



**FİNANSAL İSTİKRAR ve FİNANSAL
İSTİKRARIN SAĞLANMASINDA MAKRO
İHTİYATİ POLİTİKALARIN ROLÜ:
UYGULAMALI BİR ANALİZ (2000-2013)**

Fatma Pınar EŞSİZ

Doktora Tezi

İktisat Anabilim Dalı

Prof. Dr. Kerem KARABULUT

2016

Her Hakkı Saklıdır

**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

Fatma Pınar EŞSİZ

**FİNANSAL İSTİKRAR ve FİNANSAL İSTİKRARIN
SAĞLANMASINDA MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ROLÜ:
UYGULAMALI BİR ANALİZ (2000-2013)**

DOKTORA TEZİ

**TEZ YÖNETİCİSİ
Prof. Dr. Kerem KARABULUT**

ERZURUM-2016



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



TEZ BEYAN FORMU

27/07/2016

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "Finansal İstikrar ve Finansal İstikrarın Sağlanmasında Makro İhtiyati Politikaların Rolü: Uygulamalı Bir Analiz (2000-2013)" adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin 1 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

27.07.2016

Fatma Pınar EŞSİZ

F-83/00/22.02.2012



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof.Dr. Kerem KARABULUT danışmanlığında, Fatma Pınar EŞSİZ tarafından hazırlanan bu çalışma 26/07/2016 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından İktisat Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Menşure KOLÇAK

İmza:

Jüri Üyesi : Prof.Dr. Kerem KARABULUT

İmza:

Jüri Üyesi : Doç.Dr. Erkan TOKUCU

İmza:

Jüri Üyesi : Yrd.Doç.Dr. Hayati AKSU

İmza:

Jüri Üyesi : Yrd.Doç.Dr. Dilek ÇETİN

İmza:

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. 26/07/2016

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM
Enstitü Müdürü

F-84/00/22.02.2012

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	III
ABSTRACT	IV
KISALTMALAR ve SİMGELER DİZİNİ	V
TABLOLAR DİZİNİ	VII
ŞEKİLLER DİZİNİ	VIII
GRAFİKLER DİZİNİ	IX
ÖNSÖZ.....	X
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI: TARİHSEL BİR BAKIŞ

1.1. PARA POLİTİKASININ NİHAİ AMAÇLARI	6
1.2. FİNANSAL İSTİKRARIN TANIMI.....	11
1.2.1. Finansal İstikrarı Tanımlamada Karşılaşılan Güçlükler.....	12
1.2.2. Finansal İstikrarın Tanımı	14
1.2.3 Finansal İstikrarın Önemi.....	17
1.2.4. Finansal İstikrarı Tehdit Eden Unsurlar	19
1.2.5. Finansal İstikrar ve Sistemik Risk.....	21
1.2.6. Finansal İstikrarın Göstergeleri ve Ölçümü	23
1.3. FİNANSAL İSTİKRARI YENİDEN ÖNE ÇIKARAN GELİŞMELER.....	25
1.3.1. 2008 Finansal Krizi ve Merkez Bankaları.....	26
1.3.2. Küresel Kriz Sonrasında Finansal İstikrar.....	28

İKİNCİ BÖLÜM

MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR ve PARA POLİTİKASI

2.1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR.....	31
2.1.1. Makro İhtiyati Politikaların Tanımı	31
2.1.2. Makro İhtiyati Politikaların Amacı	35
2.1.3. Makro İhtiyati Politikaların Uygulanması Açısından Sistemik Riskin İzlenmesi	38
2.1.4. Makro İhtiyati Politika Araçları	41

2.2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN AVANTAJLARI	48
2.3. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR ve PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ İLİŞKİ	53
2.4. FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASI İÇİN UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÖRNEKLERİ	55
2.4.1. TCMB'nin Kriz Sonrasında Uyguladığı Yeni Para Politikası.....	57
2.4.2. Diğer Bazı Merkez Bankalarının Makro İhtiyati Politika Uygulamaları	63
2.5. LİTERATÜR ÖZETİ	66

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASI ADINA MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN KREDİ BÜYÜMESİ ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİNİN DİNAMİK PANEL VERİ YÖNTEMİYLE ÖLÇÜLMESİ: 2000-2013

3.1. YÖNTEM ve MODEL	69
3.2. VERİ	74
3.3. BULGULAR	77
SONUÇ ve ÖNERİLER	85
KAYNAKÇA	92
EKLER	102
EK 1. Makro İhtiyati Politika Araçları Yapılması ve Yapılmaması Gerekenler.....	102
EK 2. Türkiye'de Uygulanan Makro İhtiyati Politikalar	103
EK 3. Çalışmada Yer Alan Ülkelerin Makro İhtiyati Politika Endeks Değerleri	104
ÖZGEÇMİŞ	106

ÖZET

DOKTORA TEZİ

**FİNANSAL İSTİKRAR ve FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINDA
MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ROLÜ: UYGULAMALI BİR ANALİZ
(2000-2013)****Fatma Pınar EŞSİZ****Tez Danışmanı: Prof. Dr. Kerem KARABULUT****2016, 106 sayfa****Jüri: Prof. Dr. Kerem KARABULUT****Prof. Dr. Menşure KOLÇAK****Doç. Dr. Erkan TOKUCU****Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU****Yrd. Doç. Dr. Dilek ÇETİN**

1990'lı yıllar bazen bir ülkede, bazen bir bölgede ortaya çıkan finansal krizlerle geçmiştir. O yıllarda yaşanan finansal krizler neticesinde ortaya çıkan yüksek enflasyonu engellemek için bir çok merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanmak suretiyle fiyat istikrarını sağlamaya odaklanmıştı. Ancak son küresel kriz fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda uluslararası piyasalarda dalgalanmalara neden olmuş, finansal istikrarsızlıklar baş göstermiştir. Bu süreç merkez bankalarının uyguladıkları politikaların temelini sarsmış, krizle beraber para politikalarının ortaya çıkan eksik yönlerinin nasıl kapatılacağı kriz sonrasında tartışılan önemli konulardan biri olmuştur. Özellikle merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrarı da eklemesiyle para politikalarının hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlayacak şekilde yeniden düzenlenmesi önemli bir husus olarak görülmektedir.

Makro ihtiyati politikalar son zamanlarda finansal istikrarın sağlanması açısından para politikalarını destekler nitelikteki uygulamaların başında gelmektedir. 2000'li yıllardan sonra gelişmeye başlayan makro ihtiyati politikaların amacı finansal istikrarı olumsuz etkileyen sistemik risklerin önüne geçilmesidir. Özellikle kriz sonrasında yükselen piyasa ekonomilerinin karşı karşıya kaldığı konjonktürde finansal istikrarı tehdit eden asli unsurlardan kredi büyümesine karşı makro ihtiyati politikalara daha sık başvurdukları görülmektedir. Bu tez çalışmasında makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi üzerindeki etkisi öncelikle 49 ülke için dinamik panel veri yöntemlerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu kullanılarak analiz edilmiştir. Ardından ülkeler Uluslararası Para Fonu'nun sınıflandırmasına göre yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmiş ülkeler olarak iki gruba ayrılmış, aynı analiz ülke grupları için tekrarlanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, tüm ülkeler için ve yükselen piyasa ekonomileri grubunda makro ihtiyati politikalar kredi büyümesi üzerinde beklenen etkiyi göstermektedir. Sonuç olarak, finansal istikrarı tehdit eden hızlı kredi büyümelerini azaltmak adına para politikalarını destekleyici nitelikte makro ihtiyati politikaların uygulanması uygundur.

Anahtar Kelimeler: Finansal istikrar, Makro ihtiyati politikalar, Merkez Bankası, Dinamik panel veri, Genelleştirilmiş Momentler Metodu.

ABSTRACT**Ph. D. DISSERTATION****FINANCIAL STABILITY AND THE ROLE OF MACROPRUDENTIAL
POLICIES IN PROVIDING FINANCIAL STABILITY: AN APPLIED
ANALYSIS (2000-2013)****Fatma Pınar EŞSİZ****Advisor: Prof. Dr. Kerem KARABULUT****2016, Page: 106****Jury: Prof. Dr. Kerem KARABULUT****Prof. Dr. Menşure KOLÇAK****Assoc. Prof. Dr. Erkan TOKUCU****Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU****Assist. Prof. Dr. Dilek ÇETİN**

1990's passed with numerous financial crises that emerged sometimes in a country or in a region. Many central banks focused on maintaining price stability by using short time interest rates as a tool of monetary policy to prevent inflation as a result of financial crisis in those years. Nevertheless the last financial crisis happened in an environment that price stability was provided and led to fluctuations in the international markets. This process has shaken the basis of monetary policy that implemented by central banks. One of the most important issue discussed after the crisis is how the weaknesses of monetary policy that appeared with financial crisis can be eliminated. Since the financial stability objective is added to the price stability objective by central banks, it especially becomes an important topic that how monetary policy can be rearranged to provide both price and financial stability.

Recently macro-prudential policies are the main applications that support monetary policy for providing financial stability. The macro-prudential policies, which were developed after 2000's, aim to prevent systemic risks that affect financial stability negatively. They use macro-prudential policies most frequently for credit growth that threatens financial stability in the conjunction that emerging market economies faced in the last crisis. In this thesis, the effect of macro-prudential policies on credit growth is analysed for 49 countries with the Generalized Method of Moments which is a method of dynamic panel data model at first. Then, the countries are divided into two groups as emerging market economies and developed countries according to the classification of International Monetary Fund and the same analyses are repeated for country groups. According to the results for all countries and group of emerging market economies, macro-prudential policies show the expected effect on the credit growth. Consequently, macro-prudential policies can be implemented as the supporter of monetary policies to reduce credit growth that threatens financial stability.

Key Words: Financial stability, Macro-prudential policies, Central Bank, Dynamic panel data, Generalized Method of Moments.

