meşe ve Çetin, 2009). 2009 yılı ocak ayında kapasite kullanım oranı on yılın en düşük seviyesinde %62,60 olarak gerçekleşmiştir. Şekil 3.8. de 2007-2019 yılları arası imalat sanayi kapasite kullanım oranı seyri görülmektedir.

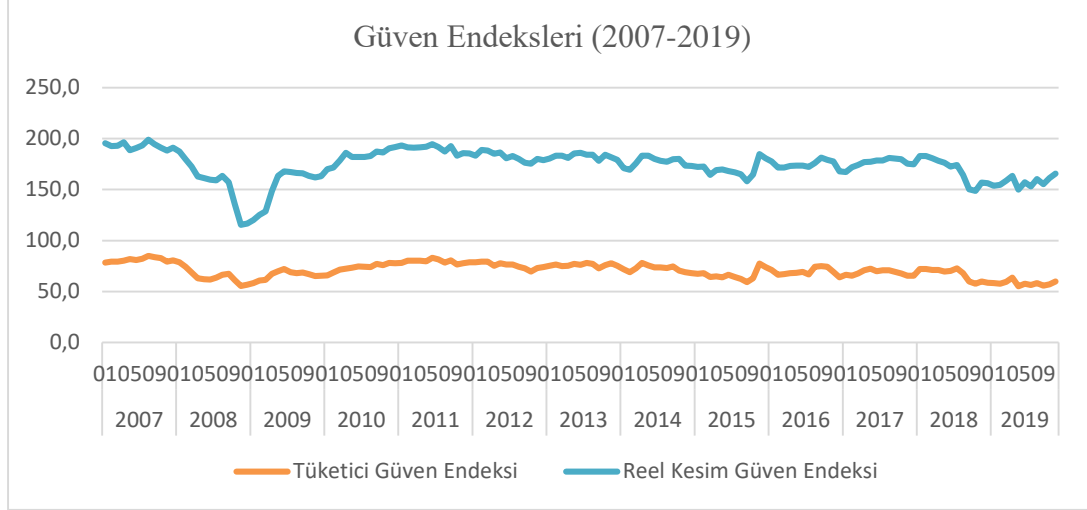


Şekil 3.8. İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (2007-2019)

Kaynak: TCMB EVDS

Kriz dönemlerinin üzerinde etkili olduğu önemli bir kanal da beklentilerdir. Hane halkları ekonomik gidişatın kötüye gideceklerini düşündükleri zaman tüketimlerini azaltmayı tercih ederler. Tüketicilerin harcama davranışlarının değişmesi ekonomik faaliyetlerde ve iç talepte

daralmaya neden olmaktadır. Krizlerin, beklentileri etkileme kanalı reel kesim ve tüketici güven endeksleri ile ölçülmektedir (Ertuğrul ve diğerleri, 2010).



Şekil 3.9. Kriz döneminde güven endeksleri (2007-2018)

Kaynak: TÜİK, Ekonomik Güven Endeksi, Kasım 2019.

Mevsimsel etkilerden arındırılmış on iki aylık tüketici ve reel kesim güven endeksleri Şekil 3.9. da yer almaktadır. Grafikten, kriz döneminde hem tüketici hem de reel kesim güven endeksi seviyelerinin son on yılın en düşük seviyesinde gerçekleştiği görülebilmektedir. TÜİK ve TCMB verilerine göre 2009 yılı tüketici ortalama güven endeksi 66,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı yıl reel kesim güven endeksi ortalaması ise 87 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kısacası küresel kriz, Türkiye ekonomisinde her ne kadar bir kur şokuna neden olmasa da -4,7'lik daralma ile resesyona uğratmış, hız kesen krediler ve güven kaybı ile etkisini hem hane halkı hem de reel sektör üzerinde şiddetli bir biçimde göstermiştir.

3.3. Küresel Kriz Öncesi TCMB Stratejisi

TCMB'nin birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektedir. Bu amaca ulaşmada uygulanan temel politika ise enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi ilk defa 1989 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmaya başlanmış ve birçok ülke tarafından para politikası stratejisi olarak tercih edilmiştir. Bu rejimi uygulayan ülkelerde enflasyon oranının düşmesi, fiyat istikrarının sağlanması, ekonomik büyümenin olumlu etkilenmesi gibi unsurlar etkili olmuştur (Eroğlu ve Karanfil, 2016).

Fiyat istikrarı para politikasının uzun dönemli temel amaçları olan büyüme ve istihdama yönelik, ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Fiyat istikrarı, gelişmiş ülkeler için %1 ile % 3 aralığındaki enflasyon oranı olarak ifade edilmektedir (TCMB, 2013b:8). Fiyatların istikrarlı olması fiyatların hiç değişmemesi değil, fiyatlar genel seviyesindeki uzun süren artış (enflasyon) veya düşüş (deflasyon) eğiliminin önlenmesi anlamına gelir ve bu sayede ulusal paranın alım gücü ve güvenilirliği korunur.

2008 yılına kadar ülkemizde uygulanan para politikalarını irdelerken fiyat istikrarını TCMB'nin temel amacı haline getiren 2001 krizini başlangıç noktası olarak ele almak uygun olacaktır. Türkiye ekonomisi için bir dönüm noktası olarak adlandırabileceğimiz 2001 krizi sonrası birçok alanda yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir. Yapılan ilk değişiklik 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi olmuştur. Ardından Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programıyla bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, mali disiplinin sağlanması, makroekonomik politikaların enflasyon ile mücadelede etkin bir şekilde kullanılması amaçlanmış ve Merkez Bankası kanununda da bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerden en önemlisi Merkez Bankasının temel amacının "fiyat istikrarını sağlamak olarak" belirlenmiş olmasıdır.

Değişiklik sonucu TCMB Yasası Maastricht Antlaşması'nın "Avrupa Birliği Merkez bankaları Statüsü'nün temel amacını fiyat istikrarını korumak" olarak tanımlayan maddesi ile uyumlu hale getirilmiştir (Çetin, 2016). Bunun yanı sıra Merkez Bankası, tüm diğer gelişmiş ülke merkez bankalarında olduğu gibi para politikası uygulama araçlarını doğrudan belirleme yani araç bağımsızlığı hakkına da sahip olmuş, Hazine ve diğer kamu kurumlarının açıklarını finanse etmesi engellenmiş ve hesap veren, şeffaf bir yapıya kavuşmuştur.

"Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı kapsamında Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarı olarak belirlenmesi, araç bağımsızlığı kazanması, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerine uyum sağlaması ile enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için önemli adımlar atılmıştır. İlk etapta tüm gerekli önkoşulların sağlanması ve para politikası etkinliğini sınırlandıran unsurların ortadan kaldırılması için bir hazırlık dönemi olarak 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır.

Bu dönemde nihai hedef olan enflasyon hedeflemesi sistemine geçebilmek için bir takım ön hazırlıklar yapılmıştır. Örtük enflasyon döneminde para tabanı temel çıpa olarak belirlenmiş, Türk Lirasından 6 sıfır atılarak yeni Türk Lirasına geçiş yapılarak para reformu sağlanmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasının ve gerekli ön koşulların sağlanmasının ardından 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Açık enflasyon hedeflemesiyle para politikası aracı kısa vadeli faiz oranı olarak belirlenmiştir.

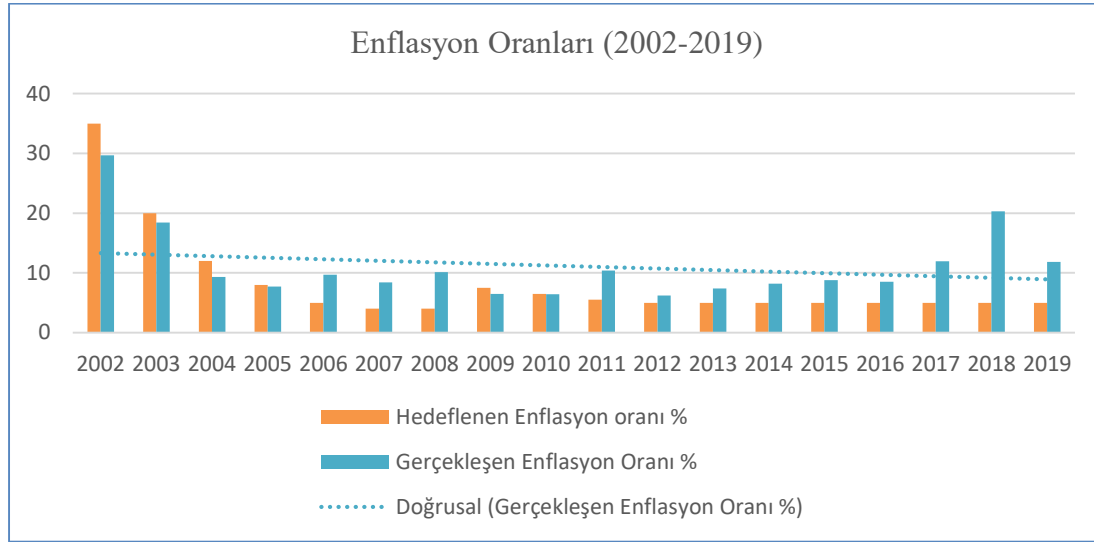
Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi konusunda kolay iletişim kurmak ve anlaşılabilirlik için "nokta hedef" belirlemiştir; enflasyon hedefi olarak TÜFE'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranının kullanılmasına karar verilmiştir. Enflasyon hedeflerinin Hükümet ile belirlenerek üç yıllık hedef projeksiyonu ile ilan edilmesi karara bağlanmıştır (TCMB, 2006:21). Böylece enflasyon hedeflemesine ilişkin duyurular kamuoyu ile paylaşılmış ve Para Politikası Kurulu düzenli aralıklarla toplanarak Merkez Bankasının hesap verme mekanizması güçlendirilmiştir. Örtük ve açık enflasyon hedeflemesi sisteminin karşılaştırılması Tablo 3.2. de verilmiştir.

Örtük Enflasyon Hedeflemesi	Açık Enflasyon Hedeflemesi
-Enflasyon hedefinin yanı sıra gösterge niteliğinde başka hedefler de kullanılabilirliktedir	-Fiyat istikrarını sağlama ve sürdürmeye yönelik kurumsallaşan bir para politikası rejimidir.
-Para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların azaltılması hedeflenmiştir	-Parasal büyüklükler veya döviz kurunun hedeflendiği rejimlerin aksine ara hedef kullanmadan doğrudan enflasyon hedeflenmektedir.
-TCMB'nin enflasyon hedeflemesi konusunda deneyim kazanması sağlanmıştır.	-Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi için belirli bir süre gerektiğinden merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol etmekte ve belirli aralıklar ile enflasyon tahminleri oluşturmaktadır.

Tablo 3.2. Örtük-açık enflasyon hedeflemesi rejimi karşılaştırma
Kaynak: (TCMB, 2013c:18)

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi yaklaşımının fiyat istikrarını temin etmede ne kadar etkin olduğunu incelemek için şekil 3.10 da hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarının seyri gösterilmektedir. Grafikte, 2002-2019 yılları arası gerçekleşen enflasyon oranının TCMB tarafından ilan edilen hedef enflasyon oranından ne kadar sapma gösterdiği izlenebilmektedir.

2002-2005 yılları arasında TCMB'nin gerçekçi enflasyon hedefleri ilan ettiği ve gerçekleşen oranların hedeflenenin altında kaldığı görülmektedir. Açık enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılından itibaren ise TCMB'nin hedeflediği enflasyon oranlarına yaklaşımda 2009 ve 2010 yıllarının diğer yıllara kıyasla daha başarılı olduğu görülmektedir.



Şekil 3.10. Hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları (2002-2019)

Kaynak: TCMB.gov.tr

Kriz sonrası kullanılan TCMB politika araçlarına değinilmeden önce TCMB'nin kriz öncesi kullanmakta olduğu ve bazılarını halen aktif olarak kullandığı geleneksel para politikası araçlarına değinmek yerinde olacaktır. Bu araçlar kısaca şu şekildedir:

Açık piyasa işlemleri (APİ)

Para arzının ve likiditenin düzenlenmesi amacı ile TCMB tarafından doğrudan alım, repo, doğrudan satım ve ters repo şeklinde uygulanan bir araçtır. TCMB APİ'yi kullanarak para arzını arttırmak istediğinde piyasadan doğrudan iç borçlanma senedi (DİBS) satın alarak piyasaya para vermektedir, para arzını azaltmak istediğinde ise DİBS satarak piyasadan para çekmektedir (Pınar ve Erdal, 2008:69).

Reeskont oranı politikası

Reeskont, ıskonto edilmiş, bir bedel karşılığı el değiştirmiş olan kıymetlerin bir bedel karşılığında yeniden el değiştirmesini ifade etmektedir. Merkez Bankası, bankacılık kesiminin geçici likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla, birinci derecede likit kıymet sayılan kısa

vadeli alacakların bir kısmını nakde çevirmek için bankalarca Merkez Bankasına verilen ticari senetler üzerinde reeskont oranı veya reeskont faiz oranı uygulamaktadır veya reeskonta kabul edebileceği senetler karşılığında avans da verebilmektedir. Reeskont oranı politikası da bu oranların azaltılması veya arttırılması olarak gerçekleştirilen dolaylı bir para politikası aracıdır. Bu oran yükseldiğinde, bankalar Merkez Bankasına daha az senet ıskonto ettirmekte ve faiz oranlarını da yüksek tutmaktadırlar. Bu oran düşük olduğunda ise bankalar daha çok senet ıskonto ettirmektedir. Günümüzde reeskont politikası, aktif bir para politikası aracı olarak kullanılmamaktadır. (Tcmb.gov.tr; Pınar ve Erdal, 2008:41).

Zorunlu karşılık oranı

Çalışmanın ilerleyen bölümünde bu politika aracı ile ilgili detaylara yer verilmiştir. Küresel kriz sonrası önem kazanan bu araç ile para çarpanı üzerinden para arzının kontrolünü sağlamak ve bankaların varlıklarının bir kısmını likit olarak tutmalarını sağlayarak kredi riskinin azaltılması amaçlanmaktadır.

Selektif kredi politikası

Selektif kredi politikası ile bankaların verebilecekleri kredi miktarı ayarlanabileceği gibi, bankaların belirli sektörlere kredi vermesi de teşvik edilebilir. Selektif kredi kontrolünde ekonomik kalkınmaya önemli katkıları olan ve öncelikle gelişmesi gereken sektörlere krediler öncelikli verilirken düşük faiz gibi kolaylıklar da sağlanmaktadır. Bu politika günümüzde de aktif olarak kullanılmaktadır.

3.4. Küresel Kriz Sonrası TCMB Stratejisi

Krizden çıkış için uygulanan geleneksel olmayan niceliksel gevşeme gibi genişletici politikalar ile küresel sermaye gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Sermaye girişleri Türk Lirası'nda aşırı değerlenmeye neden olmuş, yurt içi kredi talebini hızlandırmış ve 2010 yılı sonlarına doğru dış ticaret ve cari işlemler dengesindeki bozulmalar artmıştır. Bu dönemde cari açığın finansmanının sürdürülebilir büyüme kaynağı olmayan kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları ile sağlanıyor olması makro finansal istikrar için kırılma riskini arttırmıştır. (Eşsiz, 2017).

Küresel kriz, merkez bankacılığı perspektifini değiştirmiştir. Para politikası çerçevesinde reaktif politikalar uygulayan merkez bankaları, kriz sonrası sadece fiyat istikrarını değil, finansal piyasaların ve reel ekonominin de istikrarını sağlayıcı pro-aktif politikalar benimsemişlerdir (Balmumcu, 2013:33).

Buiter (2008) modern merkez bankalarının *makroekonomik istikrarı sürdürmek, finansal istikrarı sağlamak ve likidite sağlayıcı olarak düzenli bir ödeme ve parasal sistemin işlerliğini sürdürmek* şeklinde üç ana görevi olduğunu belirterek finansal istikrarı aşağıdaki üç durum ile tanımlamıştır:

- Varlık fiyatlarında aşırı şişkinliklerin yani balonların olmaması,
- Sistemik istikrarı tehdit edebilecek likit olmayan finansal piyasalar ve finansal kurumların olmaması,
- Sistemik istikrar için sistemik önemli finansal kurumların iflasının önlenmesi.

Buiter'in (2008) belirttiği bu üç koşulun küresel kriz döneminde sağlanamamış olduğu görülmektedir. Küresel kriz sonrası periyotta gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan gevşetici politikalar neticesinde ülkemize yönelen bol ve düşük maliyetli kısa vadeli yabancı fonlar, hızlı kredi genişlemesine ve Türk Lirası üzerinde değerlenme baskısına neden olmuştur.

Türk Lirasının değerlenmesi ile cari dengenin bozulması, kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımlarının payının giderek artması ekonominin kırılganlığını arttırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair endişeleri gündeme getirmiş ve alternatif bir politika uygulamasını gerekli kılmıştır. Bu kapsamda TCMB, yeni ekonomik konjonktürün gerekliliklerine uygun bir şekilde mevcut enflasyon hedeflemesi politika çerçevesini revize ederek yeni bir politika karması oluşturmuştur. TCMB, küresel dengesizliklerin getirdiği makro finansal risklere karşı oluşturduğu yeni stratejisinde fiyat istikrarının sağlamak ve sürdürmeyi temel hedef olarak belirlerken finansal istikrarı sürdürmeyi ise destekleyici amacı olarak belirlemiştir. Bu doğrultuda TCMB, ara hedeflerini kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlamak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak şeklinde benimsemiş, politika faiz oranına ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun aktif tamamlayıcı para politikası aracı olarak kullanılmasına karar vermiştir (Başçı ve Kara, 2011).

TCMB'nin yeni para politikası stratejisi, parasal aktarım mekanizmasını da etkilemiştir. Parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkilerine değinilmeden önce TCMB'nin devreye aldığı yeni makro ihtiyati para politikası araçları bölüm 3.4.1 de incelenmektedir.

3.4.1. TCMB Makro İhtiyati Para Politikası Uygulamaları

Makro ihtiyati politikalar, para politikalarının daha etkin uygulanmasını sağlayan fiyat istikrarının ve finansal istikrarın birlikte gözetilmesini ve finansal sistemin daha sağlam bir yapıya kavuşmasını sağlayacak politikalardır.

Sadece fiyat istikrarı odaklı politikaların ülkelerin krize girmemesi için tek başına yeterli olmayacağını anlaşılmaması ile uygulanan enflasyon hedeflemesi yaklaşımı daha esnek hale getirilmiş ve literatüre “esnek enflasyon hedeflemesi” kavramı girmiştir.

Esnek enflasyon hedeflemesinde, orta ve uzun vadede fiyat istikrarının yanı sıra döviz kuru, işsizlik, faiz oranı istikrarı vb. para politikası amaçları ile birlikte reel ekonominin istikrarı da hedeflenmektedir (Svensson, 2013). Geleneksel ve esnek enflasyon hedeflemesi rejimlerinde kullanılan temel araç seti ve amaçlar tablo 3.3. de belirtilmiştir.

	Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi Zorunlu Karşılık Oranları Rezerv Opsiyon Mekanizması Faiz Koridoru

Tablo 3.3. Enflasyon rejimlerinde amaçlar ve araçlar

Kaynak: (Polat, 2018:169)

TCMB de 2010 yılı sonrası dönemde fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı destekleyici yeni araçlar geliştirmiştir. TCMB'nin yeni para politikası; Zorunlu karşılıklar, gecelik borç alma ve verme faizleri arasında oluşan asimetrik faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi geleneksel olmayan araçlardan oluşmaktadır (Eroğlu ve Kara, 2017).

TCMB yeni araçlar ile temel olarak krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarını ve finansal istikrarı birlikte sağlamayı hedeflemektedir Kriz sonrası değişen TCMB stratejisi sonrası uygulanan yeni para politikası araçları ve etkileri aşağıda detaylandırılmıştır.

3.4.1.1. Asimetrik faiz koridoru

2002-2010 yılları arasında Türkiye’de geleneksel faiz koridoru sistemi uygulanmış ve Merkez Bankası efektif politika faizi, koridorun alt bandı yani borçlanma faizi olmuştur (Ünalmiş, 2015). Geleneksel faiz koridoru, genellikle klasik enflasyon hedeflemesi gerçekleştiren ülkelerde politika faizi etrafında simetrik ve dar bir bantta uygulanmaktadır. Asimetrik veya bir diğer adıyla geniş faiz koridoru ise TCMB’nin 2010 yılı itibari ile geliştirmiş olduğu manevra sahası geniş bir bant sistemidir.

Asimetrik faiz koridoru, politika faiz oranının koridorun tabanına yakın tutulduğu sistemdir. Faiz oranları koridorun tabanına yakın tutularak piyasadaki aşırı likiditenin kullanılması amaçlanmaktadır (Yücememiş ve diğerleri, 2015). Asimetrik faiz koridoru, para politikasının esnekliğini arttırmak için geliştirilmiştir. Bu aracın temel katkısı sermaye akımlarına karşı tepki verebilme kabiliyeti sağlamasıdır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).

Başçı ve Kara (2011) yapmış olduğu çalışmada asimetrik faiz koridorunun amacını şu şekilde tanımlamıştır:

“Gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki farkın genişletilmesi suretiyle para piyasasında, kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın konjonktüre göre ayarlanmasına olanak sağlayan bir operasyonel çerçeve oluşturulmuştur. Böylece kısa vadeli faizlerin ortalama getirisinin düşürülmesi ve oynaklığının arttırılması yoluyla spekülasyon pozisyonlarının getiri/risk oranının azaltılarak kısa vadeli sermaye girişlerinin caydırılması amaçlanmıştır.”

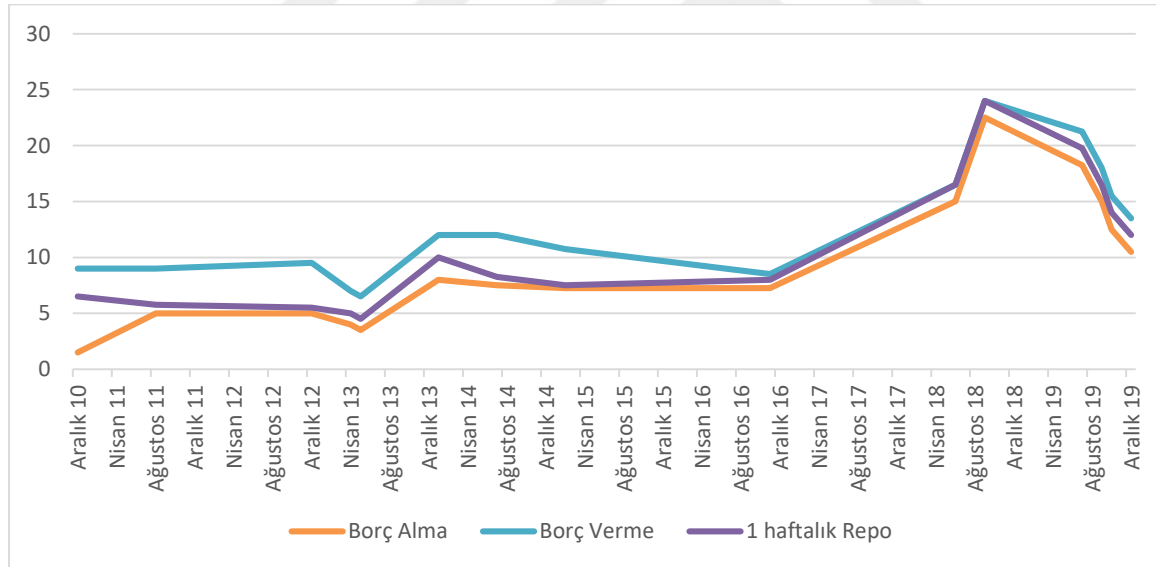
Bu sistemde faiz koridorunun alt sınırında bir indirim yapılarak piyasaya bu koridor içerisinde gerçekleşecek kısa vadeli faizlerin ortalama getirisinin düşebileceğinin sinyali verilmektedir ve bu şekilde faizlerin tahmin edilebilirliği azalmış olmakta ve spekülasyon para giriş çıkışları engellenmektedir (Kara, 2012). Genellikle artan yabancı sermaye akımları karşısında gecelik borç alma faizi aşağı çekilerek koridor aşağı yönlü genişletilmektedir. Sermaye çıkışlarının yoğunlaştığı dönemlerde ise gecelik borç alma faizi arttırılarak faiz koridoru yukarı yönlü daraltılabilmektedir (Demirhan, 2013).

Şekil 3.11.de yer alan grafik, TCMB gecelik borç alma/borç verme ve 1 hafta vadeli repo faiz oranı yani politika faizinden oluşan faiz koridorunun gelişimini göstermektedir. Küresel risk iştahının yüksek olduğu dönemlerde sermaye akımlarına karşı koridorun aşağı yönlü genişletildiği, gecelik piyasada oluşan faizlerin, politika faizinden daha düşük seviyede belirlendiği böylelikle gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın arttırılması ile çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılmasının hedeflendiği görülmektedir.

Grafikte, faiz koridorunun kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunlaştığı 2012- 2013 yılı arası dönemde koridorun aşağı yönlü genişletildiği görülmektedir. Gecelik borç verme faizinin %9 seviyesinden 2013 de %8,75 e düşürülmesi ile bankaların düşük faizle kısa vadeli fon gereksinimlerini karşılaması, mevduat ve kredi faizlerinin de düşmesinde etkili olmuştur. Gecelik borç alma faiz oranının %5'ten %4,75'e düşmesi kısa vadeli sermaye girişlerinin kontrol altına alınmasında etkili olmuştur.

Mayıs 2013 sonrası TL'de yaşanan değer kaybının enflasyon ve enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi sonucu TCMB makro finansal riskleri gözeterek parasal sıkılaştırma uygulamış, koridor yukarı yönlü genişletilmiştir (TCMB, 2013a:2).

2016-2018 döneminde faizlerde yükselme eğiliminin olduğu görülmektedir. Bu durum enflasyon seyri ile paralellik göstermektedir. Enflasyondaki toparlanma ile 2019 yılında Temmuz, Eylül, Ekim ve son olarak Aralık aylarında faiz oranlarında da kademeli indirimler gerçekleştirilmiştir.



Şekil 3.11. TCMB faiz koridoru gelişimi (2010-2019)

Kaynak: TCMB

Asimetrik faiz koridoru, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı hızlı tepki verilmesini sağlamanın yanı sıra kredi-mevduat faiz farkını etkileyerek bankaların kredi verme davranışını da değiştirebilmektedir. 2011 yılı sonlarına doğru faiz koridorunun üst sınırı yükseltilmiştir. Yükselen faizler ile sermaye akımlarındaki duruşun sınırlandırılması ve aynı zamanda kredilerin finansal istikrar ile uyumlu ve makul düzeye inmesi amaçlanmıştır (TCMB, 2013c:78).

3.4.1.2. Likidite yönetimi

Güçlü bir likidite yönetimi, bankaların en önemli aktivitelerinden birisidir. Likidite yönetimi para politikası aktarım mekanizmasının merkezidir. Merkez Bankası likidite yönetimi ise Bindseil'e (2000) göre; Bankacılık sektörü rezervlerinin, kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilmek için para politikası nihai amacı olan fiyat istikrarı ile tutarlı olarak yönetilmesi için oluşturulan kurallar bütünü ve araç setidir.

Merkez Bankası likidite yönetimi, bir diğer ifade ile çeşitli enstrümanlar ve belirlenen kurallar doğrultusunda nihai hedef olan fiyat istikrarını tesis etmede kullandığı kısa vadeli faiz oranlarını kontrol altında tutmak için açık piyasa işlemleri ¹⁹ ile likidite fazlası olduğunda sterilizasyon yapmak, likidite açığı olduğu durumda ise piyasaya enjeksiyon yapmak yani likidite sağlamak olarak tanımlanabilir (Güler, 2009:8).

Likidite seviyesine bağlı olarak TCMB'nin kullanmış olduğu araçları çeşitlendirmesi veya vadelerinin uzatılması likidite yönetiminin etkinliğini arttırmaktadır. Piyasadaki likidite açığı veya fazlası makul seviyede olduğu zaman gecelik ya da bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri ile likidite yönetiminin yapılması yeterli olmakta iken açık/fazla aşırı seviyeye ulaştığı zaman bankaların kredi politikası da değişmektedir (Vural, 2013:65).

Küresel krizin ardından TCMB tarafından etkin bir şekilde kullanılan likidite yönetimi; *Yabancı para likidite yönetimi* ve *TL likidite yönetimi* olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Türk lirası likidite yönetimi için Merkez Bankası üç aylık, haftalık, günlük vadeli repo ihaleleri, koridor sistemi ile zorunlu karşılık mekanizmasını kullanmaktadır. Yabancı para likiditesi için ise doğrudan döviz satım, rezerv opsiyon mekanizması, döviz alım-satım ihaleleri, bir haftalık ve bir aylık döviz depo faizi enstrümanları kullanılmaktadır (Yurt, 2016:106).

Kriz döneminde likidite yönetimi stratejisinde kredi piyasası ve faiz oranlarına odaklanılmıştır. Küresel kriz koşullarının getirdiği likidite sıkışıklığına karşılık TCMB kredi piyasasını destekleyici önlemler uygulamıştır. Piyasanın fonlanması için üç ay vadeli repo işlemlerinin uygulanması, zorunlu karşılıkların düşürülmesi gibi parasal önlemler ile bankaların likiditeye erişim imkânının arttırılarak kredi piyasasının canlandırılması amaçlanmıştır.

¹⁹ Açık Piyasa İşlemleri; Merkez Bankası tarafından finans piyasasındaki kısa vadeli faiz oranlarının politika faizi etrafında oluşmasını sağlamak ve likiditeyi düzenlemek için kullanılır. Merkez Bankası tarafından kullanılan açık piyasa işlemleri; Depo, repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım, likidite senedi ihracı, TL depo alım ihalesi işlemlerinden oluşmaktadır (Kaynak: TCMB).

Bir diğerk likidite yönetimi aracı da teminat döviz depo uygulamalarıdır. TCMB, TL ve döviz piyasalarının etkin bir şekilde çalışmasını ve bankaların likidite yönetimini desteklemek için teminat döviz piyasası işlemlerinde çeşitli düzenlemeler yapmıştır.

Finansal stresin arttığı dönemlerde, piyasa aktörlerinin aynı zamanda aynı yönde pozisyon alması finansal şartlarda bir sıkışıklık ve oynaklığa neden olmaktadır. Piyasada döviz talebi artarak olumsuz bir sarmal oluşabilmektedir. 2015 yılında normalleşme sürecinde izlenecek para politikası çerçevesinde TCMB nezdinde gerçekleştirilen TL işlemlerinin teminat koşulları sadeleştirilmiş ve bu işlemler için teminata kabul edilen döviz depolarının uygulama esaslarında değişiklik yapılmıştır. Buna göre; önceden döviz depolarının uluslararası piyasalarda değerlendirilmesiyle elde edilen faiz gelirleri masraflar düşüldükten sonra bankalara aktarılmaktaydı. Yapılan değişiklikle bankalardan teminat döviz deposundan herhangi bir masraf alınmaması sağlanmıştır ve faiz oranları piyasa koşullarına göre günlük ilan edilir hale getirilmiştir. Döviz depolarının teminata verilmesi ile TCMB piyasasındaki açık piyasa işlemleri ve bankalar arası para piyasasında teminat olarak kullanılan TL likidite yönetimi desteklenmekte aynı zamanda kur takası piyasasındaki faizler ile BIST repo faizinin farklılaşması sınırlandırılarak parasal aktarım mekanizmasının daha etkin çalışmasına katkı sağlanmaktadır (Gülşen ve Er, 2016).

Son dönemde, 2017 yılından bu yana TCMB tarafından etkin likidite ve kur yönetimini sağlamak için TL depoları karşılığı döviz depoları ve TL uzlaşmalı vadeli döviz satım işlemleri de gerçekleştirilmektedir. TL depoları karşılığı döviz depoları uygulaması ile Merkez Bankası, döviz ihtiyacı bulunan bankaların Londra swap piyasasında gerçekleştirdikleri işlemlere alternatif oluşturmayı hedeflemiştir. Böylece Londra swap piyasasındaki TL likiditesinin azaltılarak, TL swap oranının yükselmesini sağlamak ve uluslararası yatırımcıların TL maliyetlerini arttırmak istenmiştir. TL uzlaşmalı vadeli döviz satım işlemi ile Merkez Bankası döviz piyasasında gözlemlenen yüksek dalgalanmanın enflasyona etkilerini dikkate alarak döviz piyasasında derinliği arttırmak ve reel sektörün kur riskini etkin bir şekilde yönetmesine katkı sağlamak amacıyla 20 Kasım 2017'den itibaren TL uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalesi aracını devreye almıştır (Yalçınkaya ve Tunalı, 2019).

TL ve döviz piyasasındaki likidite düzenlemeleri 2018 ve 2019 yılında da devam etmiştir. Öncelikle 2018 yılında döviz karşılığı swap piyasasının açılmasına ve işlemlerin döviz ve efektif piyasalarında işlem yapmaya yetkili bankalar ile limitleri dahilinde kotasyon yöntemiyle yapılmasına karar verilmiştir. 2019 yılında ise TL ve döviz piyasası likiditesinin

arttırılması amacı ile daha önce 1 hafta vadeli olarak gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemlerinin 1, 3 ve 6 ay vadeli olarak gerçekleştirilmesine karar verilmiştir. 2019 yılı Mayıs ayında TL karşılığı altın swap piyasası ve Ekim ayında ise döviz karşılığı altın swap piyasasının açılmış, böylece bankaların likidite yönetimindeki etkinliğinin arttırılması hedeflenmiştir.

3.4.1.3. Zorunlu karşılıklar (ZK)

Merkez Bankası nezdinde bankaların zorunlu karşılığa tabii yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar rezerv bulundurmaları anlamına gelen zorunlu karşılık uygulaması, bankacılık sektörü için koruyucu bir tampon görevi görerek, toplam riski sınırlayıcı bir nitelik taşımaktadır.

Lim vd. (2011) tarafından yapılan sınıflamada likidite ile ilişkili makro ihtiyati uygulamalar arasında yer alan zorunlu karşılıklar, küresel kriz sonrası TCMB tarafından likidite yönetimi sürecine paralel aktif bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Zorunlu karşılıklar esas olarak kredi arzını etkilemektedir. Özellikle kriz dönemlerinde kredi hacminin kontrolü fiyat istikrarı ve finansal istikrar için önemlidir. Bu amaçla zorunlu karşılıklar, merkez bankaları tarafından kredi genişlemesini sınırlama ve likidite yönetimini düzenlemek için de kullanılmaktadır. Eroğlu ve diğerleri (2016) tarafından en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada da zorunlu karşılık oranlarındaki artışların tüketici kredileri ile negatif yönde çalıştığı yani tüketici kredileri üzerinde azaltıcı etkisi olduğu ancak tüketici kredilerini kontrol etmek ve sınırlandırmak için tek başına yeterli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Gray (2011) zorunlu karşılıkların *parasal kontrol, ihtiyat ve likidite yönetimi* olmak üzere üç amaçla uygulandığını belirtmektedir. Bu amaçlar kısa şu şekildedir:

Parasal kontrol

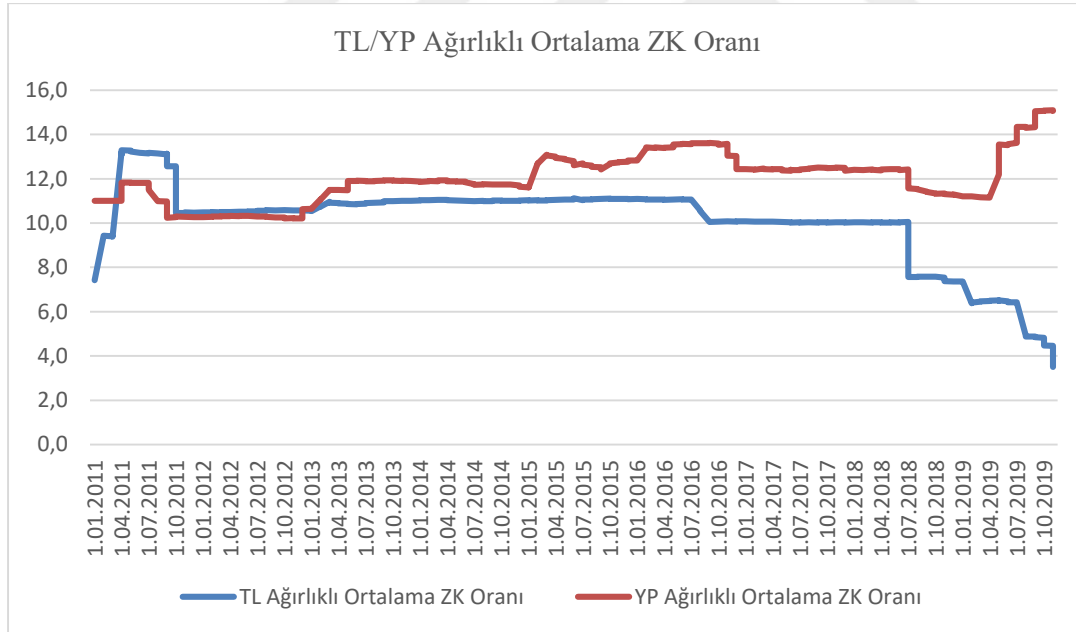
Zorunlu karşılıkların parasal kontrol özelliği iki türdedir. İlk olarak, rezerv para kolaylıkla arttırılmaz ise zorunlu karşılıklar, ticari bankaların bilançolarının büyümesini sınırlayabilmektedir. İkinci olarak Merkez Bankası mevduat faizi ve borç verme faizi arasındaki farkı etkileyerek parasal büyüklüklerin büyüme hızını ve enflasyonu kontrol etmeyi hedeflemektedir.

İhtiyati

Altın standardı zamanından bu yana ticari bankaların belirli miktarlarda Merkez Bankası veya diğer bankalarda tutmak zorunda olduğu karşılıklar likidite riski ve ödeme gücü zayıflığına karşı koruma sağlamaktadır.