KISALTMALAR ve SİMGELER DİZİNİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
CCA	: Koşullu Alacak Analizleri (Contingent Claims Analyses)
CCREDITG	: Reel Sektöre Verilen Krediler
CDS	: Kredi Borcu Takas Sözleşmesi (Credit Default Swap)
CREDITG	: Özel Sektöre Verilen Toplam Krediler
DSGE	: Dinamik Stokastik Genel Denge
DTI	: Borç-Gelir Oranı Tavanı
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
ESRB	: Avrupa Sistemik Risk Kurulu
FED	: Amerikan Merkez Bankası
FSAP	: Finansal Sektör Değerlendirme Programı
FSB	: Finansal İstikrar Komitesi
FSI	: Finansal Sağlık Göstergeleri
GDPG	: Milli Gelir Büyüme Oranı
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GMPI	: Global Makro İhtiyati Politika Araçları Anketi
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HCREDITG	: Hanehalkına Verilen Krediler
IFS	: Uluslararası Finansal İstatistikler
IMF	: Uluslararası Para Fonu
LTV	: Kredi Oranı Tavanı
MaRs	: Makro İhtiyati Araştırma Ağı
MPI	: Makro İhtiyati Politika Endeksi
NOP	: Net Döviz Pozisyonuna İlişkin Sınırlamalar
PR	: Politika Faiz Oranı
SIFI	: Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar (Systemically Important Financial Institutions)

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VaR : Riske Maruz Değer
WDI : Dünya Kalkınma Göstergeleri



TABLolar DİZİNİ

Tablo 2.1. Makro ve Mikro İhtiyati Bakış Açılarının Karşılaştırılması	34
Tablo 2.2. Makro İhtiyati Politika Araçları Risk Boyutu	42
Tablo 2.3. Makro İhtiyati Politika Araçları	45
Tablo 2.4. TCMB'nin Para Politikası Çerçevesi(Eski-Yeni Karşılaştırması)	58
Tablo 3.1. Veri ve Değişkenlerin Tanımlanması	76
Tablo 3.2. Ülke Sınıflandırması	76
Tablo 3.3. Tanımlayıcı İstatistikler	77
Tablo 3.4. Pairwise Korelasyonları	79
Tablo 3.5. GMM Tahmininin Sonuçları (Bağımlı Değişken CREDITG).....	80
Tablo 3.6. GMM Tahmininin Sonuçları (Bağımlı Değişken HCREDITG).....	82
Tablo 3.7. GMM Tahmininin Sonuçları (Bağımlı Değişken CCREDITG)	83

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Makro İhtiyati Politikalarla İlgili Yapılan Çalışmaların Gelişimi.....	32
Şekil 2.2. Makro İhtiyati Politika Araçları ve Amaçları.....	46
Şekil 2.3. Gelir Düzeylerine Göre Ülkelerin Makro İhtiyati Politika Endeksi.....	48



GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 2.1. Krediler ve Cari Açık	61
Grafik 2.2. Toplam Kredi Artış Hızı (Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllık Yüzde Değişim).....	61
Grafik 2.3. Türkiye’de Toplam Kredi Genişlemesi (2010-2012, %).....	63



ÖNSÖZ

Bu çalışmanın konusu son küresel krizle beraber önemi daha iyi anlaşılan finansal istikrarın sağlanması adına finansal istikrarı tehdit eden hızlı kredi büyümelerine yönelik uygulanan makro ihtiyati politikaların öneminin ortaya konulmasıdır. TCMB'nin kriz sonrasında makro ihtiyati politikaları içeren yeni bir para politikasını uygulamaya koyması bu konuyu Türkiye ekonomisi açısından daha önemli hale getirmiştir. Tez çalışmasında finansal istikrarı tehdit eden asli unsurlardan hızlı kredi büyümesini etkilemek üzere uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliği toplamda 49 ülke için GMM yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Öncelikle çalışmaya bilgi ve tecrübeleriyle değerli katkılarda bulunan danışmanım sayın Prof. Dr. Kerem KARABULUT'a, ardından tez izleme komitesi ve jüri üyeleri sayın Prof. Dr. Sevtap ÜNAL, Prof.Dr. Menşure KOLÇAK, Doç.Dr. Erkan TOKUCU ve Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU'ya, ekonometrik analizlerde yardımını esirgemeyen Arş. Gör. Dr. Efecan KILINÇ, Yrd. Doç. Dr. Dilek ÇETİN ve Yrd. Doç. Dr. Ülker ÇAM'a, tez çalışması süresince sabırlarını ve desteklerini esirgemeyen eşim, çocuklarım, eşimin ailesine ve her koşulda bana destek olan annem, babam ve ağabeylerime teşekkür ederim.

Erzurum-2016

Fatma Pınar EŞSİZ

GİRİŞ

1929 Buhranı'na kadar uygulanan Klasik ekonomi politikaları, Buhran'dan sonra yerini Keynes'in önerdiği politikalara bırakmıştır. Keynesyenler Klasikleri eleştirirken enflasyon ve işsizlik gibi o dönem yaşanan önemli iki problemi öne sürmekteydiler. Gerçekten de Klasiklerin iddia ettiğinin tersine görünmez el piyasaları dengeye getirmemiş, 29 krizi sonrası toparlanabilmek için önemli ölçüde devlet müdahalesi gerekmişti. Bu dönemde maliye politikaları ön plana çıkmış, para politikaları arka planda kalmıştı. Ancak uygulanan Keynesyen politikalar sonucunda uzun dönemde tekrar yüksek enflasyon, istikrarsız büyüme, cari işlemler açığı ve gelir dağılımı adaletsizliği gibi önemli iktisadi sorunlar ortaya çıkmıştı.

Benzer tartışmaların sürdüğü 1990'lı yıllar bazen tek bir ülkede bazen belirli bir bölgede finansal istikrarsızlıkların yaşandığı çalkantılı bir dönem olmuştur. Bu yaşanan krizlerin neden olduğu olumsuzluklar neticesinde finansal krizlere hangi unsurların neden olduğu, finansal krizlerin nasıl önlenebileceği gibi tartışmalar ekseninde para politikası ve merkez bankacılığı bir çok çalışmanın konusu olmuştur. Uzun yıllar devam eden para politikası hakkında yapılan çalışmalar neticesinde merkez bankalarının kısa vadeli birden fazla amaca sahip olmak yerine, uzun vadeli tek bir amaca yönelmeleri gerektiği düşüncesi ağırlık kazanmıştır.

Bu tartışmalar ekseninde para politikasının nihai amaçlarından fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları ön plana çıkmıştır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar bir piyasa ekonomisinin etkin şekilde işleyebilmesi için gerekli kilit unsurlardır. Bu iki unsur kaynakların etkin dağılımı ve tasarruf ve yatırım için uygun ortamı hazırlamak adına rasyonel karar alma açısından temeldir. Daha aşırı durumlarda finansal sektördeki bozulmaların ekonomik faaliyetler ve hatta politik yapılar üzerinde keskin negatif etkileri olabilmektedir. Bu nedenle hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamak ve sürdürmek finansal otoritelerin en önemli amaçlarından olmuştur (Crockett, 1997: 1).

Bu durumu daha iyi analiz edebilmek açısından finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki farkı ortaya koymak faydalı olacaktır. Fiyat istikrarı fiyatlar genel seviyesinin istikrarlı olması şeklinde tanımlanmaktadır. Finansal istikrar ise finansal sistemi oluşturan kurumlar ve piyasaların işlevlerini düzgün şekilde yerine getirmesidir.

Bu iki kavramın ilişkili olduğu açıktır. Bir alandaki istikrar diğer alanda istikrarın başarıyla gerçekleşmesini kolaylaştırmaktadır. (Crockett, 1997: 2). Bu nedenle merkez bankaları fiyat istikrarını sağladıklarında finansal istikrarın da sağlanabileceği düşüncesine kapılarak finansal istikrarı arka planda tutmuşlardır. Ancak bu durumun böyle olmadığı 2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde mortgage piyasasında başlayıp, tüm dünyaya yayılan son krizle ortaya çıkmıştır.

Bu açıdan 1929 Buhranı'ndan sonraki en büyük bunalım olarak nitelendirilen 2008 küresel finans krizi, para politikaları üzerinde önemli değişikliklere neden olmuştur. Fiyat istikrarının sağlandığı bir dönemde krizin ortaya çıkması beraberinde küresel krizden önce uygulanmakta olan fiyat istikrarına odaklanmış para politikalarının, finansal istikrarı da gözetecek biçimde nasıl yeniden düzenlenebileceği sorusunu gündeme getirmiş (Özatatay, 2012: 2), ve o zamana kadar gündemde olan fiyat istikrarı ve merkez bankası bağımsızlığı tartışmalarının yerini finansal istikrar, finansal regülasyon ve makro ihtiyati politikalar hakkındaki tartışmalar almıştır.

Makro ihtiyati politikalar, kriz sonrasında sıkça tartışılan bir konu olan para politikalarının sisteme makro açıdan bakma sorununu giderme konusunda etkili bir unsur olarak görülmektedir. Amacı ekonomi açısından olumsuz sorunlara neden olan sistemik riski sınırlamak olan makro ihtiyati politikalar ekonomiyi finansal ve reel ekonomi arasındaki etkileşimi kapsayacak şekilde bir bütün olarak ele almaktadır. Kriz sonrasında bir çok ülke hızlı kredi büyümesi ve varlık fiyatları enflasyonu gibi riskleri sınırlamak amaçlı kredilere ilişkin karlılık oranlarının değiştirilmesi, sermaye yeterlilik oranlarının yeniden düzenlenmesi, dinamik karşılık ayrılması, kredilere yönelik vergi benzeri ek yükümlülükler ve zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati politika araçlarına başvurmuşlardır. Özellikle yükselen piyasa ekonomileri kriz sonrasında karşı karşıya kaldıkları konjonktür dolayısıyla makro ihtiyati politika araçlarını daha sık kullanmışlardır.

Bu gelişmelerin yanı sıra 2010 sonbaharında Avrupa Birliği (AB) üyeleri Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB) kurulması konusunda anlaşmış, 2011 yılında kuruluş toplantısı düzenlenmiş ve Kurul'un görevi piyasada ortaya çıkan sistemik risklerin tanımlanması, gerekli uyarıların yapılması ve bu riskleri de içeren politika önerileri yapmak olarak belirlenmiştir. Krizin ardından yine Avrupa Merkez Bankası (ECB)

bünyesinde AB'de makro ihtiyati denetim hakkında kavramsal çerçeveler, modeller ve/veya araçlar geliştirmeyi hedefleyen Makro İhtiyati Araştırma Ağı (MaRs) kurulmuş, günümüze kadar üç kere toplanmış ve 2010-2014 yılları arasında yapılan bu toplantılarda uzlaşılan konuları içeren nihai bir rapor yayınlanmıştır. Siyasi karar alıcıların mali dengesizliklerin hangi durumlarda ortaya çıkabileceği ve nasıl krize dönüşebileceği konularını analiz etmelerine imkân sağlayan modellerin yer aldığı raporda, ekonomide sistemik finansal dengesizliklerin derecesini ölçen araçların geliştirilmesi ve finansal dengesizliklerin artması riskine karşı erken uyarı mekanizmalarının kurulmasının gerekliliği de vurgulanmıştır.

Dünyadaki bu gelişmeleri takiben Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'da 2010 yılında para politikası uygulamasında değişikliğe gitmiş ve bu durumu şeffaflığın bir gereği olarak kamuoyuyla paylaşmıştır. Bu değişikliğe göre Merkez Bankası artık hedef olarak fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı da eklemiş, bu amaçlar çerçevesinde de yeni bir takım makro ihtiyati politika araçları kullanmaya başlamıştır. Özellikle kriz sonrasında Türkiye'nin ilişkilerinin yoğun olduğu AB üyesi ülkelerden daha hızlı toparlanma sürecine girmesi iç ve dış talepte ayrışmaya neden olmuş, iç talep canlandığı halde dış talep iç taleple orantılı şekilde artmamıştır. Bu duruma kredilerdeki hızlı artış eşlik edince Merkez Bankası kredi artışını baskılamaya yönelik makro ihtiyati politika araçlarına başvurmuştur.

Bugüne kadar yaşananlar aşırı kredi genişlemelerinin beraberinde bazı finansal kırılganlıkları getirdiğini göstermiştir. Bu açıdan otoritelerin aşırı kredi genişlemelerini dikkatli bir şekilde takip etmeleri büyük önem arz etmektedir. Ayrıca, aşırı kredi genişlemelerinin ödemeler dengesi, varlık fiyatları ve döviz kurlarıyla olan ilişkisine yönelik yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlar da aşırı kredi genişlemelerinin reel ekonomi açısından önemini ortaya koymaktadır. Bu nedenle kredi büyümelerinin kararlılıkla izlenmesi, ani kredi genişleme dönemlerinin saptanması ve bu duruma neden olan unsurların tespit edilerek gerekli önlemlerin alınması finansal istikrar hedefi açısından büyük önem arz etmektedir (Binici ve Köksal, 2012: 2).

Bu açıdan çalışma son yıllarda oldukça dikkat çeken bir konu olan finansal istikrarı tehdit eden asli unsurlardan kredi genişlemesine yönelik uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliği üzerine odaklanmıştır. Literatür incelendiğinde makro

ihtiyati politikalar ve kredi büyümesi arasındaki ilişkiyi makro ihtiyati politika endeksini kullanmak suretiyle hem yükselen piyasa ekonomileri hem de gelişmiş ülkeler açısından karşılaştırmalı olarak analiz eden her hangi bir çalışmaya rastlanmamıştır.

Bu açıdan çalışmanın birinci bölümünde finansal istikrarı tanımlamadan önce finansal istikrarı tanımlamada karşılaşılan güçlüklerden bahsedilmiş, sonrasında literatürde yer alan finansal istikrar tanımları ele alınmıştır. Ardından ülke ekonomileri için önemi daha iyi anlaşılabilen finansal istikrar ve sistemik risk arasındaki ilişki, finansal istikrarın göstergeleri ve finansal istikrarın ölçülmesinde karşılaşılan güçlükler ayrı birer başlık altında incelenmiştir. Küresel krizin nasıl ortaya çıktığı, küresel kriz sürecinde yaşananlar ve finansal istikrarı yeniden ön plana çıkaran gelişmeler ise birinci bölümün son alt başlığını oluşturmaktadır.

Makro ihtiyati politikaların anlatıldığı ikinci bölümde ilk olarak makro ve mikro ihtiyati bakış açıları arasındaki farklılıklara değinilerek makro ihtiyati politikalar tanımlanmıştır. Makro ihtiyati politikalar tanımlandıktan sonra makro ihtiyati politikaların amacı ve politikaların uygulanma sürecinde sistemik riskin izlenmesinin önemi ilk alt başlık altında bahsedilen diğer iki konudur. Sistemik riski önlemeyi hedefleyen politika yapımcıların bu hedefi gerçekleştirmek için kullandıkları makro ihtiyati araçlar ise izleyen başlıkta tanıtılmıştır. İkinci bölümün bir diğer alt başlığında makro ihtiyati politikaların avantajları ve makro ihtiyati politikalarla para politikaları arasındaki etkileşim uygulama sırasında karşılaşılan kısıtlar da göz önünde bulundurulmak suretiyle ele alınmıştır.

İkinci bölümde makro ihtiyati politikaların tanımı yapıp, araçları, amaçları, avantajları ve para politikasıyla olan ilişkisi anlatıldıktan sonra izleyen başlıkta kriz sonrası dönemde kullanımı artan makro ihtiyati politika uygulamalarına yer verilmiştir. Bu kapsamda öncelikle TCMB'nin uygulamaları başta olmak üzere diğer bazı merkez bankalarının uygulama örneklerine değinilmiştir. Makro ihtiyati politika uygulamalarından bahsedildikten sonra ilgili literatürde finansal istikrarı sağlamak adına uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliğini analiz eden çalışmaların sonuçlarına yer verilmiştir.

Tezin son bölümünde ise finansal istikrarı tehdit eden asli unsurlardan hızlı kredi büyümelerine yönelik uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliğini ölçen analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Uygulama kısmında Cerutti ve arkadaşlarının 2015 yılında yayınlanan çalışması temel alınmak suretiyle dinamik panel veri yöntemleri arasında en güncel yöntemlerden olan Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılmıştır. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)'nin internet sitesi ve Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) veri tabanı kullanılarak ulaşılabilen 49 ülkenin özel sektör kredi verileri üzerinden 2000-2013 yılları için STATA programı kullanılarak yapılan analiz sonuçları bu bölümde değerlendirilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI: TARİHSEL BİR BAKIŞ

Kuruluşundan günümüze kadar geçen süreçte merkez bankalarının birçok amacı olmuştur. Bir çoğunun kuruluş amacı askeri harcamaları finanse etmek olan merkez bankaları zaman ilerledikçe ekonomide kilit role sahip, önemli ekonomik aktörler arasında yerini almıştır. Merkez bankaları önemli birer aktör haline gelirken amaçları da değişmiş, son zamanlardaki en önemli amaçları ise fiyat istikrarı ve finansal istikrar olmuştur. Son olarak 2008 yılında yaşanan finansal krizle beraber finansal istikrarın önemi daha iyi anlaşılmıştır.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sürdürmek, finansal istikrarı sağlamak ve kriz zamanlarında hükümetin finansal ihtiyaçlarını desteklemek olmak üzere üç temel fonksiyonu vardır. Ancak zamanla bu hedefler arasındaki denge, savaş döneminde hükümeti finanse etmek gibi başka bir tarafa kaymıştır. Zaten kurulan ilk merkez bankalarının (İngiltere Merkez Bankası ve Fransa Merkez Bankası gibi) çoğu savaşı finanse etmek için kurulmuştur (Goodhart, 2011: 1)

Bu bölümde öncelikle merkez bankalarının nihai amaçları tarihsel süreç dikkate alınarak tanımlanacaktır. Nihai amaçlar tanımlanırken uzun yıllar bir çok merkez bankasının temel amacı olan fiyat istikrarı üzerinde durulacak, ardından tanımlanması oldukça zor olan ve çalışmanın ana konularından biri olan finansal istikrar amacı ayrı bir başlık altında incelenecektir. Aynı zamanda son küresel kriz öncesine kadar neden fiyat istikrarının hedeflendiği, krizle beraber hangi olumsuzlukların yaşandığı ve finansal istikrar amacının ön plana çıkmasındaki etkenlerden bahsedilecektir. Yine tezin önemli sac ayaklarından biri olan ve finansal istikrarla beraber kullanılan sistemik risk kavramı bölümde ayrı bir başlık altında anlatılacaktır.

1.1. PARA POLİTİKASININ NİHAİ AMAÇLARI

İktisat teorisi para arzındaki değişmelerin üretim, istihdam, büyüme ve fiyatlar gibi önemli makroekonomik değişkenlerin çoğunu etkileyen diğer parasal değişkenlerin ekonomi üzerindeki etkisini geniş biçimde tanımlamaktadır. Belirlenen ekonomik hedeflere ulaşmak için uygulanan politikaların başında da para politikası gelmektedir

(Oktar, 1996: 1). Aslında 1929 Buhranından sonra ekonomiye yön veren iktisat politikasının ana aracı maliye politikası olarak görülmekteydi. Ancak 1980'lerin sonlarında sanayileşen dünyanın çoğunda merkez bankasının rolüne derin ihtiyaç duyulduğu zaman para politikasının üstünlüğü göze çarpar hale gelmiştir.

Para politikası uygulanırken piyasadaki likidite düzeyi artırılıp azaltılmak suretiyle belirlenen amaçlara ulaşmak hedeflenmektedir (Oktar, 1996: 1). Para arzı ve faiz oranlarının değişimini de içeren ve ekonomiyi derinden etkileyen para politikası birçok ülkede piyasa güçlerine bırakılmaktansa Merkez Bankaları'na devredilmiştir. Bu kontrolün uygulanması ise para politikasında amaç seçim sürecinin, politika araçlarının sınırlarının ve amaç-araç arasındaki ilişkinin öneminden kaynaklanmaktadır (Handa, 2000: 252).

1929 yılında yaşanan büyük krize kadar Klasik politikalar uygulanmış, krizin ardından ise o zamana kadar uygulanan politikalar terk edilerek Keynesyen politikalar uygulanmıştır. Keynesyenler, Klasik görüşleri eleştirirken en çok yüksek enflasyon ve işsizliği kanıt olarak göstermekteydiler. Gerçekten de Klasiklerin politikaları işe yaramamış, piyasalar kendiliğinden dengeye gelmemiş, devletin büyük boyutlu müdahalesi sonucunda enflasyon denetim altına alınabilmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 38). Ancak kamu harcamalarıyla ekonomik büyümenin sağlanacağını düşünen Keynesyen politikalar sonucunda da uzun dönemde yüksek enflasyon, istikrarsız büyüme, cari işlemler açığı ve gelir dağılımı adaletsizliği gibi olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır (Kaya, 2007: 16–17).

Bu tartışmalar devam ederken 20. yüzyıl bazen tek bir ülkede yaşanan bazen de tüm dünyaya yayılan finansal istikrarsızlık nöbetleriyle geçmiştir. Yaşanan her kargaşa beraberinde finansal krizleri öngörme, önleme ve yönetme konularına dikkat çeken yeni tartışmaları getirmiştir (Laker, 1999: 1). 21. yüzyıla gelindiğinde ise merkez bankacılığı bir dönüm noktasına gelmiştir. Merkez bankaları en son ödünç veren mercii konumundan, ekonomik dalgalanmalara istikrar kazandıran aktif bir ekonomik aktör haline gelmiştir (Siklos, 2002: 1). Yaşanan krizler ve uzun yıllar devam eden bu tartışmalar neticesinde merkez bankalarının kısa vadeli birden fazla amaca sahip olmak yerine uzun vadeli temel bir amaca yönelmeleri gerektiği düşüncesi benimsenmiştir (Kaya, 2007: 16–17).

Merkez Bankası'nın para politikasını uygularken seçebileceği amaçlar ekonomide istikrarı sağlamaya yöneliktir. Bunlar, tam istihdam, ödemeler bilançosunun istikrarı, belli bir büyüme hızına ulaşmak, fiyat istikrarı ve finansal istikrardır.