Likidite yönetimi

Likidite yönetimi aktif veya pasif olabilir. Zorunlu karşılıkların aktif kullanılması ile bir Merkez Bankası rezerv fazlasını kontrol edebilir böylece rezerv fazlasının bankaların davranışına olan etkisi enflasyon veya deflasyona yol açmaz. Zorunlu karşılıkların aktif olarak kullanılması kısa vadeli faizlerdeki değişkenliğin azaltılmasına ve ticari bankaların zorunlu karşılık hesaplarına ilişkin dönem ortalamasını sağlamaları şartıyla kendi likidite yönetimlerini yapabilme esnekliğine de imkân sağlamaktadır (Böcüoğlu, 2015:14).



Şekil 3.12. TL/YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları

Kaynak. TCMB ZK veri seti.

Şekil 3.12. de yer alan grafikte 2011 yılından bu yana uygulanan TL/YP zorunlu karşılık oranlarının seyri verilmiştir. 2011-2012 döneminde TL ortalama ZK oranının, YP ortalama ZK oranından yüksek seyrettiği böylelikle piyasadaki döviz kuru dalgalanmalarının dengelenmeye çalışıldığı anlaşılmaktadır. 2012 ve 2013 döneminde TL ve YP ZK oranları paralel seyretmiştir, 2013 yılından sonra ise YP ZK oranlarının TL ZK oranına göre daha

yüksek seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Bu şekilde piyasadaki gelişmelere paralel olarak likidite yönetiminin sağlanması hedeflenmektedir.

2013 yılının son çeyreğinde zorunlu karşılıklarda kaldıraç uygulaması başlatılmıştır. Yüksek kaldıraç ile çalışan bankalara ek zorunlu karşılık uygulaması getirilmiş böylece bankaların borçluluk seviyelerinin sınırlandırılması hedeflenmiştir (Oskay, 2017). 2014 yılından itibaren ise TL zorunlu karşılıklara faiz ödemesi başlatmıştır. TCMB bu uygulamayı, bankaların çekirdek yükümlülük oranına (mevduat ve öz kaynağın kredilere oranı) bağlı makro ihtiyati bir araç olarak kullanmayı amaçlamıştır. Böylece zorunlu karşılık faizi banka bazında farklılaştırılarak bankaların yurtdışı borçlanma yerine, mevduat ve kredi kaynaklarını kullanarak yurtiçi tasarrufun ve ekonomik büyümenin desteklenmesi hedeflenmiştir (Ünalmiş ve Ünalmiş, 2015:6).

TCMB, zorunlu karşılıkların finansal istikrarı destekleyecek şekilde makro ihtiyati bir araç olarak daha etkin ve esnek kullanılmasına yönelik değişiklikleri 2019 yılında da sürdürmüştür. Öncelikle yapılan kanun değişikliği ile zorunlu karşılık uygulamasında bankaların yalnızca yükümlülüklerinin değil, bilanço içi ve dışı uygun görülen kalemlerin de esas alınabilmesi mümkün hale getirilmiştir. 19 Ağustos tarihli, 2019/34 sayılı TCMB basın duyurusu²⁰ ile TL zorunlu karşılık oranları ve TL cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ödenecek nema oranı, bankaların döviz endeksli kredileri ile bankalara kullanılan krediler hariç TL cinsi standart nitelikli ve yakın izlemedeki nakdi kredileri toplamının yıllık büyüme oranları ile ilişkilendirilmiştir. Bu karar ile piyasadaki TL likiditenin artırılması hedeflenmiştir. TCMB tarafından zorunlu karşılıkların likidite yönetimini destekleme işlevini güçlendirici tedbirleri 2019 yılı sonlarına doğru sürdürülmeye devam etmiştir. 2019/52²¹ sayılı basın duyurusu ile finansal istikrar ve reel kredi büyümesine dayalı ZK uygulamasını desteklemek amacı ile YP mevduat/katılım fonlarına uygulanan ZK oranlarının tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmasına ve TL reel kredi büyüme koşullarını sağlayan bankalar için bu oranların 200 baz puan daha düşük uygulanmasına karar verilmiştir. Bu karar ile piyasada döviz likiditesinin azaltılması amaçlanmıştır.

²⁰

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2019/DUY2019-34>

²¹ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-52>

3.4.1.4. Rezerv opsiyon mekanizması (ROM)

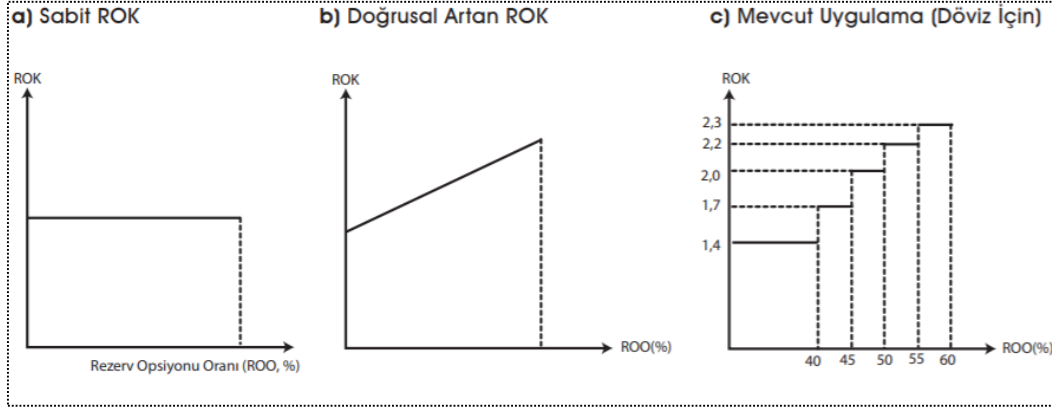
2011 yılı sonlarına doğru ZK uygulamasına ek olarak Türk Lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz veya altın cinsinden tutulmasını sağlayan “Rezerv Opsiyon Mekanizması” da para politikası araç setine dahil edilmiştir. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) ile sermaye akımlarının yurtiçi piyasalarda yol açtığı oynaklığın ve kurdaki dalgalanmaların azaltılması, bankaların döviz varlıklarını likidite ihtiyaçları doğrultusunda serbestçe kullanabilmesi ve böylelikle otomatik bir dengeleyici oluşturma hedeflenmiştir.

ROM’un çalışma mekanizması ise kısaca şu şekildedir:

Öncelikle ROM’un uygulanma sürecinde rezerv opsiyon oranı ve rezerv opsiyon katsayısı (ROK) kavramları da önemlidir. Rezerv opsiyon oranı, ROM’un hangi oranda ve hangi dilimde kullanılabileceğini göstermekte iken ROK ise dilimler bazında birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek altın veya dövizli belirleyen katsayıdır (Altuntaş, 2018).

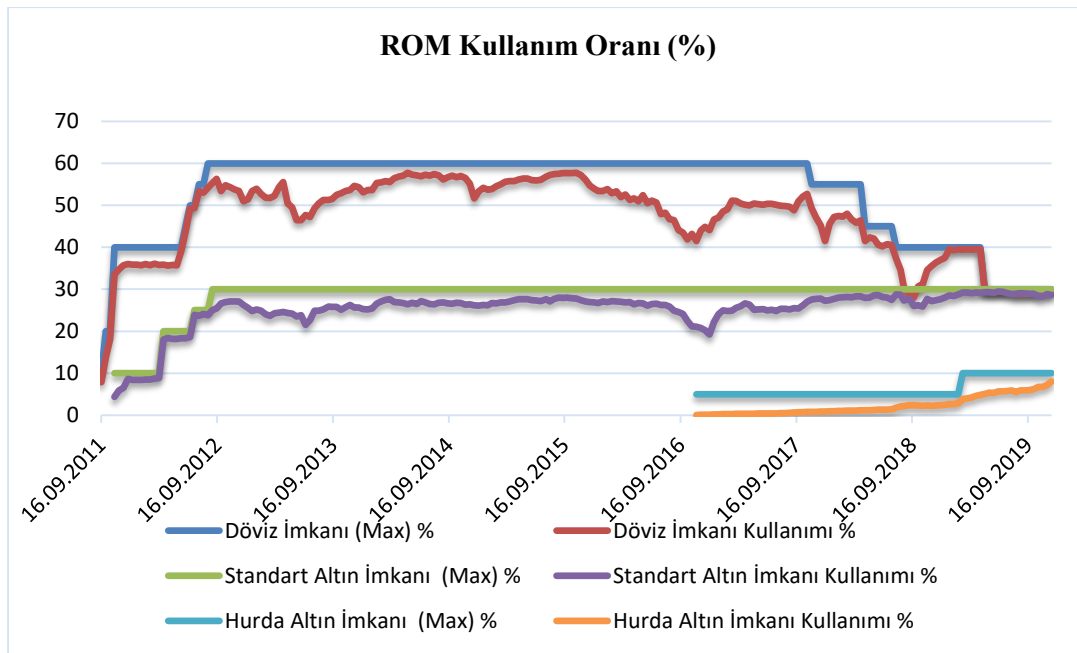
İşleyişi örneklendirmek gerekirse; Diyelim ki bankaların Türk Lirası yükümlülükleri için tutmak zorunda olduğu zorunlu karşılık tutarı 500 TL, Döviz yani yabancı para için de rezerv opsiyon oranı %80 olsun, bu demektir ki bankalar bu orana kadar zorunlu karşılık tutarlarını yabancı para cinsinden tutabilir. ROK’u 1 olarak sabit kabul edelim. Dolar (\$) kuru da 5,80 olsun. Bu durumda $500 * \%80 = 400$ TL’lik imkânın tamamını kullanmak isteyen bankalar buna karşılık gelen tutarda dolar yani $400/5,8 = 68,9$ dolar (\$) zorunlu karşılık tutabileceklerdir. Kısacası bankalar eğer isterler ise 500 TL zorunlu karşılık yükümlülüklerini 68,9 \$ ile karşılayabileceklerdir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:10)

Rezerv opsiyon katsayısı şekil 3.13. de gösterildiği üzere sabit, doğrusal ve artan olmak üzere üç şekilde tercih edilebilir. İlk durumda ROK sabit bir oran olarak belirlenirken, ikinci duruma göre ROK artan oranlarda belirlenebilmektedir. Üçüncü duruma göre ise mevcutta da uygulanan rezerv opsiyon oranının dilimlerine göre artan ROK gösterilmektedir. Şekil 3.14. de ise ROM kullanımının gelişimi görülmektedir.



Şekil 3.13. ROM kullanımına dair örnekler

Kaynak:(Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:10)



Şekil 3.14. ROM kullanım oranı (%)

Kaynak: TCMB ZK veri seti.

ROM'un sermaye akımları üzerinden otomatik dengeleme işlevi şu şekilde olmaktadır: Sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde yabancı paranın görece ucuz ve ulaşılabilir olması nedeniyle bankalar bu dönemde ROM'u daha fazla kullanmaya eğilimli olmaktadır. Bankalar tarafından ülkeye gelen yabancı paranın bir kısmı bu mekanizma ile zorunlu karşılık olarak kullanılmak üzere TCMB'ye aktarılarak piyasadan çekilmekte ve sterilizasyon sağlanmaktadır. Sermaye girişlerinin yavaş olduğu dönem de ise yabancı para kaynakların TL kaynaklarına kıyasla maliyeti artacağı için yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Böyle bir durumda da bankalar gereksinim duydukları döviz likiditesinin belirli bir kısmını rezerv opsiyon kullanımlarını azaltarak temin edebileceklerdir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:12).

Küresel konjonktürel gelişmelere ve esas olarak sermaye hareketlerinde aşırı oynaklığı azaltmaya yönelik tasarlanan ROM, TCMB tarafından son zamanlarda döviz kurunda yaşanan yükselişler karşısında da etkin bir araç olarak kullanılmaktadır. Ağustos 2018 de döviz imkân sınırı %45 den %40 a düşürülerek 2,2 milyar ABD doları tutarında dövizin bankaların kullanımına geçtiği belirtilmektedir. ROM'un kullanım oranının seyrini gösteren şekil 3.14. den görüleceği üzere ROM döviz imkânı kullanım oranının döviz kuru riskini yönetmek amacı ile giderek azalma eğiliminde olduğu söylenebilir. ROM'un döviz kuru oynaklıklarına karşı etkisinin incelendiği Ermişoğlu ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada bu durumu desteklemektedir. Çalışmada ROM'un kur oynaklığını düşürücü yönde de etkili olduğu ve %5 seviyesinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.5. Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizmasının Değerlendirilmesi

Geleneksel enflasyon hedeflemesinde, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranları ile enflasyonu hedef seviyeye yakın tutmayı amaçlamaktadır. Enflasyonu kontrol altında tutabilmek için ise çıktı açığı ve diğer değişkenlerden yararlanılmakta, varlık fiyatları veya finansal istikrar, amaç fonksiyonunda yer almamaktadır (Kara, 2012:6). Küresel krizin ardından merkez bankaları, ikinci temel önceliği olan finansal istikrarı sağlamak için faiz başta olmak üzere çeşitli araçlar ile para politikasına yön vermektedir. Söz konusu araçları ilgili hedeflere ulaştırın kanallar bütünü ise parasal aktarım mekanizmasını oluşturmaktadır.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi genel olarak üç aşamada ele alınmaktadır (ECB, 2000:43):

- İlk aşamada para politikasındaki değişimler faizlere, varlık fiyatlarına, döviz kuruna, likiditeye ve kredi koşullarına etki etmek suretiyle finansal piyasaları etkileyerek finansman maliyetlerini değiştirmektedir.
- İkinci aşamada finansman maliyetinde meydana gelen değişimler hane halkı ve firmaların harcama davranışlarına yansımaktadır. Son aşamada ise toplam harcamalardaki değişimler fiyatları ve üretim seviyesini etkilemektedir.

Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarının toplam talep ve üretime çeşitli kanallar üzerinden, hangi ölçüde, nasıl ve ne kadar sürelik bir gecikme ile etki edeceğini göstermektedir (Yalçın, 2018:2).

Mishkin (1995)'e göre para politikası kararları ekonomiyi temel olarak *faiz*, *varlık fiyatı*, *döviz kuru* ve *beklentiler* olmak üzere dört kanal üzerinden etkilemektedir. Parasal aktarım mekanizmalarını birbirlerinden keskin bir şekilde ayırmak mümkün olmamakta ve kanalların birbirlerini etkilediği veya tamamladığı kabul edilmektedir.

TCMB, kredi politikalarında zorunlu karşılıklar ve makro ihtiyati araçları, faiz politikalarında haftalık repo, likidite politikalarında ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi araçlarını kullanmaktadır. Bu araçların kullanılmaya başlanması ile parasal aktarım mekanizmasında *döviz kuru* ve *kredi* kanalları ön plana çıkmıştır (Eroğlu ve Kara, 2017: 65).

Finansal istikrarı dikkate alan bir parasal otorite için yalnızca politika faizleri yeterli gelmemektedir. Bu nedenle oluşturulan yeni para politikası bileşiminde, kredi ve döviz kuru kanalları, finansal enstrümanlar ile para politikası nihai amaçları arasında köprü görevi görmektedir. Para politikası iletişiminin kredi ve döviz kuru üzerinden yapılması politika çerçevesinin anlaşılır olması ve etkinliği açısından önemlidir.

TCMB tarafından yeni para politikası stratejisinde kredi ve döviz kuru kanallarının iletişim aracı olarak tercih edilmesinde; Küresel kriz sonrası iç ve dış talepteki ayrışma, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan niceliksel genişleme paketleri sonucu artan kısa vadeli sermaye akımları ile aşırı değerlenen Türk Lirası, artan yurt içi kredi kullanımı, dış ticaret ve cari işlemler dengesindeki bozulma etkili olmuştur (Kara, 2012:3).

3.5.1. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, para politikasının döviz kurları üzerinde yarattığı net etkinin ihracata ve bilançolar üzerine yansımaları sonucu hem toplam talebi hem de toplam arzı etkilemektedir. Döviz kuru kanalı açık ve esnek döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde şu şekilde çalışmaktadır:

Faiz değişiklikleri aktarım mekanizmasındaki döviz kuru üzerinde etkin bir rol oynayarak toplam talebi etkilemektedir. Bu durumun esas nedeni, reel faizlerin portföy yatırımlarının ana belirleyicilerinden olmasıdır (Karahana, 2015:5). Parasal genişlemenin olduğu (M) bir ekonomide yurt içi faiz oranları düşeceği için portföy yatırımcılarına göre o ülkede yatırım yapmak daha az karlı olacaktır. Bu nedenle o ülkeden sermaye çıkışı görülecek, yerel paranın değeri düşmeye başlayacak ve üretilen yerli malların değeri yabancı mallara göre ucuzlayacaktır. Bu durum nominal kur (E) da ↓ azalma olarak ifade edilmektedir. Nominal kurlarda yaşanan bu gelişmelerin net ihracat (NX) ve toplam talebi (Y) arttırması ↑ ise söz

konusu nominal kur değişimlerinin reel kura etkisi dahilinde gerekleŖecektir. Döviz kuru aracılığı ile alıŖan parasal aktarım mekanizmasının net ihracat üzerindeki etkisinin Ŗematik gösterimi aŖaęıda yer almaktadır (TCMB, 2013a:7; Mishkin, 2014:66).

$$M \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (3.1)$$

Küresel ticaretin artması, ölkeler tarafından esnek döviz kuru rejiminin benimsenmesi ile döviz kuru kanalı; İhracatı, ıktı açığı seviyesini ve enflasyonu etkileyerek parasal aktarım mekanizmasının iŖleyiŖinde önemli bir yer tutmaktadır ve döviz kuru kanalının aktarım mekanizmasındaki etkisi ölkelerin dıŖa açıklık ²² dereceleri ile de doğru orantılı olmaktadır (TCMB, 2013a:7).

İhracat ve ithalatın, GSYİH içerisindeki payına göre belirlenen açıklık derecesi ne kadar büyükse, döviz kurunun aktarım mekanizması içerisindeki ağırlığı da o kadar fazla olmaktadır. Ticaret Bakanlığı, dıŖ ticaret istatistiklerine göre 2018 yılı Türkiye dıŖ ticaret hacmi %70 ²³ olarak gerekleŖmiŖtir. Bu nedenle döviz kurundaki değişimlere bağlı olarak döviz kuru kanalı aktarım mekanizması içerisinde önem arz etmektedir.

Döviz kuru kanalı, dıŖa açık küçük ekonomilerde talep üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Döviz kuru, özel sektörün enflasyon beklentisinin ve geleceğe iliŖkin beklentilerinin Ŗekillenmesinde ve yatırım kararlarını etkilemede önemli bir rol oynamaktadır. Çoğu küçük açık ekonomide gerek hane halkı gerekse firmaların varlıklarının önemli bir bölümü yabancı para cinsindedir. Bu durum döviz kuru kanalının ödemeler dengesi üzerindeki etkisini arttırmaktadır (Erdoğan, 2011:64).