İstihdam politikaları 1929 yılında yaşanan büyük ekonomik krizle beraber iktisat politikaları içinde yer almaya başlamıştır (Parasız, 2003: 1). Çünkü o zamana kadar hakim olan liberal anlayış ekonomideki bütün sektörlerin kendiliğinden dengeye geleceği düşüncesine dayanmaktaydı. Fakat yaşanan gelişmeler sonucunda piyasalar kendi kendine dengeye gelmemiş, piyasalara devletin müdahale etmesi gerekliliği doğmuştur. Böylece istihdam politikaları da iktisat politikalarında kendine yer bulmaya başlamıştır (Tokucu, 2001: 9).

Hükümetlerin bu nihai amaçlardan tam istihdamı seçmelerinde iki önemli durum söz konusudur. Bunlardan ilki eksik istihdamın sonucunun yüksek işsizlik olmasıdır. Yüksek işsizlik ise yoksulluk, ailelerin mali durumunun bozulması, çalışanların kendilerine saygısını yitirmesi ve suç sayısında artışa sebep olmaktadır. İkinci sebep ise işsizlik yükseldiğinde ekonomide sadece işsizlerin değil atıl kaynakların var olması ve üretim kaybının yaşanmasıdır (Mishkin, 2000: 84).

Ülkenin dış aleme olan borcunun alacağından fazla olması ödemeler bilançosunun açık vermesi, alacağının borcundan fazla olması ise ödemeler bilançosunun fazla vermesi anlamına gelmektedir. Para politikasının nihai amaçlarından birisi de ödemeler bilançosunda dengenin sağlanmasıdır. Ödemeler bilançosundaki açık, ihracat hacmini artırmak veya ithalat hacmini daraltmak suretiyle kapatılabilmektedir (Oktar, 1996: 6–7).

Ödemeler bilançosunda oluşan herhangi bir dengesizlik sonucunda piyasada ortaya çıkabilecek bir karışıklık halinde Merkez Bankası'nın bu duruma neden olan gelişmeleri önceden görmek suretiyle gerekli müdahaleleri yapması ve tekrar güven ortamını sağlaması gerekmektedir. Bu durumda Merkez Bankası en son ödünç veren mercii olarak piyasaların boğulmasını önleyebilmektedir (Öcal ve Çolak, 1997: 301). Örneğin; ülke parasının değer kazanması veya kaybetmesi durumunda ihracat ve ithalat etkilenmekte, ardından cari kalemlerde dengesizlik oluşmaktadır. Bu durumda Merkez Bankası kendisine verilen para politikası araçlarıyla para arzını artırıp azaltarak dengeyi yeniden sağlayabilmektedir. Döviz piyasasında oluşabilecek dengesizlikler de aynı

şekilde müdahale yöntemiyle giderilebilmektedir. Kısacası ödemeler bilançosunda dengenin sağlanması hem mali piyasalarda hem de döviz piyasasında istikrarı gerekli kılmaktadır. Bu istikrarın sağlanmasında ise Merkez Bankası devreye girmekte ve istikrar sağlayıcı bir rol oynamaktadır (Tokucu, 2001: 12).

Belli bir büyüme hızına ulaşmak para politikasının amaçlarından bir diğeridir. Büyüme; uzun dönemli faaliyetler sonucu ortaya çıkan, ekonominin gelişmişlik düzeyini yansıtan ve sermaye birikimine bağlı olan reel bir olgudur (Ülgener, 1991: 409). Gelişmiş ülkelerin yaşadıkları deneyimler göz önüne alındığında büyüme için sermaye birikiminin önemi daha iyi anlaşılacaktır. Örneğin; Güney Kore doğal kaynakları az olmasına rağmen özellikle beşeri sermaye birikiminin, yani kalifiye işgücü kaynaklarına sahip olmasının avantajıyla kalkınmasını hızlı şekilde gerçekleştirmiştir (Çelik, 2009: 97). Ancak bugün gelişmiş ülkeler geldikleri konumda tam istihdama gittikçe yaklaştıkları için yüksek oranda büyüme rakamlarına ulaşmaları kolay olmamaktadır. Bu yüzden bugün gelişmiş ülkeler büyümeyi sürdürmeye ve verimlilik artışı sağlamaya çalışmaktadırlar. Yani gelişmekte olan ülkeler yüksek büyüme oranlarını yakalamayı, gelişmiş ülkeler ise büyümeyi sürdürmeyi amaç edinmektedirler (Tokucu, 2001: 10–11).

Para politikasının en önemli ve son yıllarda çoğu merkez bankasının temel hedefi olan amaçlarından biri fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Madeni para sisteminin geçerli olduğu dönemde Merkez Bankaları'nın tek amacı ulusal paralarının değerini korumaktır. Hem paranın istikrarını hem de ekonominin istikrarını sağladığı için altın standardını devam ettirmek ise büyük önem taşımaktaydı (Üstünel, 1967: 139). Ancak 1929 yılına gelindiğinde dünyada yaşanan büyük fiyat dalgalanmaları sonucu fiyat istikrarı önem kazanmaya başlamıştır. Bu yıllarda dünya ekonomisinin girdiği durgunluktan çıkabilmesi için maliye politikasına daha fazla önem verilmeye başlanmış, para politikası gözden düşmüştür. Ancak 1950'li yıllardan itibaren para politikasına verilen önem yeniden artmıştır. II. Dünya Savaşı sonrası fiyatların tekrar yükselmeye başlaması ve Soğuk Savaş döneminin getirdiği savunma harcamalarıyla birleşen kamu harcamalarının enflasyona sebep olmasının bu konuda büyük etkisi vardır (Oktar, 1996: 1-2).

1970'li yıllarda Merkez Bankaları'nın fiyat istikrarı politikasını uygulaması gerekliliği tartışmaları daha da hararetlenmiştir. Merkez Bankaları, fiyat istikrarını amaç edindiklerinde belli bir enflasyon hedefi belirleyerek bu hedefin gerçekleştirileceğine dair kamuoyu karşısında sorumluluk üstlenmektedir. Böylece hem toplumdaki enflasyon beklentileri azaltılmış olmakta, hem de ekonomiyle ilgili sağlıklı öngörülerde bulunma olanağı sağlanmış olmaktadır (Oktar, 1996: 121). Ancak Merkez Bankaları, fiyat istikrarını seçtiklerinde hedefe ulaşmak için uyguladıkları para politikasında üç önemli noktaya dikkat etmelidirler. Bunlar; kamu kesimi borçlanma gereği, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestliği ve bankacılık sisteminin ya da daha geniş olarak finans sisteminin yapısı ve gücüdür (Erçel, 1996: 1).

Fiyat istikrarı hedeflemesinde hedeflenen enflasyondan kastedilen, bireylerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi ekonomik karar alma süreçlerinde dikkate almaya gerek görmedikleri bir enflasyon oranıdır (Greenspan, 1994). Günümüzde gelişmiş ülkelerde, kabul edilebilir enflasyon oranları % 1 ile % 3 arasındaki enflasyon oranları olarak tanımlanmaktadır. Ancak fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmak değildir. Aynı zamanda bu enflasyon oranının sürdürülmesini de kapsamaktadır (Fischer, 1997).

Fiyat istikrarının bir çok merkez bankası tarafından nihai amaç olarak seçilmesinin sebebi bazı avantajlarının olmasıdır. Bunlardan ilki tasarruf sahipleri ve yatırımcıların fiyat istikrarının sürdürüldüğünden emin oldukları durumlarda enflasyon risk primi talep etmemeleridir. Yine fiyat istikrarı sayesinde görece fiyatlar kolaylıkla izlenebilmekte, dolayısıyla tüketim ve yatırım kararları etkin olarak alınmakta, böylece kaynakların verimli dağılımı sağlanmaktadır. Bu nedenle verimsiz harcama ve yatırımları azaltması fiyat istikrarının nihai amaç olarak tercih edilmesinin bir diğer sebebidir (ECB, 2001). Fiyat istikrarının sağlanmasıyla beraber ekonomik birimler karar almada geçmiş yerine geleceğe odaklanmakta, böylece fiyat katılıkları engellenmekte ve ekonominin esnekliği artmaktadır. Ayrıca fiyat istikrarıyla beraber toplumda yerel paraya duyulan güven de artmaktadır (Önder, 2005: 8- 9).

Ancak Merkez Bankalarının fiyat istikrarını kendilerine amaç olarak belirlemeleri hükümetlerin üç önemli beklentisiyle çelişebilmektedir. Bunlardan ilki hükümetlerin mali işlemlerini yürütme isteği, ardından finansman açıklarını kapatma beklentisi ve son

olarak özel sektör ve kamu yatırımlarına kredi verme isteğidir. Ancak Merkez Bankaları belirledikleri hedeften uzaklaşmamak veya herhangi olumsuz bir etki yaratmamak koşuluyla hükümetlerin bazı ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. Zaten Merkez Bankası'nın, hükümet ekonomi dengelerini kurarken, bütçe açığını belirlerken, ek harcama getirebilecek konular kanunlaşırken hükümetle beraber hareket etmesi gerekmektedir (Onaran, 1997: 55).

1960'larda birçok ekonomist tarafından enflasyon ve büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğu kabul edilmekteydi. 1970'lere gelindiğinde ise beklentilerle uyarlanmış Phillips eğrisi popüler hale gelmişti (Fry ve diğ., 1996: 12). Ancak 1970 ve 1980'lerde yaşanan tatsız deneyimler (yüksek enflasyonun yüksek işsizlik oranlarıyla beraber var olması- stagflasyon) uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında değiş-tokuş olmadığı görüşünü güçlendirmiş, yüksek enflasyon oranlarının büyümeyi desteklediği ve işsizlik oranını azalttığı görüşü geride kalmıştı. Yaşanan bu deneyim fiyat istikrarının para politikası için en uygun amaç olduğu konusunda gittikçe büyüyen bir konsensus oluşmasında rol oynamıştır (Paulin, 2000: 4). Bu sayede 1980'li yılların ortalarından itibaren akademik camia ile pratik merkez bankacılığı ortak bir paydada buluşma eğilimi sergilemiştir (Kara ve Orak, 2008: 3).

Bu süreci takiben 1990'ların sonunda birçok hükümet, merkez bankasının asıl amacının fiyat istikrarı olduğunu belirten yasal düzenlemeler yapmıştır (İngiltere- Haziran 1998, Japonya- Nisan 1998, İsveç- Ocak 1999). Ancak Yeni Zelanda bu yasayı çok daha önce, 1989 yılında, uygulamaya koymuştur. Bu gelişmelere paralel olarak 1998 yılında kurulan ECB'nin de amacı fiyat istikrarı olarak tanımlanmıştır (Paulin, 2000: 4). TCMB ise 2001 yılında yapılan yasal düzenlemeyle amacını fiyat istikrarı olarak belirlemiştir.

1.2. FİNANSAL İSTİKRARIN TANIMI

Finansal istikrar dar kapsamda finans piyasalarındaki hisse senedi, döviz kuru, faiz oranları ve benzeri fiyatların ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarında yanılısamalara yol açmayacak şekilde oluşması ve hareket etmesi olarak tanımlanabilir. Geniş kapsamda ise ekonominin sağlıklı işleyebilmesi için finansal sistemin üstlendiği

tasarrufların etkin dağılımı rolünü sorunsuz ve sürekli şekilde sürdürmesi anlaşılmaktadır (TCMB, 2006: 1).

Finansal istikrar kavramını tanımlamak zor, ölçmek ise daha da zordur. Bir finansal sistemde aşırı oynaklık, stres veya kriz yoksa o ekonomi istikrarlı sayılabilmektedir. Bu tanımları formüle etmek kolaydır, ancak bir finansal sistemin iyi giden performansının ekonominin geneline yaptığı katkıyı belirleme konusunda başarısız olunabilir. Bu nedenle finansal istikrar kavramı finansal piyasalar, altyapı ve kurumlar arasındaki karışık ilişkileri kapsayacak şekilde daha geniş kapsamda tanımlanmaya çalışılmaktadır (Gadanecz ve Jarayam, 2006: 365).

Bu açıdan bu başlık altında öncelikle finansal istikrarı tanımlamada karşılaşılan güçlükler açıklandıktan sonra finansal istikrar kavramı tanımlanacak, ardından finansal istikrarın öneminden ve finansal istikrarı tehdit eden unsurlardan bahsedilecektir. Finansal istikrar ile beraber anılan ve finansal istikrar için önemli bir kavram olan sistemik risk ayrı bir başlık altında incelenecek, ardından finansal istikrarın ölçümü anlatılacaktır. Son olarak ise 2008 krizi sonrasında dikkatlerin neden yeniden finansal istikrara yöneldiği anlatılmaya çalışılacaktır.

1.2.1. Finansal İstikrarı Tanımlamada Karşılaşılan Güçlükler

Fiyat istikrarının tersine finansal istikrar kavramını tanımlamak oldukça zordur. Bu durumun nedeni finansal istikrar kavramının makro ekonomik istikrar ve fiyat istikrarı kavramlarıyla karşılaştırıldığında henüz emekleme aşamasında olmasıdır. Ayrıca finansal istikrar analizleri finansal istikrarın hala açık ve ortak bir tanımlı olmaması nedeniyle oldukça karmaşıktır (Bardsen, 2006: 4). Ancak henüz ortak bir tanımlı olmasa da finansal istikrarsızlığın neden olduğu ekonomik ve sosyal zararlar kamu politikalarının finansal istikrarı hedeflemelerini sağlamıştır. Tarihte finansal istikrarsızlık dönemleri olarak tanımlanabilecek pek çok süreç yaşanmıştır. 1929 Buhranı verilen en ünlü örnektir, ancak bu tarihten sonra da verilebilecek çok sayıda örnek yaşanmıştır (Allen ve Wood, 2006: 154).

Finansal istikrarın tanımlı iyi işleyen bir finansal sistem için risklerin belirlenmesi açısından oldukça önemli birkaç husus içermektedir: (Schinasi, 2004: 11-12)

- Öncelikle finansal istikrarla ilgili gelişmeler yalnızca bir sayısal değişkenle ifade edilememektedir. Fiyat istikrarının tersine finansal istikrarın tek bir ölçüsü yoktur. Bu durum finansal istikrarın hem finansal kurumların istikrar ve dayanıklılığını hem de finansal piyasa ve ödemeler sisteminin düzgün işlemesi gibi bir dizi unsuru içeren çok boyutlu bir kavram olmasından kaynaklanmaktadır.
- İkinci olarak, finansal sistemde yaşanacak gelişmeleri tahmin etmek oldukça zordur. Finansal istikrarı etkileyen etkenlerin oldukça fazla olması geleceğe yönelik riskleri ve dengesizlikleri içeren politikalar belirlemede zorluklara neden olmaktadır.
- Finansal istikrardaki gelişmelerin yalnızca bir kısmı kontrol edilebilmektedir. Finansal istikrarı sağlamak için kullanılan politika araçları, örneğin mevduat sahiplerinin çıkarlarını korumak için kullanılan mevduat sigortası, fiyat istikrarı için uygulanan para politikası ve ödemeler sisteminin sorunsuz işlemesi amacıyla desteklenen hızlı ödeme sistemleri, genelde başka amaçları sağlamak adına kullanılan araçlardır. Bu araçların kullanılmasında zamanlama sıkıntıları yaşanmasının yanı sıra finansal istikrar üzerindeki etkileri dolaylı olmakta, hatta bazı zamanlarda birincil amaçlarıyla çelişen sonuçları olmaktadır. Dahası finansal istikrarı etkileyen hususlar tahmin edilmesi zor ve dış şoklara bağlı olması dolayısıyla kontrol edilmesi güç olmaktadır.
- Finansal istikrarı sağlamayı amaçlayan politikalar etkinlik ve dayanıklılık arasında tercih yapmayı içermektedir. Örneğin, finansal istikrarı sağlamak adına uygulanan ihtiyati politikalar kapsamında yüksek likit tutma zorunluluğu, bankanın şoklara karşı dayanıklılığını artırırken aynı zamanda sermaye maliyetlerini artırmakta ve yatırım fırsatlarının kaçırılmasına neden olmaktadır. Benzer şekilde döviz kurlarına getirilecek kısıtlamalar bir yandan uluslararası sermaye hareketlerinden doğacak riskleri azaltıp dayanıklılığı artırırken öte yandan yerel finansal piyasaların etkinliğini kısıtlayabilmektedir.
- Finansal istikrarı sağlamak amacıyla uygulanan politikalar zaman tutarsızlığı sergileyebilmektedir. Uygulanan kamu politikaları sayesinde kısa dönemde

finansal istikrar sağlanırken, uzun dönem istikrarı ise kaybedilebilmektedir. Merkez bankalarının son ödeme merci olma görevini kullanmaları veya mevduat sigortası gibi uygulamalar piyasa disiplinini bozmakta, ahlaki çöküntü ve ters seçim gibi olumsuzluklara neden olabilmektedir. Zaten bu durum finansal piyasa politikalarının belirlenmesinde önemli bir sorundur.

Yukarıda belirtilen bu hususlar finansal istikrarın tanımlanması açısından büyük önem arz etmektedir.

Çok sayıdaki finansal istikrar tanımlarından bazıları daha kullanışlı bazıları ise kafa karıştırıcıdır. Örneğin çok geniş tutulan tanımlamalar hem otoritelere somut bir hedef verememekte hem de hesap verebilir olmalarına engel olmaktadır. Yine finansal sistemin kendisini bir şok kaynağı olarak gören tanımlamalar kullanışlı olmamaktadır (Borio ve Drehmann, 2009: 4). Bu açıdan iyi bir finansal istikrar tanımında finansal çöküntü ve finansal istikrarsızlık kavramlarının bir arada kullanılmasının faydalı olacağı düşünülmekte, ayrıca sınırları kestirilemeyen muhtemel durumların devamlılığının ve finansal sistemin, finansal kurumlar ve piyasalarla bunları çevreleyen alt yapı ve faaliyette bulunduğu makro ekonomik şartların da göz önünde bulundurulması önem arz etmektedir (Tiryaki, 2012: 15).

1.2.2. Finansal İstikrarın Tanımı

Finansal istikrarı tanımlamak uygulanacak politika çerçevesinin ve politika araçlarının doğru belirlenmesi açısından önemlidir (Alawode ve Al Sadek, 2008: 6). Ancak henüz üzerinde fikir birliği sağlanmış tek bir tanım mevcut değildir. Yapılan tanımlardan bazıları her türlü finansal sıkıntıyı kapsayacak şekilde olması gerekenden daha geniş kapsamlı iken (Haldane, 2004), bazı tanımlar Mishkin (1999)'de olduğu gibi sadece finansal sistemin işleyişini bozacak sıkıntılara odaklanmaktadır. Yine bazı tanımlar (Allen ve Wood, 2006) finansal sistemin dışsal şoklara karşı dayanıklılığını önemserken, bazıları (Schinasi, 2004) bizzat finansal sistemi bir şok kaynağı olarak görmektedir (Borio ve Drehman, 2009: 4).

Finansal istikrarı tanımlamadan önce bazı anahtar unsurları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bu unsurlardan ilki finansal istikrarın finansal sistemin altyapı, kurumlar ve piyasalar gibi farklı yönlerini içeren oldukça kapsamlı bir kavram

olmasıdır. Diğer bir unsur finansal istikrarın yalnızca kaynakların ve risklerin bölüştürülmesi görevini yerine getirmek, tasarrufları harekete geçirmek ve servet birikimini, kalkınmayı ve büyümeyi kolaylaştırmak anlamına gelmemesi, aynı zamanda ödemeler sisteminin ekonomi genelinde sorunsuz işlemlerini gerektirmesidir. Ayrıca finansal istikrar kavramının sadece finansal krizlerin olmaması anlamında olmadığı, bunun yanı sıra olası dengesizliklerin finansal sistem ve ekonomik süreç açısından bir tehdit oluşturmadan önce sınırlanması becerisi olduğu finansal istikrar tanımı yapılırken dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur olarak belirtilmektedir (Schinasi, 2004: 6).

Belirtilen bu unsurların ardından Schinasi (2004: 7) finansal istikrarın genel anlamda a) hem ekonomik kaynakların etkin şekilde tahsis edilmesi hem de ekonomik büyüme, sosyal refah gibi diğer ekonomik süreçlerin etkinliği, b) finansal risklerin belirlenmesi, fiyatlandırılması, dağıtımı ve yönetiminde etkinlik, c) bu anahtar fonksiyonların dış şok veya dengesizliklere karşı kendini koruma becerisi olarak düşünülebileceğini belirtmiştir.

Borio ve Drehman (2009: 4) birçok finansal istikrar tanımının üç önemli unsuru içerdiğini belirtmektedir. Bunlardan ilki bu tanımların finansal istikrarı bir bütün olarak değerlendirmesidir. İkincisi, çalışmaların finansal istikrarı ekonominin genelinden izole olarak ele almayıp, gerçek ekonomi açısından ekonomik fayda ve maliyet analizi yaptıklarıdır. Son olarak ise finansal istikrarı tanımlamak için daha gözlemlenebilir ve somut olan finansal istikrarsızlığa başvurularındır.

Finansal istikrar kavramına önemli katkılarda bulunan Andrew Crockett finansal istikrarı finansal istikrarsızlıktan yola çıkarak finansal istikrarsızlığın olmaması şeklinde tanımlamıştır. Finansal istikrarsızlığı ise ekonomik performansın finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar veya finansal arbulucuların sözleşmeye bağlı yükümlülüklerini yerine getirememesi gibi nedenlerle bozulduğu bir durum olarak tanımlamıştır. Tanımdan da anlaşılacağı üzere her finansal bozulma finansal istikrarsızlık olarak nitelendirilmemekte, finansal istikrarsızlık olarak nitelendirilebilmesi için ekonomik performans üzerinde ölçülebilir etkiye sahip olması gerekmektedir (Crockett, 1997: 2).