Yeni para politikası çerçevesinde TCMB, kısa vadeli faizlerde günlük ayarlama yaparak sermaye hareketleri ile döviz kuru oynaklığını dengeleyebilmektedir. Küresel risk iŖtahındaki değişmelere karŖı sermaye hareketinin döviz kuru üzerindeki etkisini sınırlayabilmek için fonlama miktarında eŖitli ayarlamalar yapabilmektedir. Fonlama yönetimi ile yaptığı bu ayarlamalara ek olarak yeni politika stratejisinde geliŖtirdięi faiz koridoru ile de sermaye akımlarına yön verebilmektedir. Sermaye akımlarının tersine alıŖan bu koridor sistemi, döviz kuru oynaklığını azaltabilmektedir (Günel, 2019:478). Faiz koridoru ve likidite operasyonları ile kısa vadeli faizlerin hızlı bir Ŗekilde yönetilmesi küresel

²² DıŖa açıklık ekonomik ve finansal açıklık olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Toplam dıŖ ticaret hacminin (ithalat+ihracat) toplam yurtiçi üretime (GSYİH) oranlanması ile küresel ticarete geleneksel gösterge olarak kabul edilen ticari (ekonomik) dıŖa açıklık oranı elde edilmektedir. Finansal açıklık ise toplam uluslararası yatırım kredileri ile borç miktarının GSYH'ye oranı ile ölçölmektedir (Erdoğan, 2011:69).

²³ <http://risk.gtb.gov.tr/data/572b3a8a1a79f50cd8a22b1a/1-Yillara%20Gore%20Dis%20Ticaret.pdf>

belirsizlikler altında para politikasına esneklik kazandırmaktadır. Böylece TCMB faiz koridoru ile faizlere doğrudan müdahale etmek yerine koridoru, daraltıp genişleterek piyasalarda döviz kurlarını ve kredi kanalını kontrol altında tutabilmektedir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının (FED, ECB, BOE, BOJ) uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları sonrasında artan kısa vadeli sermaye hareketleri cari açık riskini arttırabilmekte ve ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir bu nedenle döviz kurundaki değişimler makro finansal riskler için önemli bir sinyal olarak kabul edilmektedir (Yeter,2017:145; Günal 2019:478). TCMB'nin faiz koridoruna ek olarak döviz kuru üzerinde etkili olan diğer araçları ise zorunlu karşılıklar (ZK) ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM)'dur.

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde piyasada oluşan döviz bolluğu, döviz borçlanma maliyetlerini düşürmekte, ROM mekanizması ile bankalar tarafından zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmekte böylece hem TL üzerindeki değerlenme baskısı hem de dövizin krediye dönüşümü sınırlandırılmaktadır.

3.5.2. Kredi Kanalı

Kredi kanalı; “Banka bilanço kanalı” ve “kredi kanalı” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Banka bilanço kanalına göre, para politikası banka rezervlerini etkileyerek bankaların kredi verme kabiliyetini etkilemektedir. Genişletici bir para politikası ile bankaların rezervleri ve mevduatları artış gösterecek ve verebilecekleri kredi miktarı da yükselecektir. Kredi miktarındaki bu artış firmaların yatırım harcamasında artış sağlayacak ve toplam talep üzerinde genişletici bir etki yaratacaktır. Bu durum kredi kanalının krediler vasıtası ile çalışmasına bir örnektir. Krediler kanalının bir diğer etki alanı firmaların bilançolarıdır. Örneğin, daraltıcı bir para politikası sonucu yükselen faizler firmaların borçlanma maliyetini arttırmakta ve uzun vadeli varlıklarının değerini düşürmektedir.

Banka bilançoları üzerinden parasal aktarım mekanizmasını şu şekilde işlemektedir:

$$M \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow NW \uparrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (3.2)$$

Emlak fiyatını (P) arttıran genişlemeci bir para politikası (M), banka sermayesini (NW) arttırmakta ve bankanın verdiği krediler (L) de de artışa yol açmakta, böylelikle yatırım (I) ve toplam çıktı (üretim) (Y) artmaktadır (Mishkin, 2014:65).

TCMB'nin yeni politika stratejisi kapsamında uyguladığı zorunlu karşılıklar politikası kredi kanalı üzerinden etkili olan önemli bir araçtır. TCMB sermaye girişlerinin makro finansal riskleri arttıracığı öngörüsü ile hızlı kredi genişlemesine faiz artışı ile karşılık vermemiş, bunun yerine ZK oranlarını arttırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir strateji uygulamıştır (Eroğlu, 2018:62).

Faiz koridoru da kredi arzını etkileme gücüne sahip bir diğer para politikası aracıdır. Faiz koridorunun genişliği ile TCMB kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliğini etkilemektedir. Kredilerde aşırı bir genişleme görüldüğünde TCMB fonlama miktarı ve maliyeti belirsizliğini arttırarak, tersi durumda ise azaltarak kredi arzında sıkılaştırma veya rahatlama sağlamaktadır.

Sermaye akımlarının yoğunlaştığı dönemlerde faiz koridoru aşağı yönde genişletilerek yurtiçi faiz oranlarının spekülasyon hareketleri karşısında cazibesini yitirmesi sağlanmaktadır. Sermaye hareketlerinin azaldığı dönemlerde ise artan kur hareketlerine karşı faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir. Politika faizinin koridor içerisinde dalgalanması fonlama maliyetinde belirsizliğe yol açmaktadır ve bu belirsizlik de TCMB'nin yeni bir politikası olmaktadır. Artan sermaye akımlarına karşı TCMB bu belirsizlik politikasından yararlanmış, bankalar faiz riskinden kaçınmak için kredi arzlarını daraltmışlardır.

3.5.3. Faiz Kanalı

En geleneksel parasal aktarım mekanizması kanalı faiz kanalıdır. Faiz oranı kanalı standart Keynesyen parasal aktarım kanalı olarak da belirtilmektedir. Faiz kanalı borç paranın marjinal maliyetini değiştirerek tüketim yönünden ekonomik aktörlerin tüketim tercihi ve nakit akımını etkilemektedir, üretim yönünden ise yatırım, tasarruf ve toplam talebi etkilemektedir (Örnek, 2009:106).

Keynesyen yaklaşıma göre faiz oranı kanalının ekonomi üzerindeki etkisi kısaca aşağıdaki gibi gösterilebilir (Mishkin, 1995:4):

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (3.3)$$

Parasal genişlemeci politika (M) reel faiz oranında (i) bir düşüşe neden olmakta, bu da sermayenin maliyetini azaltarak yatırımları (I) pozitif yönlü uyarmakta ve artan yatırımlar toplam talep ve hasılanın (Y) artmasına yol açmaktadır.

Keynes orijinal modelde faiz kanalının yalnızca işletmelerin yatırım kararları ile işlediğini belirtse de tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim harcamalarının da birer yatırım harcaması olarak kabul edilmektedir (Mishkin, 1995:4).

Faiz kanalının ekonomik sisteme olan etkisi Merkez Bankalarının politika faizi kararları ile sürdürülmektedir. Örneğin; politika faiz oranının düşürülmesi, banka faiz oranlarının da düşmesini sağlamakta ve bu durum bireylerin tasarruf eğilimini zayıflatarak tüketimi teşvik etmektedir. Aynı zamanda düşen faizler tasarruf yapmanın getirisini, sermayenin ise maliyeti azaltmış olduğundan firmalar da yatırımlarını arttırmaktadır.

Faiz oranı kanalının işleyişinin en önemli kısmı Merkez Bankasının kontrolündeki çok kısa faiz oranları ile yatırım ve tüketim harcamaları üzerinde etkili olan uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişkidir. Toplam harcama kalemlerinin uzun dönem faiz oranlarında oluşan değişikliklere duyarlı olduğu varsayımında, parasal otoritenin müdahalesi neticesinde kısa dönem faiz oranında meydana gelen değişimlerin ekonomi üzerindeki etkisi faiz oranlarının vade yapısı aracılığı ile kurulmaktadır bu nedenle uzun dönem faiz oranları ile beklenen enflasyon arasındaki ilişki ve faiz oranlarının vadesi para politikası düzenlemelerinde etkili olan önemli unsurlardır (Walsh, 2003:473).

Faiz oranı kanalının etkinliği enflasyon oranları ile ters orantılı çalışmaktadır. Yüksek enflasyon oranları, faiz oranı kanalının etkinliğini zayıflatmaktadır. Sermaye maliyeti enflasyondan arındırılmış nominal yani reel faiz oranlarına bağlı olarak belirlenmektedir, bu durumda nominal faiz oranları arttırılsa bile yüksek enflasyon nedeniyle reel faizlerde istenilen artış sağlanamayacaktır (Uanguta ve Ikhida, 2002:3).

Küresel krize giden süreçte ise ABD ekonomisi faiz kanalından kredi kanalına doğru etkilenmiş, faiz kanalı etkisini kaybetmiştir. Düşük tutulan faiz oranları ekonominin canlandırılması yerine varlık fiyatlarında balon oluşumunu tetiklemiş ve bu durum krize zemin hazırlamıştır.

Asimetrik faiz koridorunun aktif olarak uygulandığı 2010-2012 ve 2014-2016 dönemlerinde, birden çok faiz oranının kullanılması ve fonlama kompozisyonunun günlük olarak ayarlanması ile Türkiye’de uygulanan faizler, politika faizlerinden uzaklaşmış ve kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilirliğinden sapmasına ve neden olmuştur. Bu sapma para politikasında sadeleşme sürecinin başlaması ile azalmıştır (Talaslı, 2018).

3.6. BDDK Tarafından Uygulanan Makro İhtiyati Tedbirler

İhtiyati politikalar, Türkiye’de geleneksel olarak finansal aracılık sisteminin en önemli parçası olan bankacılık sistemi tarafından uygulanmıştır. Geçmiş finansal krizlerden edinilen tecrübeler ile BDDK’nın 2000’li yıllarda uyguladığı düzenlemeler, makro boyut içerse bile resmi bir makro ihtiyati çerçeveye içerisinde değildi. Bu dönemde BDDK daha çok mikro ihtiyati yetkilere sahipti ve bankaların finansal sağlamlığını sağlamaya odaklanmıştır (Kara, 2016).

Küresel krizin ardından sermaye akımlarının makro finansal riskleri ve iş çevrimlerini²⁴ tetiklemesi, Türkiye’de MAP tasarımında anahtar bir rol üstlenmiştir (IMF, 2017).

Türkiye uyguladığı MAP’ların hedefini “ana” ve “ara” olmak üzere iki şekilde belirlemiştir. Öncelikli ve ana amacı finansal sistemin istikrarının güçlendirmek ve korumak, var olan veya potansiyel sistemik riskleri engellemek iken, ara amacı aşırı kredi genişlemesini kontrol altına alarak cari açığın finansman kalitesini iyileştirmek olmuştur (Uysal, 2017).

Türkiye, kredi ve likidite ile ilgili makro ihtiyati araçları daha yoğun olarak kullanmayı tercih etmiştir. Tüketici kredilerine yönelik uygulanan makro ihtiyati politikaların temel amacı tüketici kredilerindeki hızlı genişlemeyi yavaşlatarak tasarruf seviyesinin artırılması ve bu tasarrufların verimli yatırımlara yönlendirilmesini sağlamak olmuştur (TCMB, 2014b:51).

Lim vd. (2011) kredi ile ilişkili dört makro ihtiyati araç olduğunu belirtmişti, bunlar; *Kredi genişlemesini sınırlama, kredi-değer (LTV) oranı, borç gelir (DTI) oranı ve yabancı para ödüncülerinin sınırlanmasıdır*. Türkiye, bu araçların dördünü de kullanmıştır. Sırası ile ilgili araçlar ve uygulanan politikalar aşağıda belirtilmiştir:

Kredi/değer (LTV) oranı

Küresel krizden sonra “tüketici kredilerindeki genişleme” Türkiye için de mercek altına alınması gereken önceliklerden olmuştur. Hane halkı borçluluğu ve kredi genişlemesi konusunda, Finansal İstikrar Komitesi’nin makro ihtiyati sıkılaştırma tavsiyeleri üzerine BDDK tarafından tedbirler alınmaya başlamıştır.

²⁴ İş veya finansal çevrimler, en genel ifade ile zaman içerisinde kendini tekrar eden daralma veya büyüme dönemleri olarak tanımlanmaktadır.

BDDK'nın 2011 yılında yapmış olduğu düzenlemelerde konut kredileri için LTV limiti uygulanmış ve kredi tutarının, teminata konu olan gayrimenkul değerinin %75'ini aşmaması kuralı getirilmiştir. Ticari gayrimenkuller için ise bu değer %50 olarak belirlenmiştir. Böylece aşırı kredi genişlemesi ve eğiliminin hafifletilmesi amaçlanmıştır. LTV limitleri sadece konut kredilerinde değil, taşıt kredilerinde de uygulanmıştır. 2013 yılsonuna doğru taşıt kredileri için araç türüne bağlı olarak %50-%70 arasında değişen LTV oranı uygulanmaya başlanmıştır. Araç kredilerine getirilen bu yeni düzenlemeye göre fiyatı 50.000 TL ye kadar olan araçlar için ön ödeme sınırlaması %30 olarak belirlenmiş, fiyatı 50.000 TL'den yüksek araçlar için ise kredinin kalan kısmı için %50 peşinat sınırı getirilmiştir. Böylece araç fiyatları yükseldikçe ödenmesi gereken yüzdesel peşinat artarak, özellikle pahalı araçlarda taşıt kredisi için olan talep daralmıştır (Arslan ve diğerleri, 2015:3).

Taşıt ve konut kredilerine getirilen kredi/değer oranlarının, kredi olarak kullandırılabilir miktarı azaltarak, kredi talebi ve arzını direkt, varlık fiyatlarını ise dolaylı olarak azaltması hedeflenmiştir. Böylece tüketicilerin kredileri geri ödeyememe ihtimalinin ve dolayısı ile bankaların tahsili gecikmiş alacak tutarlarının azaltılacağı düşünölmüştür (TCMB, 2014b:56).

Borç-gelir (DTI) oranı

BDDK tarafından Borç-gelir oranı, hane halklarının geliri ile uyumlu olmayan aşırı borçlanma eğilimini sınırlayıcı bir enstrüman olarak kullanılmıştır. 2013 yılında bu kapsamda kredi kartı limitlerinin gelir ile orantılı bir şekilde düzenlenmesi ve sınırlandırılması olmak üzere iki uygulama devreye alınmıştır (Göver ve Oğuz, 2017).

Kredi kartı limiti tekleştirilmiş ve kart hamilinin gelir seviyesine göre özelleştirilmiştir. Kart hamiline tüm bankalar tarafından verilecek toplam kredi kartı limitinin aylık ortalama net gelirinin dört katından fazla olamayacağı kuralı getirilmiştir. Kart hamilinin yasal izni olmaksızın ve kart hamilinin toplam limitinin gelirinin dört katını aşması durumunda limit artışı yapılamayacağına karar verilmiştir. Böylece hane halkının geliri ile orantılı borçlanması ve borcun geri ödenmeme riskinin azaltılması hedeflenmiştir (TCMB, 2014b:53).

TL kredi genişlemesi sınırlaması

Tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi sermaye akımları ve bunun neticesinde kredi genişlemesi Türkiye için de sistemik bir risk faktörü olmuştur. Bu kapsamda BDDK, TMSF ve TCMB kredi genişlemesini sınırlandırıcı çeşitli önlemler almıştır.

Finansal İstikrar Komitesi rehberliğinde, BDDK kanalı ile Haziran 2011 de ilk makro ihtiyati sıkılaştırma paketi devreye alınmıştır. Hızlı büyüme oranına sahip ihtiyaç kredileri için bankaların ayırmaları gereken karşılık oranları arttırılmış ve sermaye yeterliliği hesaplamalarında kullanılan risk ağırlığı arttırılmıştır (İlhan, 2019).

2010 yılında BDDK tarafından “Banka ve Kredi Kartları Hk. Yönetmelik” te yapılan değişiklik ile kredi kartı için minimum ödenmesi gereken tutarlar yükseltilmiştir. Asgari ödeme oranları %20’den %40 a çıkarılmıştır. Bu düzenleme ile tüketicilerin kredi kartlarını bireysel finansman aracı olarak kullanımının engellenmesi, borcun ödenmeyen kısmının yani krediye dönüşen tutarın ve uzun vadede kredi kartı kullanıcılarının ödeme alışkanlıklarının değiştirilerek hane halkı borçluluğunun azaltılması hedeflenmiştir (TCMB, 2014b: 52).

2014 yılı başlarında BDDK kredi genişlemesini sınırlayıcı birtakım önlemler daha almıştır. Konut kredisi haricindeki tüketici kredilerinin vadesi 36 ay ile, araç kredilerinin vadesi ise 48 ay ile sınırlandırılmıştır. Bir diğer tedbir ise kredi kartı taksitlerine getirilen sınırlama olmuştur. Kredi kartı taksit sayısı maksimum 9 ay ile sınırlandırılmış, telekomünikasyon ve kuyumculuk sektörleri için kredi kartı ile taksitli ödeme yapılmasını kaldırmıştır (Göver ve Oğuz, 2017).

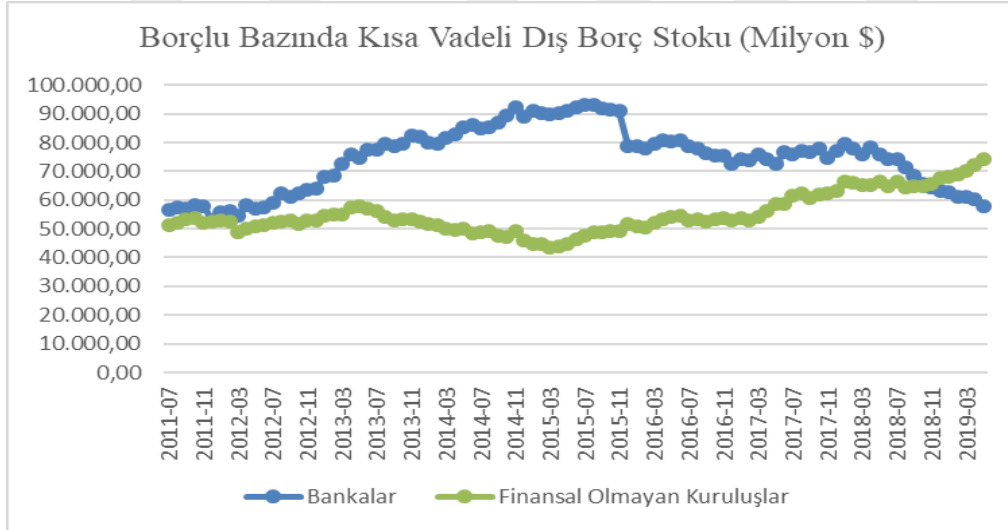
Bu dönemde yapılan kredi kartı taksit sınırlamaları ile tüketicilerin kredi kartı ile aşırı borçlanmasının önüne geçilmesi, kredi kartının bir ödeme aracı olarak kullanılması ve kredi gereksiniminin tüketici kredisi yoluyla karşılanması amaçlanmıştır. Ayrıca taksit sayısının azaltılarak, tüketicilerin taksit ile geri ödeyeceği aylık borç tutarının arttırılması ile taksitli alışverişlerin azalması böylece kredi hacmi üzerinde de doğrudan bir azalış sağlanması hedeflenmiştir (TCMB, 2014b:54).