Allen ve Wood (2006: 154)'da finansal istikrarı tanımlamadan önce iyi bir finansal istikrar tanımında olması gereken bazı unsurları ele almış, ardından finansal

istikrarsızlıktan yola çıkarak finansal istikrarı tanımlamıştır. Finansal istikrar tanımının içermesi gereken unsurlar şu şekilde sıralanmıştır:

- 1- Finansal istikrarın iyi bir tanımının öncelikle refahla ilişkili olmasını, diğer bir deyişle finansal istikrarın toplum refahını destekleyen meseleleri belirtmesini, aksi takdirde finansal istikrarı sağlama amacının değerli bir toplumsal amaç olmaktan çıkacağını,
- 2- Finansal istikrarı sağlama sorumluluğu olan kurumun başarılı olup olmadığını anlayabilmesi için finansal istikrarın gözlenebilir bir olgu olması gerektiğini ancak, finansal istikrarın tamamıyla gözlenemediğini,
- 3- Finansal istikrarın kamu otoriteleri tarafından kontrol edilmeye veya etkilenmeye tabi olmasını, aksi halde kamu politikasının amaçlarından biri olmasının bir anlamı kalmayacağını,
- 4- Finansal istikrar tanımlanırken sadece batan finansal kurumların ekonomik çöküşe neden olmadığına, aynı durumun diğer ekonomik şirketler içinde geçerli olduğunun akıllarda tutulmasını, finansal istikrar (ya da istikrarsızlık) tanımı ve analizinin, doğacak sorunları gidermek için atanan kurumlar farklı da olsa, tüm durumları kapsayacak şekilde geniş olmasını savunmuştur.

Allen ve Wood (2006: 154)'da finansal istikrarı finansal istikrarsızlıktan yola çıkarak tanımlayan yazarlar arasındadır. Finansal istikrarsızlık hanehalkından hükümetlere kadar çok sayıda ekonomik birimin finansal krizi tecrübe etmesi ve yaşanan bu krizlerin olumsuz makroekonomik etkileri olarak tanımlanmıştır. Ardından finansal istikrar ise finansal istikrarsızlığın ortaya çıkma ihtimalinin düşük olduğu durum olarak ifade edilmektedir. Allen ve Wood reel sektörü de kapsayan bu tanımla finansal stresi yaşayanların sadece finansal kurumlar olmadığını vurgulamışlardır. Bazı geçerlilikleri olmasına rağmen bu bakış açısı genel bir finansal istikrar tanımı yerine merkez bankasının etkileyemeyeceği kurumları da içeren oldukça geniş bir finansal istikrar tanımıyla sonuçlanmıştır (Alawode ve Al Sadek, 2008: 9).

Birçok yazar gibi finansal istikrarı tanımlamanın kolay olmadığını belirten Laker (1999: 2) finansal istikrarı, en genel anlamda, reel üretim üzerinde önemli olumsuz etkilere neden olabilecek finansal sistemdeki aksamalardan kaçınma olarak tanımlamaktadır. Bahsi geçen aksamaların, finansal kurumların bazı zorluklarla karşı

karşıya kalmasına veya finansal piyasalarda kargaşalara neden olabildiği belirtilmektedir. Özellikle finansal piyasalarda yaşanan bu kargaşalar finansal istikrar üzerinde ilginin yoğunlaşmasına neden olmaktadır.

Foot (2003) finansal istikrarı tanımlarken, fiyat istikrarına vurgu yapmak suretiyle, a) fiyat istikrarının sağlandığı, b) istihdam seviyesinin ekonominin doğal istihdam düzeyine yakın olduğu, c) piyasalara ve önemli finansal kurumların gerçekleştirdiği işlemlere güven duyulduğu, d) reel veya finansal varlıkların göreceli fiyatlarında ekonomiyi sarsacak hareketlerin olmadığı durumlarda finansal istikrarın gerçekleştiğini söyleyebileceğini belirtmiştir. Foot'un yaptığı tanım doğal işsizlik seviyesinden bahsederek reel ekonomiyle ilişki kurması ve finansal sistemdeki işlemlere duyulan güvene vurgu yapması açısından dikkat çekicidir (Alawode ve Al Sadek, 2008: 10).

Padoa-Schioppa (2002: 20-21) finansal istikrarı bir ekonominin ödemeler sistemini ve tasarrufların verimli yatırımlara dönüşme sürecini etkileyebilecek şoklara karşı ayakta kalabilme durumu olarak tanımlamaktadır. Bu tanım finansal sistemi bir bütün olarak ele almak suretiyle, tasarrufların yatırım fırsatlarına doğru kanalize edilmesinin yanı sıra ekonomik ajanlar arasında risk paylaşımına ilişkin ilgili mekanizmaları da içeren geniş bir bakış açısı ortaya koymaktadır.

1.2.3 Finansal İstikrarın Önemi

Finansal istikrarın olmaması halinde ortaya çıkacak sonuçları belirtmek merkez bankalarının neden finansal istikrarı bu kadar önemsediklerinin anlaşılmasını kolaylaştıracaktır. Bu açıdan muhtemelen aşağıdaki gibi sonuçlanan istikrarsızlığa karşı dikkatli olmak oldukça önemlidir (Tadjuddin, 2003: 2):

1. Mevduat sahipleri ve yatırımcılar gibi kesimlerde güven kaybıyla beraber bankalardan muhtemel kaçışların yaşanması,
2. Gerçekçi olmayan banka faiz oranları nedeniyle aracılık fonksiyonunun etkisiz hale gelmesi,
3. Bireylerin tasarruflarını evde tutmayı tercih etmesi veya sermaye çıkışları nedeniyle kaynakların etkisiz dağılımı,

4. Kurtarılması göreceli olarak maliyetli olan finansal kuruluşlar ve bankaların zarar görmesinin ekonomiye dair sistemik etkilerle sonuçlanması,
5. Para politikasının gerektiği gibi uygulanamaması.

Finansal sistemde istikrarı korumak isteyen bir merkez bankası için finansal istikrar ve fiyat istikrarı aynı madalyonun iki yüzü gibidir. Para politikasının finansal istikrar için önemli sonuçları olduğu gibi, finansal istikrar da etkin para politikası için temel unsurlardan biridir. Bu durum merkez bankalarının kurulma aşamalarına bakıldığında da açıkça görülmektedir. Örneğin Amerikan Merkez Bankası (FED) ve İngiltere Merkez Bankası'nın kurulma aşamaları finansal sistemin çöküşten kurtarılması için uğraşılan döneme denk gelmiştir. Dolayısıyla para politikası görevinin finansal istikrar fonksiyonundan daha sonra ortaya çıktığı anlaşılmaktadır (Tadjuddin, 2003: 2).

Zaten hem fiyat istikrarı hem de makro ekonomik istikrar açısından finansal istikrar önemli bir unsurdur. Finansal istikrar ekonomik istikrar için önemli bir aşamayı temsil etmektedir. Bir ekonomide finansal istikrar sağlandığında, bireylerin ekonomik karar alma süreçlerinde herhangi bir belirsizlik ve isteksizlik durumu olmamaktadır. Oysa finansal istikrarsızlığın söz konusu olduğu durumlarda reel çıktı açığında hızlı artışlar, finansal varlıklar ve değişkenlerin değerinde ani artışlar ve düşüşler gibi aşırı oynaklıklar yaşanabilmekte, tüm bunların sonucunda ise bankacılık krizi, para krizi veya sistematik kriz yaşanma olasılığı artmaktadır (Darıcı, 2012: 3).

Bir ekonomide, makro ekonomik göstergelerin aşırı oynak olması ekonomideki hem gelir hem de varlık dağılımını bozabilmekte, diğer yandan toplumun refah seviyesini düşürebilmektedir. Bu nedenle makroekonomik istikrarın sağlanması toplumun refah seviyesinin korunması adına oldukça önemlidir. Finansal istikrar ise ekonomideki tasarrufların verimli yatırımlara kanalize edilmesinde etkin bir rol oynadığı için kaynakların etkin kullanılması açısından oldukça önemlidir. Bu şekilde etkin çalışan bir finansal sistem bir yandan risklerin dengeli dağılımını sağlarken diğer yandan ekonominin şoklara karşı duyarlılığını azaltmaktadır. Finansal istikrarın olmadığı bir durumda yaşanabilecek herhangi bir finansal krizle birlikte reel kesim tarafından gerçekleştirilen üretimin aksaması ve büyük refah kayıpları yaşanması söz konusu olmaktadır. Böylece finansal sektördeki istikrarsızlık makroekonomik istikrarı da tehlikeye atacaktır (Başçı, 2012: 2).

Finansal olarak istikrarlı bir ekonomi bir karışıklık haliyle karşılaştığında dejenere olmaz. Finansal açıdan güçlü bir ekonomi için beklenmedik bir olay ya da şok, teknoloji veya tüketici zevklerinde beklenmedik bir gelişme veya önemli bir şirketin beklenmedik başarısızlığı gibi durumlarda piyasalarda yaşanan tedirginlik hali oldukça basit bir durumdur. Zaten finansal açıdan istikrarlı bir ekonominin en önemli özelliği ekonomideki bu tür şokları azaltmasından ziyade ekonomiyi şoklara karşı güçlendirmesidir (Allen ve Wood, 2006: 155).

Son yıllarda, gerçekleşen finansal işlemlerin hacmindeki artışlar, finansal araçların hem çeşit hem de yapı olarak farklılaşması, uluslararası finansal sisteme entegrasyon süreci ve yaşanan yüksek maliyetli krizler finansal istikrarın daha da önemsenmesine neden olmaktadır. Finansal sistemin para, finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve en tepede Merkez Bankaları olmak üzere beş ana unsurdan oluştuğu düşünüldüğünde, söz konusu unsurlardan herhangi birinin fonksiyonlarını yerine getirememesi durumunda finansal sistemin riske girmesi ve istikrarsızlığın yaşanması söz konusu olmaktadır. Bu açıdan piyasada güven ortamının oluşması, belirsizliğin azalması ve risklerin fiyatlara dahil edilmesi açısından finansal sistemin istikrarlı olması önem kazanmaktadır (Darıcı, 2012: 2)

1.2.4. Finansal İstikrarı Tehdit Eden Unsurlar

Uzun yıllardan beri mali sıkıntı için yapılan açıklamalar “döngüsel” ve “parasal” olmak üzere iki kategoride ele alınabilir. Döngüsel açıdan bakıldığında Hyman Minsky (1977) ve Charles Kindleberger (1978) finansal istikrarsızlığın varlık fiyatlarındaki artışla başlayan bir süreç olduğunu, paracı yaklaşım ise (örneğin Friedman ve Schwartz gibi) finansal istikrarsızlığın nedenlerinin para politikasında aranması hususunu belirtmişlerdir (Crockett, 1997:3-4).