YP kredi sınırlaması

2008-2009 yılları arasında ülkemizde de döviz sıkışıklığı yaşanmaya başlamış ve bankalar, finansal pozisyonlarını korumak için öncelikle vermiş oldukları döviz kredilerini ve

eurobond tahvilleri azaltmışlardır. 2009 yılının ikinci çeyreğinde “Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu, 32 Sayılı Karar” ile döviz kuru riskini bertaraf etmek için hane halkına verilen döviz kredileri kanunen yasaklanmıştır. Döviz kazancı olmayan şirketlerin ise döviz ile yurtdışından borçlanabilmesi mümkün kılınmıştır.

Hane halkına verilen döviz kredilerinin sınırlandırılması ancak döviz kazancı olmayan şirketlerin belirli koşullar altında bankalardan borçlanabilmesi dış borcun kompozisyonunun küresel kriz sonrası dönemde finans dışı şirketlerden bankalara kaymasına neden olmuştur. Bankaların 2008 yılında dış borcunun GSYH’ye oranı %8 iken 2015 yılında %20 ye yükselmiştir (IMF, 2017:68). Bankaların ve finansal olmayan kuruluşların kısa vadeli dış borç stoku şekil 3.15. de görülmektedir.



Şekil 3.15. Borçlu bazında kısa vadeli dış borç stoku, milyon \$(2011-2019)
Kaynak: TCMB EVDS

Şekil 3.15 de 2012-2015 yılları arasında bankaların artan kısa vadeli döviz borcu buna karşılık finansal olmayan kuruluşların azalan kısa vadeli döviz borcu bulunmaktadır. Ancak 2018 yılı itibari ile “Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’nda yapılan değişiklik²⁵ ile bankaların kısa vadeli döviz borcunun tekrar azalış eğilimine girdiği görülmektedir. Döviz cinsinden kredi kullanımına ilişkin birtakım düzenlemeler yapılmış, yurt içi ve yurt dışı yabancı para kredi kullanımları bazı kurallara tabi tutulmuştur.

Bu kurallardan bazıları şöyledir (TCMB, 2018):

²⁵ Söz konusu değişiklikler 2 Mayıs 2018’de yürürlüğe giren “32 sayılı kararda değişiklik yapılmasına ilişkin tebliğ” de yer almaktadır.

- Döviz endeksli kredi uygulaması sonlandırılmıştır,
- Firmaların döviz kredi bakiyesi son üç mali yıldaki döviz gelirlerinin toplamıyla sınırlandırılmıştır,
- Açık bulunan ve kredi bakiyesi 15 milyon ABD dolarının altında olan kredilerin döviz kredisi olarak yenilenmemesi ve 15 milyon ABD dolarının üzerinde yabancı para kredisi bulunan firmalar için ise düzenli olarak sistemik risk veri takip sistemi ile analiz edileceği belirtilmiştir.

Genellikle BDDK kanalı ile devreye alınan makro ihtiyati politika ve uygulamaları ana başlıklar halinde yukarıda özetlenmiştir. 2011-2019 yılları arasında hem BDDK hem de TCMB tarafından hayata geçirilen bazı önemli makro ihtiyati tedbirler ise Sermaye tabanlı, hane halkına, bankacılık likidite düzenlemesine ve sistemik riske yönelik olmasına göre seçilerek Ek-1 de belirtilmiştir (Bkz. Ek1).



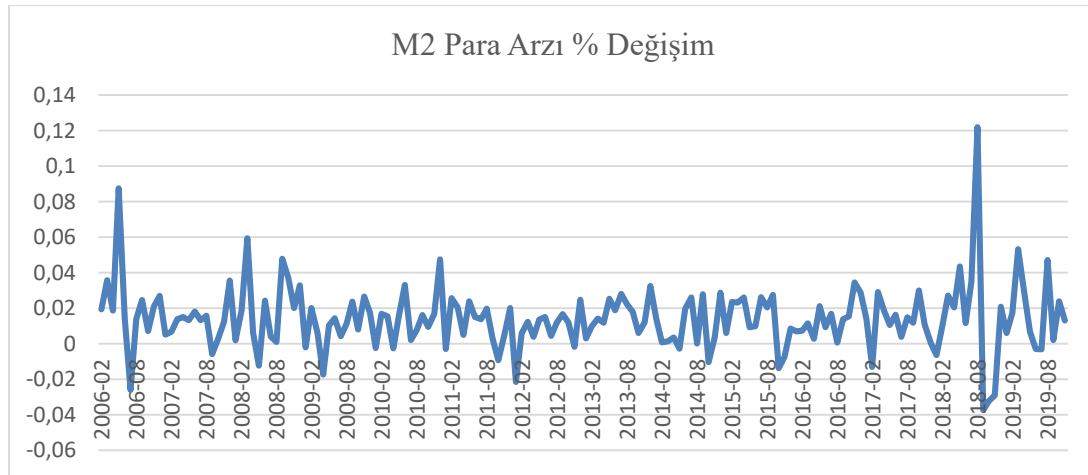
4. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu bölümde, M2 para arzı, Kredi/GSYİH ve Kredi/GSYİH açığı göstergeleri ve Türkiye'nin de içinde yer aldığı kırılğan beşli ülkelerinde hane halkı ve özel sektör kredi gelişiminin seyri sunulmuş ve TCMB'nin uyguladığı para politikası değerlendirmesi yapılmıştır.

4.1. Ortaya Konan Tartışma ve Politikalar

TCMB'nin uyguladığı politikalar ile ilgili en önemli göstergelerden bir tanesi para arzıdır. Para arzı, dar ve geniş anlamda değerlendirilir. Para arzına ilişkin temel olarak üç gösterge bulunmaktadır, bunları sırası ile M1, M2 ve M3 para arzı göstergeleridir. M1, M2 ve M3 para arzı göstergeleri kısaca şu şekildedir (Pınar ve Erdal, 2008:10):

- M1: Paranın değişim aracı olarak kullanılan kısmını yani dar tanımı ifade eder, vadesiz mevduatlar (TL/YP), dolaşıma çıkan banknotlar ve madeni paralardan oluşur.
- M2: Paranın tasarruf aracı olarak kullanılan kısmını da içeren M1'e göre daha geniş tanımlı para arzıdır. Ekonomik analizlerde daha sık olarak kullanılmaktadır. M1+ vadeli mevduatlardan (TL/YP) oluşmaktadır.
- M3: Para ve paranın yakın ikamelerini de içeren en geniş tanımlı para arzı göstergesi olup, M2+ para piyasası ve repo likit fonları ve ihraç edilen menkul değerlerden oluşmaktadır. TCMB'nin uyguladığı para politikaları, M2'nin bir önceki aya göre değişimleri üzerinden incelenmiştir.



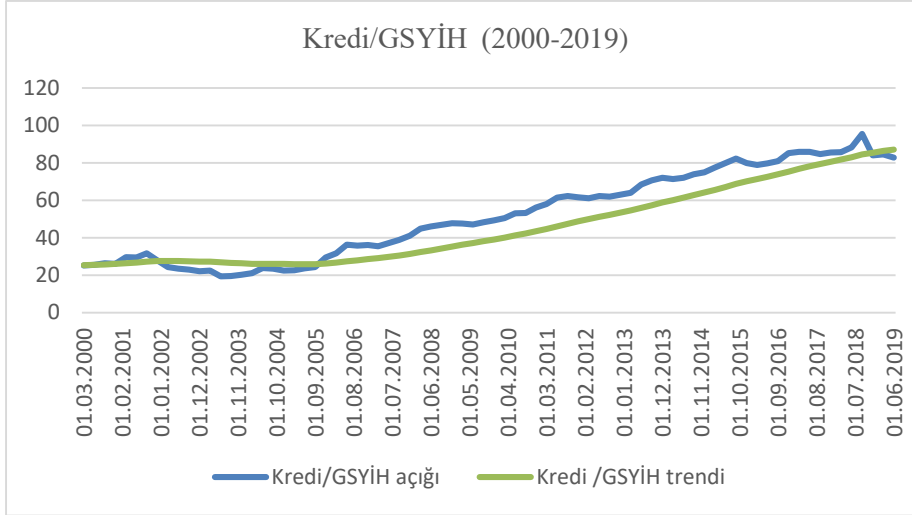
Şekil 4.1. M2 para arzı değişimleri (%)

Kaynak: TCMB EVDS.

Şekil 4.1 de yer alan grafikte 2006 yılının ilk döneminde, 2008 yılının ilk aylarında, 2012 yılının ikinci yarısında ve 2018 yılsonu hariç, 2018 yılı ortalarına kadar ve 2019 yılının başında TCMB'nin genişletici para politikası uyguladığı görülmektedir. Geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmaya başlandığı 2010 yılı ve sonrası dönemde 2018 yılı ağustos ayına kadar para arzı genişlemelerinin daha düşük oranda gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle cari açığın frenlenmeye çalışıldığı 2012 ve 2016 yıllarında para arzı artış hızının oldukça düşük seviyelere indirildiği görülmektedir.

Türkiye'ye sermaye akımları 2013 yılına kadar güçlü bir şekilde devam etmiştir. Fakat FED'in varlık alımlarını kademeli bir şekilde azaltacağı sinyali vermesinden sonra yükselen piyasa ekonomilerinde ciddi sermaye çıkışları başlamıştır. 2014 yılı başlarında FED'in uyguladığı belirsiz para politikası TL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur (IMF, 2017). FED 'in tampering politikası ile TL deki değer kaybının şiddetlenmesi finansal piyasalarda dalgalanma ve piyasa faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu durum risk primlerini de yükseltmiş ve neticesinde 2014 yılında TCMB sert bir faiz artırımını ile müdahale etmiştir. Genel olarak Kasım 2010 ve Ağustos 2016 dönemi uygulanan makro ihtiyati politikalar ve para politikaları sıkılaştırma yönlü ve birbirlerini tamamlayıcı özellik taşımışlardır (İlhan, 2019:57).

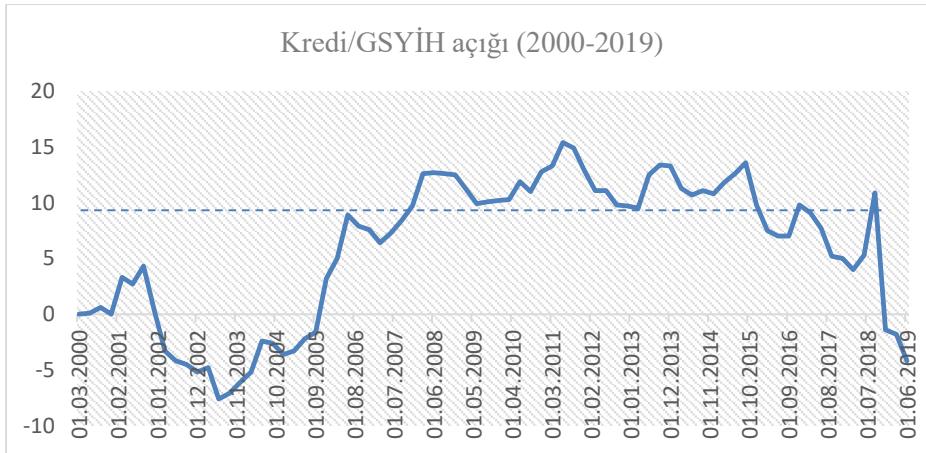
2016 yılında Türkiye ekonomisi, %3,2'lik büyüme oranı ile küresel krizin ardındaki daralma döneminden sonra son on yılın en düşük performansını göstermiştir. Bu durumun oluşmasında sermayenin konjonktürel gelişmeler karşısındaki esnekliği etkili olmuştur. O dönem yavaşlayan ekonomiyi toparlamak, oluşan risk algısını pozitifçe çevirmek ve büyümeyi hızlandırmak için devreye alınan mali teşvikler, 2017 yılında başlayan "Kredi Garanti Fonu" (KGF) kanalıyla kullanılan krediler ile makro ihtiyati tedbirlerde gevşeme dönemine girildiği söylenebilir.



Şekil 4.2. Kredi/GSYİH seyri (2000-2019)

Kaynak: BIS, statistics.

BDDK tarafından kredi/gsyih oranı döngüsel sermaye tamponu belirlenmesinde referans olarak kullanılmaktadır (Aydın ve Yılmaz, 2019). BIS istatistiki verilerine göre, finans dışı özel sektörün toplam kredi /Gsyih oranı 2019 yılı için %82, 8 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran için AB ortalaması %160, AB gelişmekte olan ülke ortalaması ise % 58 düzeyindedir (TBB, 2018). Şekil 4.2. deki verilere göre kredi/GSYİH oranı 2004 yılından 2019 yılı haziran ayına kadar trendin üzerinde gerçekleşmektedir. Şekil 4.3 de ise açığın seyri görülmektedir. 2004 yılı sonrasında kredi/GSYİH açığının 2019 döneminde kadar pozitif gerçekleştiği ve mavi kesikli çizgi üzerinde ise tarihsel eğilimin üzerinde kaldığı görülmektedir. Bu dönemde her iki değişkenin pozitif seyri finansal risklerin biriktigine işaret etmektedir.



Şekil 4.3. Kredi / GSYİH açığı trendi (2000-2019)

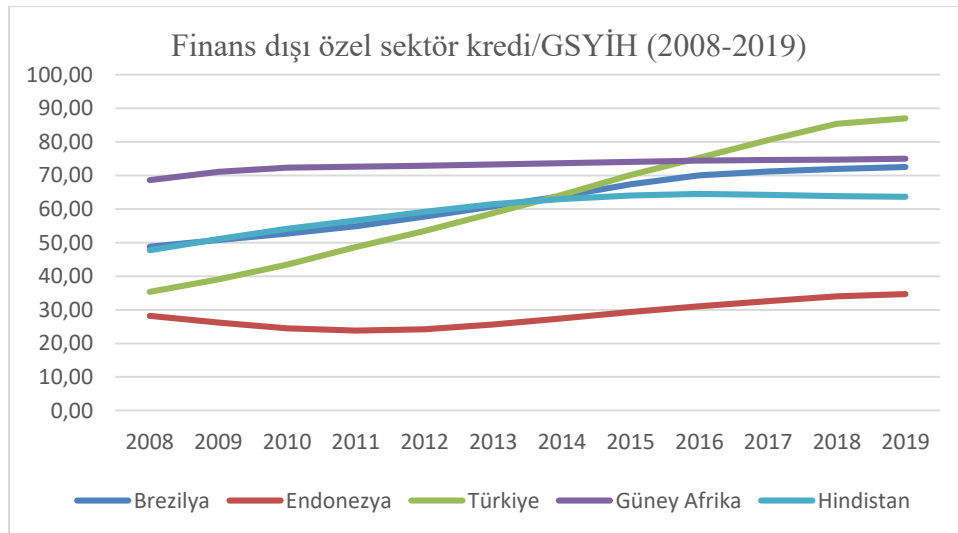
Kaynak: BIS

Kredi/gsyih açığı, kredi/gsyih oranı ve onun uzun dönemli trendi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Kredi/gsyih açığı finansal kırılganlıkları yansıtması nedeni ile bankacılık

krizleri için öncü gösterge olarak kullanılmaktadır. Basel III'e göre gösterge krizden 2 veya 3 yıl öncesinde minimum seviye ulaşmalı ve fazla değişim göstermemeli, stabil olmalıdır (Drehman ve Tsatsaronis, 2014:59).

Kredi/gsyih Basel Komitesine göre, bir ülkenin kredi/gsyih açığı uzun dönemli trendini %2 geçer ise bu seviye kritik eşiktir ve makro ihtiyati politika aracı olan döngü karşıtı sermaye tamponunun yükseltilmesi gerekmektedir (Drehmann ve Tsatsaronis, 2014:58).

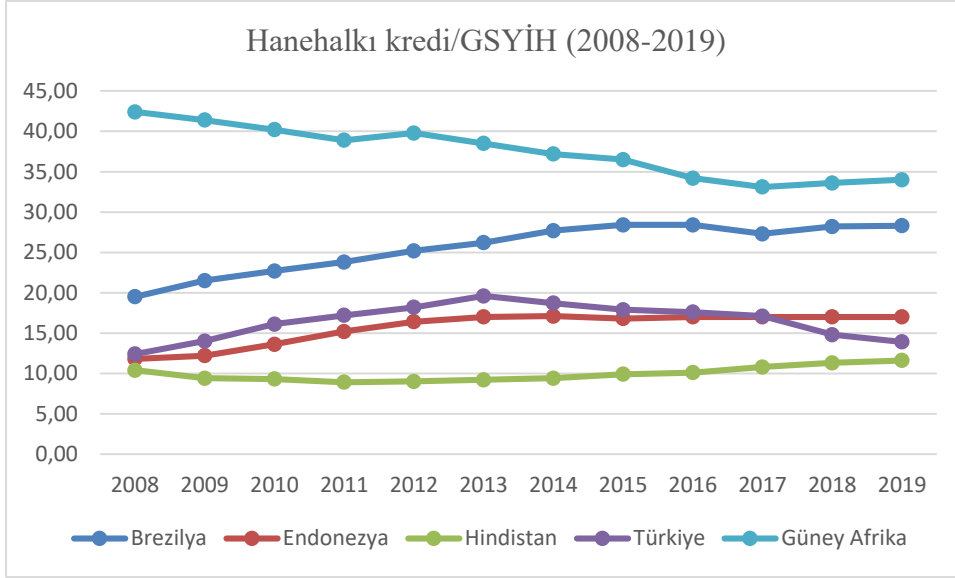
KGF ile canlandırılmaya çalışılan kobilerin yanı sıra hanehalkı için de BDDK tarafından uygulanan makro ihtiyati tedbirlerde 2016 yılından itibaren gevşetilmeye gidilmiştir. 2016 Eylül ayından itibaren ticari, tüketici ve yeniden yapılandırılan kredi koşullarında gevşeme, tüketici kredilerinin risk ağırlıklarının azaltılması, konut kredilerinin kredi teminat oranlarının (LTV) % 75 den % 80 e çıkarılması, kredi kartı vadelerinin uzatılması, toplam kredi portföyleri ve donuk alacakları içinde tüketici kredilerinin payı yüksek olan bankaların ilave genel karşılık²⁶ ayırması uygulamasına son verilmesi gibi uygulamalar ile makro ihtiyati tedbirlerde gevşeme yaşanmıştır. 2016-2017 dönemi piyasayı canlandırmak amaçlı gevşetilen makro ihtiyati tedbirlerin enflasyon ve banka kredilerinin genişlemesinin arkasındaki itici etkilerden olduğu düşünülmektedir (IMF, 2017; 2018).



Şekil 4.4. Kırılgan beşli finans dışı özel sektör kredi/GSYİH trendi (2008-2019)

Kaynak: TCMB EVDS BIS karşılaştırmalı ülke istatistiki verilerinden oluşturulmuştur.

²⁶ İlgili değişiklik 27.09.2016 tarihli ve 29840 sayılı Resmî Gazetede yer almaktadır.



Şekil 4.5. Kırılgan beşli hane halkı kredi/GSYİH (2008-2019)

Kaynak: TCMB EVDS BIS karşılaştırmalı ülke istatistiki verilerinden oluşturulmuştur.