Bardsen (2006: 3) ise finansal istikrarı tehdit eden unsurların iki şekilde ele alınabileceğini söylemiş ve bu iki yaklaşımdan ilkinin finansal sistem içerisinden kaynaklanıp, gelişen ve yayılan risk faktörleri üzerinde odaklandığını belirtmiştir. İkinci yaklaşım ise finansal sistem dışından kaynaklanıp gelişen ve makroekonomik şartlara bağlı olan finansal sistem kırılganlıklarını yansıtan risk faktörleri üzerine yoğunlaşmaktadır. Borç yükünde hızlı büyüme, varlık fiyatlarında oynaklık ve ulusal

veya uluslararası makroekonomik çalkantılar finansal istikrarı olumsuz yönde etkilemektedir.

Mishkin (1997: 63) finansal istikrarsızlığı önlemek diğer bir deyişle finansal istikrarı sağlamak için öncelikle istikrarsızlığa neden olan unsurları anlamının gerekliliğini vurgulamaktadır. Bu unsurları ise a) faiz oranlarındaki artışlar, b) belirsizlikteki artışlar, c) varlık piyasasının banka bilançolarına olumsuz etkisi ve d) bankacılık sektöründe yaşanan problemler olmak üzere dörde ayırmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri finansal istikrarı tehdit eden bir diğer unsur olarak görülmektedir. Aslında sermayenin serbest dolaşımıyla sermayenin en verimli kullanılabilceği ülkeye gitmesi ve gittiği ülkede ekonomik büyümeyi desteklemesi beklenmektedir. Ancak sermaye hareketlerinde yaşanabilecek herhangi bir istikrarsızlık durumunda ekonomiler oldukça büyük sıkıntılarla karşılaşmaktadır. Bilhassa kısa vadeli sermaye hareketleri bir yandan krediye erişimi kolaylaştırmak suretiyle tüketimi hızlandırırken, diğer yandan ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasında ayrışmaya yol açabilmektedir. Bu durum dış dengenin bozulmasına neden olarak ekonomik hassasiyeti artırmakta, bu sayede makroekonomik ve finansal istikrarı olumsuz etkileyebilmektedir. Bu gelişmeleri takip eden, literatürde "ani duruş (sudden stop)" olarak adlandırılan ve zaman zaman ülkemizle beraber birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan ani sermaye çıkışlarının neden olduğu tahribatların önüne geçmek için uluslararası sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın kontrol edilmesi finansal istikrar açısından önem arz etmektedir. (Başçı, 2012: 3-4).

Finansal istikrarı tehdit eden ve finansal krizlerin en önemli öncü göstergesi olarak sayılan bir diğer unsur kredilerin aşırı hızlı artmasıdır. Gelişmekte olan ülkeler ekonomik geçmişlerinde bu ilişkiyi bir çok kez yaşayarak öğrenmişlerdir. Gelişmiş ülkeler ise kredi artışının finansal istikrarı olumsuz etkilediğini 2008 –2009 yıllarındaki küresel kriz neticesinde anlamışlardır (Başçı, 2012: 2). Hem kriz öncesinde hem de kriz sonrası dönemde finansal istikrar üzerine yapılmış çalışmalar incelendiğinde, hızlı kredi

artışının finansal istikrarı bozan ve finansal kriz olasılığını arttıran önemli unsurlardan biri olarak ele alındığı göze çarpmaktadır¹.

Bu çalışmalara Mendoza ve Terrones tarafından 2012 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılan analiz örnek olarak verilebilir. Mendoza ve Terrones öncelikle ülke grupları için aşırı kredi büyüme dönemlerini belirlemiş ve belirlenen dönemlerde temel makroekonomik göstergelerle banka ve firmalara ilişkin göstergeleri incelemiştir. Çalışmaya göre, aşırı kredi büyümesinin bankacılık sektörünün kırılmasını artırdığı ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerle ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yine benzer bir çalışma olarak Schularick ve Taylor (2012)'in gelişmiş ülkeler için oldukça kapsamlı bir veri seti kullanmak suretiyle yaptıkları analizde, hızlı kredi büyümesinin finansal krizleri öncülediği ortaya çıkmıştır. Bu çalışmadaki aynı veri setini kullanan Jorda ve diğerleri (2011) ise kredi büyümesi ve dış dengesizlikler arasındaki ilişkinin özellikle son dönemde güçlendiğini göstermekte, bu iki değişken arasındaki etkileşimin finansal istikrar açısından önemi üzerinde de özellikle durmaktadır. Dell'Araccia ve diğerleri (2012) de hızlı kredi büyümesinin görüldüğü dönemlerin bitiminde gerçekleşen bilanço düzeltme sürecinin reel ekonomi üzerinde oldukça uzun süren olumsuz etkileri olduğunu belirtmektedir (Kara ve diğ. 2013: 2).

1.2.5. Finansal İstikrar ve Sistemik Risk

Bir çok çalışmada finansal istikrarla beraber anılan sistemik risk kavramının da farklı araştırmacılar için farklı tanımları mevcuttur. Ancak literatür tarandığında sistemik riski açıklamak için üç yaklaşımın öne çıktığı görülmektedir. Bu yaklaşımlardan birincisinde, sistemik risk yerel ekonominin veya sistemin tamamı için eşanlı olarak büyük bir ters etki oluşturan büyük bir şok anlamına gelmektedir. “Sistemik” kelimesiyle, bir veya birkaç kurumun etkilendiği bir olay değil, bankacılık sektörü, finansal sektör veya ekonominin tamamının etkilendiği bir olay kastedilmektedir. Diğer iki kategorideki tanımlar ise daha ziyade mikro düzeyde bir

¹Cottarelli ve diğ. (2003), Schadler ve diğ. (2004), Maechler and Swinburne (2005), IMF (2004), Watson (2004), Caprio ve Honohan (2008), Schularick ve Taylor (2009), Jorda ve diğ. (2010), Claessens ve diğ. 2010, Kara ve diğ. (2013), Claessens ve diğ. (2015).

kurumda yaşanan sorunların yayılma olasılığı üzerine odaklanmaktadır (Kaufman ve Scott, 2003: 372) .

Sistemik riske mikro düzeyde yaklaşan tanımlardan biri Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından diğeri ise Kaufman (1995) tarafından yapılmıştır. BIS sistemik riski bir firmanın sözleşmelerinde yerine getirmek zorunda olduğu şartlarda zorlanmasının, diğeri firmaların zincirleme şekilde büyük mali zorluklara düşmesine neden olması olarak tanımlamaktadır (BIS, 1994: 177). Bu tanım kurumlar ve piyasalar arasındaki doğrudan ve yakın bağlantıları vurgulamaktadır. Çok sayıda finansal kuruluşun sıkıntıya düşmesinin yayılma ve domino etkisi ile ekonominin diğeri kesimlerine olumsuz yan etkilerinin olması sistemik riskin ekonominin geneli üzerindeki maliyetini göstermektedir (Tiryaki, 2012: 40). Kaufman (1995) ise sistemik riski bir olay sonrası gerçekleşen, kurumlar ve piyasa sistemini de içine alan, üst üste kayıplar serisinden oluşan bir zincirin gerçekleşme olasılığı olarak tanımlamaktadır.

Literatürde en çok kabul gören ve bahsi geçen ilk kategoride yer alan tanımlardan biri olan Engle'ın yaptığı tanıma göre sistemik risk, bireysel veya kurumsal seviyedeki olumsuz şoklardan ziyade, ekonominin tamamını etkileyebilecek arıza veya sıkıntılarının gerçekleşme olasılığını ifade etmektedir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere sistemik risk bankacılık piyasasında oluşan bir riskin finansal sektörde görülen yüksek korelasyon nedeniyle bir ülkeye, birkaç ülkeye veya dünya geneline yayılma hızını göstermektedir. Sistemik risk, bir veya birkaç ülkenin menkul kıymet piyasalarında çok sayıda menkul kıymetin fiyatının eşanlı düşmesi gibi finansal sektörün diğeri alanlarında da ortaya çıkabilmektedir. Sistemik risk yerel veya uluslararası özellik gösterebilmektedir. Sistemik riske farklı bir bakış açısına göre ise sistemik risk içseldir ve reel ekonomiyle finansal sektör arasındaki karşılıklı etkileşimi yansıtır (Galati ve Moessner, 2011: 14).

Yaşanan ülke tecrübeleri göz önüne alındığında, sistemik riske ve sistemik riskin önlenmesine önem verildiği, uygulanış biçimleri farklı olmakla birlikte birçok ülkenin birtakım makro ihtiyati politikalar uyguladığı görülmektedir. Bunlardan, sermaye yeterlilik oranı düzenlemeleri çerçevesinde minimum oranın ya da kredi risk ağırlıklarının değiştirilmesi; hızlı artan kredi kategorilerinde kullandırım kısıtlamaları; kredilere ilişkin karşılık oranlarının değiştirilmesi, dinamik karşılık ayrılma uygulamasının benimsenmesi; kredilere vergi benzeri ek yükümlülükler konması;

zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi gibi araçlar ön plana çıkmaktadır (TCMB, 2013: 44).

1.2.6. Finansal İstikrarın Göstergeleri ve Ölçümü

Son zamanlarda, özellikle 2008 krizinin ardından finansal istikrar hem ulusal hem de uluslararası gündemde sıkça tartışılan konular arasındadır. Makroekonomik karar alıcılar ve özellikle merkez bankaları finansal istikrarı olumsuz etkileyen potansiyel tehditlerin izlenmesini ve bu konuda çalışmalar yapılmasını desteklemek adına kaynak ayırmaktadır. Ancak gösterilen bu çabalara rağmen hala aşılması gereken önemli zorluklar bulunmaktadır. Finansal istikrarın nasıl ölçüleceği de bu konulardan biridir.

Finansal istikrarın doğru şekilde ölçülmesiyle, operasyonel yapının da büyük oranda şekillenmesi beklenmektedir. Tutarlı bir ölçünün belirlenmesi hem izlenecek politikaların etkilerinin daha net görülmesi hem de bu politikaları uygulayan karar alıcıların performansının değerlendirilmesi bakımından önem taşımaktadır (Tiryaki, 2012: 41).