Şekil 4.4. ve Şekil 4.5 de son on yılda kırılgan beşli ülkelerinde finans dışı özel sektörün ve hane halkının kredi/GSYİH trendi (HP filtreli) görülmektedir. 2019 yılı verilerine göre finans dışı özel sektöre kullanılan kredilerin GSYİH'ya oranı Brezilya'da %72,5, Endonezya'da % 34,70, Hindistan'da % 63,5 , Güney Afrika'da % 75, Türkiye'de ise % 87²⁷ seviyesindedir. Hanehalkına kullanılan kredilerin GSYİH'ya oranı ise Brezilya'da % 28,30 Endonezya'da %17, Hindistan'da %11, Türkiye'de % 13,9 ve Güney Afrika'da ise % 34' tür. Şekil 4.5 deki grafiğe göre Türkiye'nin 10 yıllık zaman diliminde hanehalkına kullanılan kredilerin 2013 yılından bu yana azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Hanehalkı kredilerindeki bu azalışta tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarında vade ve taksit kısıtları, kredi kullanımlarının taşıt ve konut kredilerinde varlık değeri, bireysel kredi kartlarında borcun gelire göre sınırlanması gibi ihtiyati uygulamalarının etkili olduğu düşünülmektedir.

Hanehalkına kullanılan kredi/GSYİH oranı diğer gelişmekte olan ülkeler seviyesine yakın iken, özel sektör kredilerinde ise Türkiye'nin hızlı kredi seyri ile başı çektığı görülmektedir. Kredi kullanım oranlarının hanehalkından özel sektöre kaymış olması, hanehalkı borçluluğu için makro ihtiyati anlamda pozitif ve finansal istikrarı destekleyici bir durum olsa bile, hızla artan özel sektör kredilerinin ne kadarının verimli alanlara yöneldiği ve katma değerli üretime dönüştüğü araştırılması gereken ayrı bir analiz konusudur.

²⁷ Gelişmekte olan ülke ortalaması ise %95'tir.

Son üç yılın bir değerlendirilmesi yapılır ise; 2017 yılında TCMB, döviz likiditesini düzenleyici ve finansal istikrarı gözetici politikalara ağırlık vermiştir. 2017'nin ikinci yarısından itibaren TCMB fonlamasının tamamı GLP kanalıyla yapılmaya başlanmış ve TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi GLP faizi olan %12,75 seviyesinde oluşmuştur (TCMB, 2018). Sadeleştirilen para politikası ile fonlamada tek bir kanal kullanılmaya başlanmıştır. Böylece para politikası öngörülebilirliğinin artırılmasının hedeflendiği düşünülmektedir. Kasım 2017 den itibaren ise TCMB'nin reel sektörün kur riskini riskini yönetme kapasitesini arttırıcı olarak uygulamaya başladığı TL uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalesi ile döviz piyasalarındaki derinliğin artması, fiyat istikrarının sürdürülmesi hedeflenmiştir.

2018 döneminde; TCMB para politikasının öngörülebilirliğini arttırmak ve parasal aktarım mekanizmasını güçlendirmek için başlamış olduğu operasyonel sadeleştirme sürecini tamamlamıştır. Asimetrik faiz koridoru yerine daha önce olduğu gibi gecelik borçlanma ve borç verme oranlarını bir haftalık repo faizi etrafında simetrik koridor olarak uygulamaya geçmiştir. Fonlamada birden fazla faiz oranı kullanmayı bırakmış ve sadece haftalık repo ihaleleri ile fonlama sağlanmaya başlanmıştır. Ek olarak 2018 yılında artan döviz kuru oynaklığı karşısında swap operasyonları başlatılmıştır.

2019 dönemi ilk yarısında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ilerleyen dönemlerde enflasyon etkinliğinin artırılması amacı ile %24 seviyesinde sabit tutulmuştur. Politika faiz kararına ek olarak zorunlu karşılıkların makro ihtiyati bir araç olarak daha esnek ve etkin uygulamasına yönelik kredi büyüme oranları her zorunlu karşılık döneminde hesaplanarak, kredi büyümesi % 10 ile %20 arasında olan bankalar için TL zorunlu karşılık oranlarının %2²⁸ olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Kredi büyümesi belirtilen referans aralığında olan bankalar için nema oranının %13 den %15' e yükseltilmesine, diğer bankalar için ise %5 olmasına karar verilmiştir. Bu yeni karar ile piyasadaki kredi büyümesinin dengeli dağılımının sağlanması, kamu bankalarına kıyasla kredi büyüme oranları daha düşük olan özel bankaların da kredi vermeye teşvik edilmesi hedeflenmiştir.

Yurtiçi altın tasarruflarının finansal sisteme dahil edilebilmesi için TL ve YP karşılığı altın swap piyasası açılmış ve bankaların likidite yönetimine katkı sağlanması hedeflenmiştir.

²⁸ Basın duyurusuna göre %2 lik oran, 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduat/katılım fonu (yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç) ve 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler (yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dâhil) hariç tüm vade dilimlerinde uygulanacaktır (<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-34>)

KGF destekli krediler ile kredi hacmi artmış olan kamu bankalarının nemadan faydalanabilmesi için kredi büyümesine %20'lik bir tavan konularak hızlı kredi büyümesinin sınırlandırılacak olmasının, riskli kredi artışlarının önüne geçilmesi ve finansal istikrarın desteklenmesi anlamında olumlu olabileceği düşünülmektedir. Ancak bu uygulamanın banka bilançoları üzerinde baskı oluşturup oluşturmayacağı, kamu bankalarının mevcuttaki hızlı kredi genişlemesini daha da arttırıp arttırmayacağı ve finansal istikrar için risk oluşturup oluşturmayacağı ise uzun vadede gözlemlenebilir.

TCMB'nin son dönemde en aktif kullandığı makro ihtiyati politika aracı zorunlu karşılıklar olmuştur. Zorunlu karşılıklarda yapılan değişikliklerin maliyet ve likidite kanalı ile ekonomiyi etkilemesi amaçlanmaktadır. 2019 yılının son aylarından bu yana zorunlu karşılıklara ilişkin kredi büyümesine dayalı nema ödemesi, YP ZK oranının arttırılması, döviz hesaplarındaki zorunlu karşılıklardan komisyon alınması ve ROM kapsamında hurda ve standart altın ZK oranlarında yapılan değişiklikler ile piyasadaki altın ve döviz likiditesinin arttırılması hedeflenmiştir. TCMB, açık piyasa işlemlerinden ziyade zorunluk karşılıklar üzerinden likidite yönetimini sağlamaya çalışmakta olduğu söylenebilir.



5. SONUÇ

Küresel krizden önce gelişmiş ülkelerdeki konut kredilerinin aşırı genişlemesi, kredilerin özensiz dağıtımı, konut fiyatlarında gelişen ani ve aşırı yükselişin getirdiği sistemik risk, finansal sistemi kırılganlaştırmış ve sonucunda kriz meydana gelmiştir. Bu durum küresel krize kadar uygulanan geleneksel politikaların sistemik riski önlemede yetersiz kalabildiğini ve aynı zamanda tek başına fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrar için yeterli koşul olmadığı anlaşılmıştır. Bu sebeple geleneksel para politikalarına ek olarak mikro ve makro ihtiyati politikaların uyum içerisinde uygulanmasının sistemik risklerin kontrol altına alınmasında etkili olduğu anlaşılmıştır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, finansal ve kurumsal yapısına göre tercih edebilecekleri kredi, likidite veya sermaye ile ilişkili çeşitli politika araçlarını içeren makro ve mikro ihtiyati politikalar yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. LTV, DTI, zorunlu karşılık, sermaye zorunlulukları gibi çeşitli makro ihtiyati araçlar ülkeler tarafından en sık kullanılan araçlar arasında yer almıştır.

Küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi ise öncü göstergelerden olan güven endeksleri, imalat sanayi kapasite kullanım oranı ve büyüme oranında daralma ile kendini göstermiştir. Bu çalışmada, TCMB'nin küresel kriz öncesi ve sonrası stratejisine yer verilmiş hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları ile TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamadaki performansı değerlendirilmiştir. TCMB'nin uygulamalarına ek olarak BDDK tarafından devreye alınan ihtiyati politikalara da yer verilmiştir.

Küresel krizden çıkış sonrası dönemde, merkez ülkeler tarafından uygulanan niceliksel gevşeme politikaları sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Çalışmada yapılan analiz ile kümülatif sermaye akımlarının kırılgan beşli olarak nitelendirilen gelişmekte olan 5 ülke içerisinde (Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye) en fazla Türkiye'ye yönelim gösterdiği ve bu durumun ülkemiz sistemik riskini arttırmış olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Artan sermaye akımları, cari işlemler dengesini de bozmuştur ve cari finansmanın büyük çoğunluğu kısa vadeli portföy yatırımları ile yapılı hale gelmiştir.

TCMB, sermaye akımlarının ülkemize yoğun bir şekilde geldiği 2013 yılında asimetrik faiz koridorunun alt bandını daraltarak faiz indirimine gitmiş böylece sermaye akımlarına karşı faiz koridorunu aktif ve etkin bir şekilde kullanmıştır. Faiz koridoru uygulaması ile kredi ve döviz kuru kanalı, enflasyon ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda farklı yönlerde

kullanılabilmektedir. Çalışmadaki veriler ile ortaya konulan grafikler birbirini desteklemektedir. Asimetrik faiz koridoru aynı zamanda kredi-mevduat faiz farkını etkileyen bir araç olmasıyla finansal istikrarı desteklemektedir. TCMB'nin sermaye akımlarına karşı geliştirmiş olduğu bir diğer araç ise ROM olmuştur. ROM, sermaye akımları neticesinde artan döviz likiditesini, zorunlu karşılık ile TCMB nezdine aktarılmasını sağlayarak bir çeşit otomatik stabilizatör görevi görmüştür. Böylece döviz kuru kanalının etkin yönetimi sağlanmıştır. TCMB, 2013-2016 döneminde parasal sıkılaştırmaya yönelik politika izlemiş ve artan sermaye akımları ile hızla genişleyen tüketici kredilerini sınırlandırmak öncelikli hedefi olmuştur. BDDK'nın da katkı sunduğu çeşitli makro ihtiyati araçlar da (LTV, DTI vb.) tüketici kredilerinin sınırlandırılmasında etkili olmuştur. Ancak 2016 yılında makro ihtiyati politikalarda KGF kredilerinin de etkisi ile gevşeme dönemine girilmiş ve ekonomiyi canlandırma amaçlı kredi teşvikleri verilmiştir. Çalışmada finans dışı özel sektöre verilen krediler incelenmiş ve bu oranının 2019 yılında Türkiye için kırılğan beşli de en yüksek ülke olduğu ve %87 olarak gerçekleştiği görülmüştür. Hane halkına kullanılan kredilerin oranının ise %13 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kredilerin hane halkından özel sektöre kaydığı görülmektedir. Sürdürülebilir hane halkı borçlanması için olumlu bir gelişme olduğu düşünülse de özel sektör kredilerinin katma değerli üretime yönelip yönelmediği ayrıca bir çalışma konusu olarak değerlendirilmelidir.

Zorunlu karşılıklar, TCMB tarafından en aktif kullanılan makro ihtiyati araç olmuştur. Özellikle 2019 yılında zorunlu karşılıklar için kredi büyümesine göre nema ödemesi, döviz hesaplarından zorunlu karşılık komisyonu alınması, YP zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi, ROM uygulaması kapsamında döviz ve altın zorunlu karşılık oranlarının arttırılıp, azaltılması gibi çeşitli değişiklikler yapılmıştır. Gerek zorunlu karşılıktaki değişiklikler, gerekse swap ve döviz depo ihalesi uygulamaları ile TCMB'nin 2019 yılı için para politikasında odak noktasının döviz kuru istikrarı ve likidite yönetimi olduğu söylenebilir.

KAYNAKLAR

- Acharya, V., V., Pedersen L., H., Philippon, T. ve Richardson, M. (2017). Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2-47.
- Akkaya, M., Azimli, T. (2018). Türk bankacılık sektöründe likidite riski yönetimi. *Finansal Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 55(638), 35-57.
- Alantar, D. (2008). Küresel finansal kriz: nedenler ve sonuçları üzerine bir değerlendirme. *Maliye Finans Yazıları*, 1(81), 1-10.
- Allen, F. ve Carletti, E. (2012). Systemic risk and macroprudential regulation. International Economic Association Series, *The Global Macro Economy and Finance*, 191-210. doi:10.1057/9781137034250_11
- Aloğlu, T., Z. (2005). *Bankacılık sektörünün karşılaştığı riskler ve bankacılık krizler üzerindeki etkileri*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 22-23, 39.
- Alon, T., ve Swanson, E. (2011). Operation twist and the effect of large-scale asset purchases, *FRBSF Economic Letter*, 13, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). Sermaye akımlarının etkilerini yumuşatmaya yönelik yeni bir para politikası aracı: Rezerv opsiyon mekanizması, *İktisat ve Toplum Dergisi*, Sayı 25, 10-19.
- Angelini, P., Neri, S. ve Panetta, F. (2012). Monetary and macroprudential policies. *Working Paper No.1449*, 3, European Central Bank.
- Atasever, G. (2016). Mortgage krizi ve yatırımcı psikolojisi, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 53(618), 59-69.
- Aydın, İ., ve H., Yılmaz, G. (2019). Türk bankacılık sektörü için kredi açığı göstergeleri. *TCMB, Ekonomi Notları*, 3, 9.
- Balcılar, M., Özdemir, Z.A., Özdemir, H. ve Wohar, M.E. (2019). Fed's unconventional monetary policy and risk spillover in the US financial markets. *Discussion Paper*, 15-47, Eastern Mediterranean University, Department of Economics.
- Ball, L. (1999). Efficient Rules for Monetary Policy. *International finance*, 2(1), 63-83.
- Balmumcu, Ö. (2013). Küresel finansal kriz ekseninde para politikası tartışmaları. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4(2), 32-55.
- Başçı, E., ve Kara, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 9-25.
- BDDK (2019). Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, Eylül 2019, 14, 23.
- Beirne, J., ve Freidrich, C. (2014). Capital flows and macroprudential policies: A multilateral assesment of effectiveness and externalities. *ECB Working Paper Series No.1721*, 2-36.

- Bernanke, B., S. (2011). The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice. *Remarks at the 56th Economic Conference*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Bernanke, B., S. (2017). Monetary policy in a new era. *Brooking Institution*, 9-10, 48.
- Bernanke, B., S. ve Reinhart, V., R. (2004). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. *The American Economic Review* 94(2), 85-90.
- Berument, M., Denaux, Z., ve Emirmahmutoglu, F. (2015). The effects of capital inflows on Turkish macroeconomic performance. *Empirica, Springer; Austrian Institute for Economic Research; Austrian Economic Association*, 42(4), 813-824.
- Bindseil, U. (2000). Central bank liquidity management: Theory and euro area practice, *ECB conference*, 38.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia ve P. Mauro (2010), Rethinking macroeconomic policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.42, No.6 September, 199-215.
- Boissay, F., ve Capiello, L. (2014). Micro-versus macro-prudential supervision: Potential differences, tensions and complementarities, *ECB, Financial Stability Review*. 135-140.
- Borio C., ve Drehmann, M. (2009). Towards an operational framework for financial stability: Fuzzy measurement and its consequences. *BIS Working Papers*, No. 284, 4-50.
- Borio, C. (2003). Toward a macroprudential for financial supervision and regulation. *BIS Working Papers* No. 128, 2, 22.
- Borio, C. (2018). Macroprudential frameworks: Experience, prospects and a way forward, *Bank’s annual general meeting speech*, Basel, 9.
- Böcüoğlu, M. E. (2015). *Rezerv opsiyon mekanizmasının banka davranışlarına etkisi*, TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 14.
- Buiter, W., H. (2008). Central Bank and financial crises in maintaining stability in a changing financial system, Jackson Hole Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Politic Symposium*, August 21-23, 505.
- Calvo, G. A. (1998). Capital flows and capital market crises, the simple economics of sudden stop. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54.
- Cengiz, V. ve Karacan, R. (2015). Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri ve ekonomik sonuçları. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 15, 328-343.
- Chiriacescu, B. (2013). Macroprudential policy and financial stability, *Theoretical and Applied Economics*, 20(2), 81-88.
- Clement, P. (2010). The term macroprudential: Origins and evolution, *BIS Quarterly Review Paper*, 59-66.

- Clews, R., Salmon, C., Weeken, O. (2010). "The Bank's Money Market Framework", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 50(4), 292-301.
- Cordella, T., Federico, P., Vegh, C., ve Vuletin, G. (2014). Reserve requirements in the brave new macroprudential world. *Policy Research Working Paper* No.6793. Washington DC.
- Crockett, A., D. (1997). Why is financial stability a goal of public policy. *Economic Policy Symposium -Jackson Hole*, 7-36.
- Crockett, A., D. (2011). What Financial System for the Twenty-First Century? *Per Jacobsson Foundation*. 1-68.
- Çetin, Ö, M. (2016). TCMB para politikası uygulamalarının gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(14), 67-101.
- Danielsson, J., ve Zhou, C. (2016). Why risk is so hard to measure. *DNB Working Paper* No. 494.
- Darıcı, B. (2012). Finansal istikrar ve finansal istikrara yönelik kamusal sorumluluk çerçevesinde para politikası: Türkiye örneği. *TBB Özel Araştırma* 83, 2-3, 6-198.
- Demirhan, B. (2013). Türkiye'de yeni yaklaşım çerçevesinde para politikalarının finansal istikrarı sağlama yönünde uygulanması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(2), 567-589.
- Dikkaya, M., ve Eşsiz, F. (2014). 2008 krizi sonrası Türkiye'de para politikalarında değişim, (Ed. Erşan Sever, Murat Demir), *Küresel finansal krizden borç krizine: Nedenler ve beklentiler*, Bursa: Ekin Yayın Dağıtım, 206-217.
- Dinçer, N. N., ve Eichengreen, B. (2012). The architecture and governance of financial supervision: Sources and implications. *International Finance*, 15(3), 309-325.
- Doğan, B., ve Akbakay, Z. (2016). Enflasyon hedeflemesi stratejisi: Küresel finansal krizin öğrettikleri. *Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6 (12), 73-96. doi: 10.29029/busbed.328642
- Drehmann, M., ve Tsatsaronis, K. (2014). The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers, *BIS Quarterly Review*, March 2014.
- Emir, M. ve Bank, S. (2009). Uluslararası sermaye akımları ve risk ilişkisi. *Mufad Journal*, 41, 53-62.
- Erb, C. B., Harvey, C. R. ve Viskanta, T. E. (1995). Inflation and world equity selection. *Financial Analysts Journal*, 51(6), 28-42.
- Erdoğan, S. (2011). *Para Politikası Aktarım Kanalları*, İzmit: Umuttepe Yayınevi, 1. Basım, 64-69, 101.
- Ermışoğlu, E., Oduncu, A., ve Akçelik, Y. (2013). *Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı*, TCMB, Ankara, 8.

- Eroğlu, E. (2018). *Makro ihtiyati politikalar Türkiye uygulaması ve hane halkı borçluluğuna etkisi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara, 62, 127.
- Eroğlu, İ., ve Karanfil, N. (2016). Türkiye’de bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi: Dünü bugünü ve geleceği. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 492-505.
- Eroğlu, N., Söylemez, A. O., ve Alıç, C. (2016). Türkiye’de zorunlu karşılıklar ve tüketici kredileri: Ekonometrik bir model denemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 38(2), 63-63. doi: 10.14780/muiibd.281323
- Eroğlu, N., ve Kara, F. (2017). Türkiye’de makro ihtiyati para politikası araçlarının makroekonomik değişkenlere etkisinin VAR analizi ile incelenmesi. *İstanbul İktisat Dergisi*, 67(2), 65, 59-88.
- Ertuğrul, C., İpek, E., ve Çolak, O. (2010). Küresel mali krizin Türkiye ekonomisi üzerine etkileri. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 13, 59-72.
- Ertürk, H. (2010). Bankacılık sektörünün karşılaştığı riskler ve risk yönetimi. *Denetim*, (4), 62-70.
- Eşsiz, P., F. (2017). Finansal istikrar ve makro ihtiyati politikalar üzerine bir değerlendirme, *Ekonomi, İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 3(1), 35-63.
- Federico, P., Vegh, C. A. ve Vuletin, G. (2014). Reserve Requirement Policy over the Business Cycle, *NBER Working Paper* No. 20612.
- Fendoğlu, S. (2017). Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies. *Journal of Banking and Finance*, 79, 110-128. doi: 10.1016/j.jbankfin.2017.03.008
- Fernandez, S., Pages, J., M. ve Saurina, J. (2000). Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain, *Bank of Spain Working Paper* No. 0018, 32.
- Funke, M., Paetz, M. (2012). A DSGE-Based Assessment of Nonlinear Loan-to-Value Policies: Evidence from Hong Kong. *BOFIT Discussion Paper*, No. 11. doi:10.2139/ssrn.2049783.
- Göker, Z. (2009). Küresel kamusal bir mal: Finansal istikrar. *Akdeniz İİBF Dergisi* (17), 7-22.
- Göver, Z., T. ve Oğuz, A., A. (2017). The Macro-Prudential measures taken in Turkey following the 2008-2009 global financial crisis. *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 2(1), 1-12.
- Gray, S., (2011). Central Bank balances and reserve requirements. *IMF Working Papers*, 11(36), 56.
- Gregorio, J. D. (2010). Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective. *International Finance*, 13(1), 141-156.

- Gros D., Langfield S., Pagano, M., ve Schoenmaker D. (2014). Allocating macro-prudential powers, *Report of the Advisory Scientific Committee 5*, European Systemic Risk Board, 5, 20.
- Gurley, J. G. ve Shaw, E. S. (1960). *Money in theory of finance*. Washington DC: Brookings.
- Güler, H. (2009). *Likidite yönetimi çerçevesinde dolaşımdaki para hacminin modellenmesi ve likidite tahmini*, TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 8, 78.
- Gülmez, A. (2015). Türkiye’de dış finansman kaynakları ekonomik büyüme ilişkisi: ARDL yaklaşımı. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11(2), 139-152.
- Günel, M. (2019). *Para Banka ve Finansal Sistem*. 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Gündoğdu, A. (2016). *Küresel kriz sonrası gelişmeler ışığında bankacılığın temelleri*, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Haldane, G., A. (2014). Managing global finance as a system, *Text of the Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture*, Birmingham University.
- Hellwig, M.F. (2009), Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime mortgage financial crisis, *De Economist* 157, 129 – 207.
- Houben, A., Kakes, J., ve Schinasi, G. (2004). Toward a framework for safeguarding financial stability, *IMF Working Paper*, 04/101, 19-48.
- Igan, D., Kang, H. (2011). Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea. *IMF Working Paper* No.297, 9-13.
- IMF (2013). Article IV consultation, IMF country report 13/363, 11-12, 42.
- IMF (2013a). The interaction of monetary and macroprudential policies, *Policy Paper*, 6-7, 30.
- IMF (2017). Increasing resilience to large and volatile capital flows: The role of macroprudential policies- case studies, *Policy Paper*, June 21, 68-70.
- IMF (2018). Annual macroprudential policy survey- objectives, design and country responses, 6.
- Işık, Ö., ve Belke, M. (2017). Likidite riskinin belirleyicileri: Borsa İstanbul’a kote mevduat bankalarından kanıtlar, *Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 113-126.
- İlhan, A. (2019). Türkiye’de para politikası ve makro ihtiyati politikanın karşılıklı etkileşimi. *Tesam Akademi Dergisi*, Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı, 43-71. doi: 10.30626/tesamakademi.584282.
- İnternet: (2015, Aralık 25). BDDK’dan “döngüsel tampon” düzenlemesi. *BloombergHT*. Erişim adresi: <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1844313-bddkdan-dongusel-tampon-duzenlemesi> , Son Erişim Tarihi: 20.01.2019.

- İnternet: (2015, Aralık 30). BDDK döngüsel sermaye tamponu uygulamasını açıkladı. *ProCompliance*. Erişim adresi: <https://www.procompliance.net/bddk-dongusel-sermaye-tamponu-uygulamasini-acikladi/>, Son Erişim Tarihi: 20.01.2019
- İnternet: (2016, Ekim 24). Kredilerin sınıflandırılması ve bunlar için ayrılacak karşılıklara ilişkin yönetmelik neleri değiştirecek. *ProCompliance*. Erişim adresi: <https://www.procompliance.net/kredilerin-siniflandirilmesi-ve-bunlar-icin-ayrilacak-karsiliklara-iliskin-yonetmelik-neleri-degistirecek/>, Son Erişim Tarihi: 30.12.2019.
- İnternet: (2017, Ağustos 16). Likidite karşılık oranı hesaplamasına ilişkin yönetmelikte zorunlu karşılıkların dikkate alınma oranına ilişkin değişiklik. *ProCompliance*, Erişim adresi: <https://www.procompliance.net/likidite-karsilama-orani-hesaplamasina-iliskin-yonetmelikte-zorunlu-karsiliklarin-dikkate-alinma-oranina-iliskin-degisiklik/>, Son Erişim Tarihi: 30.12.2019.
- İnternet: (2018, Kasım 30). Dövizle borçlanmada yeni dönem 2 Mayıs'ta başlıyor. *Finansgündem*. Erişim adresi: <http://www.finansgundem.com/yazarlar/dovizle-borclanmada-yeni-donem-2-mayista-basliyor-yazisi/1301353>, Son Erişim Tarihi: 07.07.2019
- İnternet: (2019, Aralık 28). Merkez'den 2,9 milyar dolarlık zorunlu hamle. *Dünya Gazetesi*. Erişim adresi: <https://www.dunya.com/finans/haberler/merkezden-29-milyar-dolarlik-zorunlu-hamle-haberi-459518>, Son Erişim Tarihi: 05.01.2020.
- İnternet: (2019, Eylül 21). TCMB tarafından zorunlu karşılıklar hakkında tebliğde değişiklik yapılmasına dair tebliğ Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi. Erişim adresi: <https://www.bloomberght.com/tcmb-nin-zorunlu-karsilik-karari-yururluge-girdi-2233447>, Son Erişim Tarihi:05.01.2020.
- İnternet: Aktan, B. (2007). *Ticari bankalarda risk yönetimi ve Monte Carlo Var simülasyon yöntemiyle portföy riskinin hesaplanması*, (Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın) 24, 313. Erişim adresi: http://adudspace.adu.edu.tr:8080/xmlui/bitstream/handle/11607/250/Bora_%20Aktan_Tez.pdf?sequence=1&isAllowed=y, Son Erişim Tarihi: 05.02.2020.
- İnternet: Altuntaş, M. (2018). *Bağımsız para politikası çerçevesinde rezerv opsiyon mekanizması*, (Doktora Tezi, Trakya Üniversitesi, Edirne), 57, Erişim adresi: <http://dspace.trakya.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/1/2814/0149287.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, Son Erişim Tarihi:05.02.2020.
- İnternet: Arslan, Y., Kabas, G., ve Taskin, A. A. (2015). *Quantifying the Effects of Loan-to-Value Restrictions: Evidence from Turkey* (Sy 1535), 3, 35, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, website: <https://ideas.repec.org/p/tcb/wpaper/1535.html>. Son Erişim Tarihi: 20.07.2019.
- İnternet: BDDK (2016). Bankalarda iyi ücretlendirme uygulamalarına ilişkin rehber. Sayı 6827. Erişim adresi: https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0095.pdf. Son Erişim Tarihi: 20.07.2019.

- İnternet: Bernanke, B., S. (2010). Monetary policy and the housing bubble, Annual Meeting of the American Economic Association Atlanta. Erişim adresi: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>, Son Erişim Tarihi: 27.11.2019.
- İnternet: BIS (2010a). Basel III: A global regulatory framework *for more resilient banks and banking systems*. Erişim adresi: https://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.htm, Son Erişim Tarihi: 27.11.2019.
- İnternet: BIS (2010b). Basel committee on banking supervision: Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, *Bank for International Settlements*, 26. Erişim adresi: <https://www.bis.org/publ/bcbs187.htm>, Son Erişim Tarihi: 27.11.2019.
- İnternet: BIS (2011). Basel committee on banking supervision: Principles for the sound management of operational risk. *Bank for International Settlements*, 3, 19. Erişim adresi: <https://www.bis.org/publ/bcbs195.htm>, Son Erişim Tarihi: 27.11.2019
- İnternet: BIS (2017). Supervisory and bank stress testing: Range of practices. December, 29, 66. Erişim adresi: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d427.htm>, Son Erişim Tarihi: 27.11.2019.
- İnternet: Bloomberg (2018). Fed kriz öncesinden günümüze nasıl bir faiz politikası izledi? Erişim adresi: <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/2104947-fed-kriz-oncesinden-gunumuze-nasil-bir-faiz-politkasi-izledi>, Son Erişim Tarihi: 27.11.2019.
- İnternet: Borio, C. (2011). Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters? *BIS Working Paper No 353*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1946177>
- İnternet: Brzoza-Brzezina, M., Kolasa, M., ve Makarski, K. (2015). Monetary and Macroprudential Policy with Foreign Currency Loans (SSRN Scholarly Paper Sy ID 2620703). *Social Science Research Network* website: <https://papers.ssrn.com/abstract=2620703>
- İnternet: Caruana, J. (2010), Systemic Risk: How to deal with it? *Bank for International Settlements*, Basel. Erişim Adresi: <https://www.bis.org/publ/othp08.htm>. Son Erişim Tarihi: 27.11.2019
- İnternet: Danthine, J.P. (2014). Implementing macroprudential policies: the Swiss approach. *Financial Stability Review No. 18*, Banque de France, 97-107. Erişim adresi: <https://ideas.repec.org/a/bfr/fisrev/20141810.html>. Son Erişim Tarihi: 27.11.2019.
- İnternet: Demirhan, B. (2014). *Para politikasının finansal istikrar üzerine etkisi: Türkiye üzerine ampirik bir araştırma*, (Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon), 38, 166. Erişim adresi: <http://acikerisim.aku.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11630/4712/DOKTORA%20TEZ-BANU%20DEM%C4%B0RHAN.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

- İnternet: Dereköy, F. (2006). *Bankacılık sektöründe kredi çeşitlendirmesinin kredi riskini önlemeye yönelik etkisi ve bir uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon), 11, 95. Erişim adresi: <http://acikerisim.aku.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11630/2853/Feyza.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- İnternet: Dışınar, İ. (2019, Nisan 18). TCMB ortalama fonlama maliyetinde artış görebiliriz. *Dünya Gazetesi*. Erişim adresi: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/tcmb-ortalama-fonlama-maliyetinde-artis-gorebiliriz/443601> Son Erişim Tarihi: 14.07.2019
- İnternet: Doğru, B. (2012). Evaluation of Central Bank Policies in terms of price stability and other Economic indicators and case of inflation targeting in Turkey, *Doktora Tezi*, İstanbul Üniversitesi. Erişim adresi: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/50993/1/MPRA_paper_50993.pdf, Son Erişim Tarihi: 13.01.2020
- İnternet: ECB (2000). Monetary policy transmission in the Euro Area, *ECB Monthly Bulletin*, July, 43-58. Erişim adresi: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mbjul2000_article07.pdf, Son Erişim Tarihi: 13.01.2020.
- İnternet: ECB (2009). Liquidity (risk) concepts definitions and interactions. ECB Working Paper Series No:1008. Erişim adresi: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwp/cebwp1008.pdf?e87aba3a52137adea910> Son Erişim Tarihi: 20.07.2019
- İnternet: ECB (2010). New quantity measures of systemic risk. *Financial Stability Review*, 147-153. Erişim adresi: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart201012en_05.pdf, Son Erişim Tarihi: 13.01.2020
- İnternet: Ekpu, V. (2016). Microprudential vs macroprudential approaches to regulation and supervision. Erişim adresi: https://www.academia.edu/31440828/Microprudential_Vs_Macroprudential_Approaches_to_Regulation_and_Supervision Son Erişim Tarihi: 06.07.2019
- İnternet: FSB, IMF, BIS. (2011). Macroprudential policy tools and frameworks, Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 14 February. Erişim adresi: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/021411.pdf>, Son Erişim Tarihi: 24.07.2019
- İnternet: Gülşen, E., Er, H. (2016). Teminat döviz depo uygulaması ve kur takası piyasalarına etkisi. *TCMB Blog*. Erişim adresi: <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main%20menu/analizler/teminat%20doviz%20depo%20uygulamasi%20ve%20kur%20takasi>, Son Erişim Tarihi: 12.01.2020
- İnternet: Jacome, L. I., ve Mitra, S. (2015). *LTV and DTI Limits - Going Granular* (SSRN Scholarly Paper Sy ID 2653607). Social Science Research Network Erişim adresi: <https://papers.ssrn.com/abstract=2653607> Son Erişim Tarihi : 13.07.2019
- İnternet: Klingelhöfer, J., Sun, R. (2017). Macroprudential policy, central banks and financial stability: Evidence from China, MPRA Paper No.79033, Erişim adresi: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/79033/>

- İnternet: Minsky, H., P. (1975). "The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "Standard Theory"" *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 38. https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/38
- İnternet: Mishkin, F., S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economics Perspective*, 3(9), 3-10. Erişim Adresi: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.9.4.3>, Son Erişim Tarihi: 19.01.2020.
- İnternet: Osinski, J., Seal, K., ve Hoogduin, L. (2013). Macroprudential and Microprudential Policies; Toward Cohabitation, 13/5), IMF, Erişim adresi: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfsvn/13-5.html>, Son Erişim Tarihi: 14.07.2019.
- İnternet: Schinasi, G., J. (2004). Defining financial stability. *IMF Working Paper* No. 04/187.October, 8, Erişim adresi: <https://ssrn.com/abstract=879012>, Son Erişim Tarihi: 13.07.2019.
- İnternet: Talaslı, A., İ. (2018). Öngörülebilir para politikası: Sapma endeksi ne söylüyor, *TCMB Blog*, Erişim adresi: https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/ongorulebilir_para_pol, Son Erişim Tarihi: 20.01.2019.
- İnternet: TCMB (2013a). Parasal aktarım mekanizması, 2-7, Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=> , Son Erişim Tarihi: 08.12.2019.
- İnternet: Vinals, J. (2013). Making macroprudential policy work. Erişim adresi: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091613> Son Erişim Tarihi: 06.07.2019.
- İskender, S., E. (2014). *Kredi riski dayanıklılığının analizi: Türk bankacılık sektörü üzerine politika önerileri* (TBB), İstanbul: Yayın No.306.
- Joyce, M., Miles. D., Schott, A., ve Vayanos, D. (2012), Quantitative easing and unconventional monetary policy an introduction. *The Economic Journal*, 122(564), 271–288.
- Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 27(315), 6-36.
- Kara, H. (2016). Turkey's experience with macroprudential policy, *BIS Paper*, No. 86, 123-139.
- Kara, M. (2018). The effectiveness of monetary policy instruments applied for financial stability in Turkey, *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 7(3), 1882-1847.
- Karadağ, M., M. (2015). Sistemik risk, sistemik açıdan önemli finansal kuruluşlar ve küresel finansal kriz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), 293-319.
- Karahan, H. (2015). Faizden talebe giden yol: Parasal aktarım mekanizması, *Seta Perspektif*, Sayı:100, 4-6.

- Kavcıoğlu, Ő. (2011). Ticari bankacılıkta kredi riskinin ve kredi riski ölçüm modellerinin değerlendirilmesi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(5), 12-19.
- Kaya, Z., ve Tokucu, E. (2014). Son finansal kriz öncesi ve sonrası para politikalarında gelişmeler ve merkez bankalarının değişen rolü, *International Conference on Euroasian Economies*, Session 1, 1-11.
- Kiley, M. T., and Sim, J. (2017). Optimal monetary and macroprudential policies: Gains and pitfalls in a model of financial intermediation. *Journal of Macroeconomics*, 54, 232-259.
- Klein, N. (2013). Non-performing loans in CESEE: Determinants and impact on macroeconomic performance, *IMF Working Paper*, 13(72), 4, 1-25.
- Kuttner, K., ve Shim, I. (2013). Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies, *Journal of Financial Stability*, 26, 31-44. doi:10.1016/j.jfs.2016.07.014.
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. ve Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences, *IMF Working Paper*, 11(238), 1-82.
- Manzak, G. (2016). *2008-2008 Küresel finansal krizin incelenmesi ve kriz sonrası Türkiye’de makro ihtiyati politika uygulamaları*. Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 60, 295.
- Mawutor, J. K. M. (2014). Analysis of basel III and risk management in banking (March 3, 2015). *European Journal of Business Management*, 6(6). doi: 10.2139/ssrn.2155987
- Mazıbaş, M. (2006). Bankalarda operasyonel risk veri tabanının oluşturulması, *BDDK Çalışma Raporu*, 1-3, 50.
- Medina, P., J., ve Roldos, J. (2014). Monetary and Macroprudential Policies to Manage Capital Flows. *IMF Working Paper*, 14(30), 5.
- Mermod, A. Y. ve Ceran, M. (2011). Basel III doğrultusunda bankacılık riskleri ve sermaye yeterliliği; Türk bankacılık sektörü üzerine karşılaştırmalı bir analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(4), 34.
- Merton, R. ve Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Eds. Dwight B. Crane et al. Boston, MA: *Harvard Business School Press*, 3-32
- Messai, S., A. ve Jouni, F. (2013). Micro and macro determinants of non-performing loans. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(4), 852-860.
- Meşe, H., ve Çetin, H. (2009). 2008 Dünya ekonomik krizinin Türkiye ekonomisi ve Türk-Azeri ekonomik ilişkileri üzerindeki etkileri, *Journal of Azerbaijani Studies*, 105-117.
- Mishkin, F., S. (2011). *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı*, 8. Baskıdan Çeviri, Ankara: Akademik Yayıncılık.

- Mishkin, F., S. (2014). *Para Politikası Stratejisi*, 1. Baskıdan Çeviri, Ankara: Efil Yayınevi.
- Mizen, P., Rubio, M., ve Turner, P. (Eds.). (2018). *Macroprudential policy and practice (Macroeconomic Policy Making)*. Cambridge: Cambridge University Press. 94-294. doi:10.1017/9781108304429
- Montoro, C., ve Moreno, R. (2011). The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. *BIS Quarterly Review*, 53-65.
- Morgan, P., Regis, P. J., ve Salike, N. (2015). Loan-to-Value Policy as a Macroprudential Tool: The Case of Residential Mortgage Loans in Asia. *SSRN Electronic Journal*, 3, 28. doi:10.2139/ssrn.2622433
- Nier, E., ve Kang, H. (2016). Monetary and macroprudential policies-exploring interactions, *BIS Paper*, No. 86, 27-36.
- Orsmond, D., ve Price, F. (2016). Macroprudential policy frameworks and tools, *RBA Bulletin*, Reserve Bank of Australia, 75-86.
- Oskay, C. (2017). Küresel kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikası etkinliği, *Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi*, 14, 6-28.
- Örnek, İ. (2009). Türkiye'de parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi. *Maliye Dergisi*, 156, 104-125.
- Özatay, F. (2009). *Finansal krizler ve Türkiye*, 1. Basım, İstanbul: Doğan Kitap, 105-109.
- Özatay, F. (2011). *Parasal iktisat kuram ve politika*. Ankara: Efil Yayınevi, 425-431.
- Pınar, A., ve Erdal, B. (2008). *Para banka mali kuruluşlar ve uluslararası Mali sistem teori ve uygulama*, 1. Basım, Ankara: Naturel Yayınları.
- Polat, M. A. (2018). Küresel finans krizinin nedenleri, *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 177-195.
- Portes, R. (2014). Macroprudential policy and monetary policy, *Macroprudentialism*. London, Center for Policy Research Press, 47-59.
- Ramirez, C., ve Gonzalez, M. (2017). Have QE Programs Affected Capital Flows to Emerging Markets?:A Regional Analysis. *Investigación Conjunta-Joint Research*, 155-188.
- Revelo, D., G., J., Lucotte, Y. ve Jobet, P., F. (2019). Macroprudential and monetary policies: The Need to dance the tango in harmony, *LEO Working Papers / DR LEO 2691*, Orleans Economics Laboratory (LEO), University of Orleans, 4, 15, 45.
- Rudebusch, G., D. (2018). A review of the Fed's unconventional monetary policy, *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1-5.

- Sapir, J. (2008). Global finance in crisis: A provisional account of the subprime crisis and how we got into it, *Real-World Economic Review*, Issue No. 46, 82-101.
- Schmidt, R. H., ve Tyrell, M. (2003). What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?, *Working Paper Series*, 111, 5-12.
- Schmidt, R., H., ve Hryckiewicz, A. (2006). Financial systems- importance, differences and convergence, *IMFS Working Paper Series 4*, Goethe University Frankfurt, Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), 33.
- Schoenmaker, D. (2011). The financial trilemma. *Economics Letters*, 111(1), 57-59.
- Schoenmaker, D. (2013). An integrated financial framework for the Banking Union: Don't forget macro-prudential supervision. *European Commission Economic Papers* No.495, 3-22.
- Smaga, P. (2014). The concept of systemic risk. *The London School of Economics and Political Science. SRC Special Paper* No.4, 5-6.
- Smaghi, B., L., (2009). Conventional and unconventional monetary policy, *Keynote lecture at International center for monetary and banking studies*, BIS Review, No.52, 1-14.
- Stein, J. (2013). Overheating in credit markets: Origins, measurement, and policy responses. *Remarks at Research Symposium*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Stiglitz, J., E. (2012). *Serbest düşüş: Amerika, serbest piyasalar ve dünya ekonomisinin çöküşü*, (Çev: B.Özgün), İstanbul: Gündoğan Yayınları.
- Svensson, L., E., O. (2013). The possible unemployment cost of average inflation below a credible target. *NBER Working Paper Series*, No.19442, 35.
- Şimşek, Ç. (2007). *Bankacılıkta risk ve risk ölçüm yöntemleri*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara, 23.
- Taylor, J., B. (1993). Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* No.39, 195-214.
- TBB, (2018). Temel ekonomi ve bankacılık göstergeleri, Türkiye-AB ülkeleri, Kasım 2018.
- TCMB, (2006). Enflasyon hedeflemesi rejimi, TCMB Yayınları, Ankara, 21.
- TCMB, (2013b). Enflasyon ve fiyat istikrarı raporu IV, TCMB Yayınları, Ankara, 8.
- TCMB, (2013c). Finansal istikrar raporu, Mayıs 2013, Sayı16, TCMB Yayınları, Ankara, 18, 78.
- TCMB, (2014a). Makro ihtiyati politikalar ve Türkiye uygulaması, *Bülten 35*, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB, (2014b). Türkiye'de tüketici kredilerine yönelik makro ihtiyati politikalar, *Finansal istikrar raporu*, Kasım 2014, TCMB Yayınları, Ankara, 51-72,

- TCMB, (2018). Finansal koşullar ve para politikası, *Enflasyon raporu* 2018(1), TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB, (2019a). Finansal istikrar raporu, Mayıs, Sayı 28, TCMB Yayınları, Ankara, 22-23.
- TCMB, (2019b). 2020 Para ve kur politikası, TCMB Yayınları, Ankara.
- Thakor, A., V. (2015). The financial crisis of 2007–2009: Why did it happen and what did we learn? *Review of Corporate Finance Studies*, 4(2), 155-205.
- Türker, H. (2009). Riske maruz değer (value at risk) ve stres testi: Global finansal kriz sonrası etkilerinin değerlendirilmesi, *Araştırma Raporu*, İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu, 3-25.
- Uanguta, E. ve Ikhıde, S. (2002). Monetary policy transmission mechanism in Namibia. *Bank of Namibia Working Papers*, 02(2), 1-18.
- Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses. *Monetary and Economic Studies*, *Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, 25(1), 1-48.
- Ural, M. (2009). Riske maruz değer hesaplamasında alternatif yaklaşımlar. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 3(2), 63-85.
- Uysal, M. (2017). Financial stability and macroprudential policy in Turkey, *BIS Paper No. 94*, 349-364.
- Ünalıış, D., ve Ünalıış, İ. (2015). Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi, *TCMB Ekonomi Notları*, 2015(1), 6-8.
- Vural, U. (2013). *Geleneksel olmayan para politikalarının yükselişı*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 26, 47, 65.
- Wall, L. D. (2015). Stricter microprudential supervision versus macroprudential supervision. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 23(4), 354-368.
- Walsh, C. E. (2003). *Monetary theory and policy (2nd.edition)*. Massachusetts: The MIT Pres, 473.
- Yalçın, E. (2018). *Küresel kriz sonrası Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının etkinliği*, Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli, 2, 120.
- Yalçınkaya, Y., Tunalı, H. (2019). 2017-2018 Döviz kuru türbölansı ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın yeni para politikası araçları. *Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 17-36.
- Yeter, F (2017). *2008 Küresel kriz sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın para politikası uygulamaları üzerine bir inceleme*, Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat, 145, 222.

- Yılmaz, S., S. (2017). *Makro ihtiyati araçların finansal istikrarı sağlamadaki etkinliği: Bir dinamik panel veri analizi*, Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırıkkale, 109, 134.
- Yurt, E. (2016). *TCMB'nin bağımsızlığı ve 2008 küresel kriz sonrası TCMB'nin uyguladığı yeni para politikası araçlarının değerlendirilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, 106, 132.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U., ve Dağıdır, C. (2015). Yeni bir para politikası aracı olarak faiz koridoru: Türkiye'de para politikası kurulu faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), 449-453.
- Yücememiş, B. T., ve Sözer, İ. A. (2011). Bankalarda takipteki krediler: Türk bankacılık sektöründe takipteki kredilerin tahminine yönelik bir model uygulaması. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(5), 43-56.
- Yüceyılmaz, H. F., Altın, O., ve Tunay, K. B. (2017). Efficiency of Regulations Regarding Consumer Credits In Macro-Prudential Framework: Case of Turkey. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 17(4), 449-459.
- Zhou, C. (2010). Why the micro-prudential regulation fails? The impact on systemic risk by imposing a capital requirement. *SSRN Electronic Journal*, 42.

EKLER

EK-1. Konularına göre makro ihtiyati tedbirler

Makro İhtiyati Tedbir	Açıklama	Kurum	Dönem
Döngüsel sermaye tamponu (CCYB)	Bankaların Türkiye pozisyonları için Ccyb oranı 0 olarak belirlenmiştir.	BDDK	Ocak 2016
Sermaye koruma tamponu (SKT)	SKT oranları 2014 ve 2015 yılı için %0, 2016 yılı için %0,625, 2017 yılı için %1,25 ve 2018 yılı için %1,875 belirlenmiştir. Ayrıca 2019 yılında elde edilecek karların hissedar ve yöneticilere dağıtım konusu yapılmayarak, "Öz Kaynak altında tutulan kar ve yedeklerin nakit çıkışına neden olacak şekilde dağıtılmaması gerektiği" tavsiyesinde bulunulmuştur	BDDK	2014 2015 2016 2017 2018 2019
Kaldıraç oranı sınırlaması	Ana sermayenin toplam risk tutarına bölünmesi ile hesaplanan kaldıraç oranı Basel III kriterleri referans alınarak minimum %3 olarak belirlenmiştir.	BDDK	Temmuz 2018
Beklenen zarar uygulaması	2008 küresel krizi sonrası kredi zararlarının mali tablolara yetersiz ve geç yansımaları nedeniyle eleştiriye uğrayan gerçekleşen zarar modelinden IFRS 9 beklenen zarar modeline geçilmiştir.	BDDK	Ocak 2018
Hane halkı sermaye gereksinimi	2015 tarihinde ipotekli konut kredileri için belirlenen %50 risk ağırlığı, 31.03.2016 tarihinden itibaren %35 olarak belirlenmiştir. Teminatsız tüketici kredileri ve kredi kartlarında vadesine göre 100-250 arasında değişen risk ağırlıkları da %75'e düzeyine düşürülmüştür. Volatilitesi yüksek ticari gayrimenkullerde ise karşılık oranı arttırılmıştır.	BDDK	Ekim 2015 Mart 2016
LTV	01.01.2011 döneminden itibaren konut kredi değer oranında herhangi bir kısıtlama bulunmazken bu tarihten itibaren kredi değer oranı %75 olarak belirlenmiştir. Ticari gayrimenkul kredileri için ise %50 olarak belirlenmiştir. Nisan 2013 de ticari gayrimenkul kredilerindeki LTV kaldırılmıştır. Şubat 2014 de taşıt kredileri için LTV uygulaması getirilmiştir. Eylül 2016 da Konut kredilerindeki LTV tavanı %75 den %80 e çıkarılmıştır.	BDDK	2011 2013 2014 2016

EK-1. (devam) Konularına göre makro ihtiyati tedbirler

<p>Kredi ve kredi kartı sınırlamaları</p>	<p>2011 yılında Tüketici kredileri için risk ağırlıkları %100 den %150'ye yükseltilmiştir. Tüketici kredileri için karşılık oranları %1 den %4'e, takibe düşmeden önce ise krediler için karşılık oranları %2 'den %8'e çıkarılmıştır. Örtük kredi genişlemesi hedefi %25 olarak belirlenmiştir.</p> <p>Ekim 2013 itibari ile Kredi kartı limitleri gelir seviyesine bağlanmış, minimum limit ve risk ağırlıkları arttırılmıştır.</p> <p>Tüketici kredileri genel karşılıkları %1 den % 4 e arttırılmış, ihracat karşılıkları % 1'den % 0'a ve SME (Kobi) kredileri %1 den %0.5 e düşürülmüştür.</p> <p>Aralık 2014 itibari ile Konut ve diğer gayrimenkul ile ilişkili kredi türleri hariç olmak üzere tüketici kredi vadesi 36 ay taksit ile taşıt kredileri vadesi ise 48 ay taksit ile sınırlandırılmıştır.</p> <p>25 Ocak 2019 tarihi itibarıyla asgari tutarı ödenip kalan borcu kredilendirilenler dâhil dönem borcu kısmen veya tamamen ödenmemiş kredi kartlarının mevcut borç bakiyeleriyle sınırlı olmak üzere, kredi kartı borçlarının ödenmesi amacıyla kullanılan tüketici kredilerinde vade sınırı 36 aydan 60 aya çıkarılmıştır.</p>	<p>BDDK</p>	<p>2011 Ekim 2013 Aralık 2014 Ocak 2019</p>
<p>Likidite Karşılama Oranı</p>	<p>01.01.2017 de Türk Lirası (TL) likidite karşılama oran %80'e döviz için ise %60 'a çıkarılmıştır. 01.01.2018 de TL Likidite Karşılama Oranı (LKO) %80'den %90 'a döviz LKO %60'tan %70'e çıkarılmıştır 15.08.2017 tarih ve 30155 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "Bankaların Likidite Karşılama Oranı Hesaplamasına İlişkin Yönetmelikte" yapılan değişiklik ile TCMB nezdinde tutulan "Zorunlu Karşılıklar" satırında raporlanan tutarların, LKO hesaplamasında dikkate alınma oranı %50'den %100'e çıkarıldı. Böylece bankalarca TCMB bünyesinde tutulan zorunlu karşılıkların LKO hesaplamasında, bankaların likidite yeterliliklerine daha fazla katkıda bulunması amaçlanmıştır.</p>	<p>TCMB</p>	<p>Ocak 2017 Ağustos 2017 Ocak 2018</p>

EK-1. (devam) Konularına göre makro ihtiyati tedbirler

<p>Sistemik Önemli Kuruluşlar İçin Sermaye Düzenlemesi</p>	<p>Sistemik riski minimize etmek için BDDK, “Sistemik Önemli Bankalar Hakkında Yönetmelik ile bankaların sistemik önemlerinin belirlenmesinde bağlantılık, büyüklük, ikame edilemezlik ve karmaşıklık kriterleri ile bu kriterlere ait göstergeler ve alt göstergeleri dikkate alan bir yaklaşım benimsenmiştir. Buna göre sistemik önemli banko tampon oranları (%) aşağıdaki gibidir:</p> <table border="1" data-bbox="512 640 1029 949"> <thead> <tr> <th>Banka</th> <th>2016</th> <th>2017</th> <th>2018</th> <th>2019</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>4. Grup</td> <td>0,75</td> <td>1,5</td> <td>2,25</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>3. Grup</td> <td>0,5</td> <td>1</td> <td>1,5</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>2.Grup</td> <td>0,375</td> <td>0,75</td> <td>1,125</td> <td>1,5</td> </tr> <tr> <td>1.Grup</td> <td>0,25</td> <td>0,5</td> <td>0,75</td> <td>0,75</td> </tr> </tbody> </table> <p>Böylece, sistemik öneme sahip bankaların ilave sermaye yükümlülüğü ile daha yüksek zarar karşılama kapasitesine sahip olmaları daha sıkı denetime tabi tutulmaları ve sorunlarının kamu kaynaklarına başvurulmadan çözülmesi hedeflenmektedir.</p>	Banka	2016	2017	2018	2019	4. Grup	0,75	1,5	2,25	3	3. Grup	0,5	1	1,5	2	2.Grup	0,375	0,75	1,125	1,5	1.Grup	0,25	0,5	0,75	0,75	<p>BDDK</p>	<p>2016 2017 2018 2019</p>
Banka	2016	2017	2018	2019																								
4. Grup	0,75	1,5	2,25	3																								
3. Grup	0,5	1	1,5	2																								
2.Grup	0,375	0,75	1,125	1,5																								
1.Grup	0,25	0,5	0,75	0,75																								
<p>Zorunlu Karşılıklar</p>	<p>2011 yılından itibaren zorunlu karşılık oranları yükümlülüklerin vadesine göre farklılaştırılmıştır. 2014 yılında TL zorunlu rezervler, eylül, ekim ve aralık olmak üzere üç eşit dönem boyunca toplam 150 baz puan arttırılmış ve TL zorunlu karşılıklar için nema ödemesi başlatılmıştır. 2015 yılında ise; Bankaların ve finansal şirketlerin 2 yıla kadar olan kısa vadeli döviz yükümlülükleri için zorunlu karşılık oranı (RRR) yükseltilmiş, daha uzun vadeler için düşürülmüş/aynı bırakılmıştır böylece döviz yükümlülüğü tutmanın marjinal maliyeti arttırılarak TL'nin korunması hedeflenmiştir. 3 yıla kadar olan kısa vadeli döviz cinsi yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranı, çekirdek dışı döviz yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasını desteklemek amacıyla yükseltilmiştir.</p>	<p>BDDK</p>	<p>2016 2017 Aralık 2018 Ağustos 2019 Aralık 2019</p>																									

EK-1. (devam) Konularına göre makro ihtiyati tedbirler

Zorunlu Karşılıklar	<p>2011 yılından itibaren zorunlu karşılık oranları yükümlülüklerin vadesine göre farklılaştırılmıştır.</p> <p>2014 yılında TL zorunlu rezervler, eylül, ekim ve aralık olmak üzere üç eşit dönem boyunca toplam 150 baz puan artırılmış ve TL zorunlu karşılıklar için nema ödemesi başlatılmıştır.</p> <p>2015 yılında ise; Bankaların ve finansal şirketlerin 2 yıla kadar olan kısa vadeli döviz yükümlülükleri için zorunlu karşılık oranı (RRR) yükseltilmiş, daha uzun vadeler için düşürülmüş/aynı bırakılmıştır böylece döviz yükümlülüğü tutmanın marjinal maliyeti artırılarak TL'nin korunması hedeflenmiştir. 3 yıla kadar olan kısa vadeli döviz cinsi yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranı, çekirdek dışı döviz yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasını desteklemek amacıyla yükseltilmiştir.</p> <p>22.12.2018 de BIST bünyesinde yapılan tüm repo işlemleri ZK uygulamasından muaf tutulmuştur.</p> <p>Ağustos 2019 da zorunlu karşılıklara ödenen faize düzenleme getirilmiştir. Buna göre dövize endeksliler ile bankalara kullanılanlar hariç TL nakdi kredilerin yıllık büyüme oranı %10 ile %20 arasında olan bankalar, 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli TL mevduat/katılım fonu ve 3 yıldan uzun vadeli, diğer TL yükümlülükler hariç yükümlülükleri için %2 zorunlu karşılık belirlenmiştir. Bu şartı sağlayamayan bankalar ise, eski uygulamadaki gibi 3 aya kadar mevduata %7, 3-6 ay %4, 6 ay – 1 yıl %2 ZK tutacaktır. Ayrıca, kredi büyümesi belirlenen sınırlar içinde olan bankalar, tuttukları ZK'ye %15, diğer bankalar ise %5 faiz alacaktır.</p>	BDDK	2016
	2017		
	Aralık 2018		
	Ağustos 2019		
	Aralık 2019		

Kaynak: (IMF (2017:70), Finansgündem, Dünya Gazetesi, Procompliance, Bloomberg, Resmi Gazete, TCMB (2018), TCMB (2019a;2019b), BDDK(2016))

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ÖCAL, Hilal
Uyruğu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 16.02.1988, Muğla
Medeni hali : Evli
Telefon : 05376901049
e-mail : hilaldag88@gmail.com

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet Tarihi
Yüksek Lisans	Ankara Hacı Bayram-1 Veli Üniversitesi / İktisat Teorisi	Devam Ediyor
Lisans	TOBB ETÜ İktisat	2011
Lise	Aydın Adnan Menderes Anadolu Lisesi	2006

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2019-devam ediyor	TRT Genel Müdürlüğü	Kıdemli Uzman
2012-2019	Vakıflar Bankası Genel Müdürlüğü	Uzman

Yabancı Dil

İngilizce, İspanyolca





hacibayram.edu.tr/le