Borio ve Drehmann (2009: 2-3) finansal istikrarı ölçmeden önce bazı hususları belirtmektedir. Bunlardan ilki, finansal istikrarsızlığın finansal çöküntüden ayrı tutulmasının gerekliliğidir. Finansal çöküntü mali kurumların önemli kayıplara uğradığı veya iflas ettiği ve ekonomiye ciddi olumsuz etkileri olacak bir durum şeklinde tanımlanırken, finansal istikrarsızlık ise ekonominin kırılgan olduğu ve finansal çöküntüye neden olabilecek normal boyutlu şoklarla karşılaştığı bir durumu temsil etmektedir. İkincisi, doğru ölçümün operasyonel yapı içerisinde oynayacağı iki önemli roldür. Bu rollerden ilki operasyondan sorumlu olanların hesap vermesini kolaylaştırması, diğeri ise belirlenen hedefe ulaşmak için stratejinin zamanında uygulanmasına sağladığı katkıdır. Üçüncüsü, bazı ölçüm tekniklerinin sıcaklık ölçer gibi çalışması ve olaylar gerçekleştikten sonra sonuçlara yansımalarıdır. Oysa finansal istikrarsızlığın basınç ölçer gibi önceden anlaşılması gerekmektedir. Dördüncüsü, finansal istikrar konusundaki bütün çalışmaların makro ihtiyati bakış açısına sahip olup, mikro ihtiyati bakış açısına sahip olmamasıdır. Bu durum ise finansal istikrarsızlığın doğasından ve ekonomiyi bir bütün olarak ele almasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca ekonomiyi bir bütün olarak ele alan bu yaklaşım, sistemin zayıfladığı ve normal şokları

absorbe etmek yerine çoğalttığı ve bu şokların etkilerini yok edemediği durumları da analizde görme imkanı sağlaması açısından önem arz etmektedir (Aktaş, 2011: 16).

Borio ve Drehmann (2009: 11) bu hususlara dikkat çektikten sonra finansal istikrarın ölçümü için kurumların kullandığı dört yöntem odaklanmıştır. Bunlar; erken uyarı göstergeleri, bilançolarda yer alan piyasa verileri, makro stres testleri ve vektörel oto-regresyon modelleridir. Bu yöntemlerden en basiti bilançolarda yer alan piyasa verilerinden elde edilen istatistiklerdir. Bankaların sermaye yapısı, tasfiye olunacak alacaklar gibi göstergelerden oluşan 2006 yılında IMF'nin hazırlamış olduğu Finansal Sağlamlık Göstergeleri (Financial Soundness Indicators- FSI) bu istatistiklerin en önemlilerindedir (Gadanecz ve Jayaram, 2008: 366). Yapısal ekonometrik modellerin yokluğunda ise vektörel oto-regresyon modelleri istikrar analizleri için kullanışlı birer araç olmaktadır. Birkaç teorik kısıtlamayla bu modeller ekonominin veri tabanlı temsili olmakta ve aynı zamanda değişkenler arasındaki etkileşimi ve geri bildirim etkisini de hesaba katmaktadır (Borio ve Drehmann, 2009: 15).

Erken uyarı göstergeleri ise yaşanabilecek mali olumsuzlukların önceden belirlenebilmesi için özellikle tasarlanmıştır. Bu göstergeler üzerinde gitgide artan bir ilgi bulunmakla birlikte ileri görüşlü olmak, eski tecrübelerde var olan herhangi bir etkileşimi yakalamak gibi bazı önemli özellikleri vardır (Borio ve Drehmann, 2009: 15). IMF'nin aktarım mekanizmaları ve ekonomideki kırılganlıkları nicel olarak görebilmek için hazırlamış olduğu erken uyarı göstergeleri (early warning exercise-EWE) üç ana bloktan oluşmaktadır. Bunlar sektörel ve piyasa kırılganlıkları, ülke riski ve sistemik bulaşmadır. İlk blokta dış sektör riskleri (sermaye akımları, dış dengesizlikler ve döviz kurundaki sapmalar), mali risk (risklerin finansmanı ve uzatılması, ülke riskinin piyasa algısı, kamu sektörünün şoklara karşı duyarlılığı) sektör riskleri (kaldıraç, likidite ve karlılık), varlık fiyatları, piyasa değerlemesi (gayrimenkul ve hisse senedi piyasasındaki balonlar) ve finansal piyasa riskleri (varlık ve piyasa oynaklığı, küresel finansal istikrar haritası) incelenmektedir. İkinci blokta makro kuyruk riskleri ve olumsuz sonuçları ele alınırken, son olarak üçüncü blokta ise finansal piyasa verileri kullanılarak bankalar arasında yayılma modellerine dayalı sistemik bulaşma ve sıkıntılar göz önünde bulundurulmaktadır. Büyük ölçekli finansal kurumlar ve değişik küresel senaryolar da bu blokta yer almaktadır (Canuto ve Cavallari, 2013: 31).

Stres testleri uygulanma amacına göre portföy düzeyinde stres testleri ve finansal sistem stres testleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Ekonomideki finansal kuruluşların kendi portföylerinin kırılganlığını değerlendirmek amacıyla yaptıkları testler "portföy düzeyinde stres testleri"ni oluştururken, finansal sistemin tamamının kırılganlığının analiz edildiği uygulamalar ise "finansal sistem stres testleri" ya da bir diğer adıyla "sistem odaklı stres testleri" olarak adlandırılmaktadır (Beşe, 2007:4). Çalışmayla birebir alakalı olan finansal sistem stres testleri olağandışı olumsuz bir durumda sistemin bir bütün olarak nasıl davranacağını göstermek için tasarlanmıştır (Borio ve Drehmann, 2009: 15) . Yani bu testler finansal sistemin hem mevcut durumu hem de düşük ihtimalli ancak olası şoklara karşı sistemin sağlamlığı konusunda fikir vermektedir (Aktaş, 2011: 16). İleriye dönük bakış açısı sunan makro stres testleri son zamanlarda oldukça popüler hale gelmiştir.

Finansal istikrarı takip için kullanılan bir diğer araç olan finansal istikrar endeksi ise, finansal sistemin bütününe tarihsel bir gelişim içinde takip edilmesini amaçlayan ve finansal istikrarı sayısallaştırarak analizler için önemli bir girdi sağlayan bir yöntemdir. Aslında stres testleri, erken uyarı göstergeleri ve finansal istikrar endeksi yöntemleri iç içe geçmiş, birbirlerini tamamlayıcı bir durum sergilemektedir. Finansal istikrar endeksi için belirlenen finansal sağlamlık göstergeleri, bu göstergelerin temsil ettiği iktisadi birimler ve bunlar arasındaki ilişkiler finansal istikrar analizlerinin temelini oluşturmaktadır. Bu analizin bir parçası olarak, finansal sağlamlık göstergelerine muhtemel senaryolar kapsamında uygulanacak stres testleri de finansal istikrarın ölçümüne önemli bir katkı sağlamaktadır. Sonuçta tüm bu çalışmaların ortak amacı, finansal istikrarın takip edilmesi, sayısallaştırılması neticesinde kırılganlıkların ortaya konması ve muhtemel senaryolar kapsamında sistemi bir bütün olarak değerlendirmektir (Aktaş, 2011: 15-18).

1.3. FİNANSAL İSTIKRARI YENİDEN ÖNE ÇIKARAN GELİŞMELER

Finansal istikrar meselesi 1990'ların sonlarında Doğu Asya ülkelerinde yaşanan finansal krizlerle beraber gündemi meşgul etmiştir. O dönemlerde yaşanan kargaşanın ardından, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) 1999 yılında üye ülkelerde düzenli aralıklarla finansal sistemin zayıf ve güçlü yönlerini değerlendirmek amacıyla Finansal Sektör Değerlendirme Programı (F.S.A.P)' nı tanıtmıştır. Bunun yanı sıra,

Finansal İstikrar Forumu, Basel Bankacılık Denetim Komitesi, Finansal İstikrar Enstitüsü, Küresel Finansal Sistem Komitesi, Ödeme ve Takas Sistemleri Komitesi, Uluslararası Sigorta Denetçileri Birliği, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu, Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü ve Mevduat Sigortacılar Uluslararası Birliği gibi finansal istikrar konularıyla ilgili bir çok uluslararası kurum, daha aktif hale gelmiştir. Ayrıca Karşı Taraf Riski Yönetimi Politika Grubu adı altında finansal istikrarı teşvik için ayrılmış bir özel sektör kuruluşu da bu hareketlilik içinde yer almıştır (Alawode ve Al Sadek, 2008: 5).

Ancak merkez bankacılığı açısından finansal istikrar uzunca bir süre fiyat istikrarının gölgesinde kalmıştır. Bir çok merkez bankası nihai hedef olarak fiyat istikrarını belirlemiş, fiyat istikrarının finansal istikrarı da beraberinde getireceği düşünülmüştür. Ancak 2008 küresel kriziyle beraber merkez bankalarının uyguladıkları politikalar, merkez bankasının elinde bulunan araçlar ve bu araçların uygulanma süreçleri ciddi şekilde tartışılır hale gelmiştir. Bu başlık altında öncelikle küresel kriz sürecinde yaşanan gelişmeler anlatılacak, ardından kriz sonrasında finansal istikrarın gündeme gelişiyile ilgili bilgi verilecektir.

1.3.1. 2008 Finansal Krizi ve Merkez Bankaları

ABD konut piyasasında 2008 yılında başlayıp, ardından tüm dünyaya yayılan kriz, birçok araştırmacı tarafından 1929 Ekonomik Buhranı'ndan sonra yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilmektedir. Bu büyük ekonomik dalgalanmanın kökeninde gayrimenkul ve kredi balonları yatmaktadır. Söz konusu dönemde ABD mortgage² piyasası yaklaşık 10 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmış, bu haliyle dünyanın en büyük piyasası haline gelmişti. Başlangıçta mortgage kredilerinin büyük kısmı yüksek kaliteli müşterilere verilmekteydi. Ancak zaman içinde krediler daha düşük kaliteli müşterilere de yönelmeye başladı (Eğilmez, 2009: 66-67).

FED'in 2001 krizini atlattak için uyguladığı düşük faiz politikası neticesinde faiz oranlarının %1 seviyelerine kadar düşmüş olması, düşük gelir gruplarına subprime (eşik

² Mortgage Kredisi, bir gayri menkulün teminat olarak alınması şartıyla verilen bir tür uzun dönemli tüketici kredisidir. Bu tür satışlarda gayri menkul, bankaların kredileri karşılığı bir güvence özelliğinde olup, kredi veren bankalar kredi miktarı geri ödenene kadar taşınmaz mala el koyabilme yetkisine sahiptirler. Bu yetki, taşınmaza ipotek konularak sağlanır. Kredi tamamen ödeninceye dek gayrimenkul üzerinden ipotek kalkmaz.

altı) kredileri kullanma konusunda cesaret vermişti. Ancak FED'in, enflasyon korkusu nedeniyle 2005 yılı başlarında faizleri peş peşe arttırması ve bu duruma ek olarak konut fiyatlarının düşmesi, bu grubun aldıkları kredileri geri ödeyememe sorunlarıyla karşılaşmasına neden olmuştur. Oysa bu konutları alanlar, ev fiyatlarının yükseleceğini ve bu konutları daha yüksek fiyattan satabileceklerini düşünmekteydiler. Nihayet 2006 yılından itibaren konut kredilerinde geri dönüşlerde sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır (Kazgan, 2012). Daha da artan sıkıntılar neticesinde 2007 yılında hacze konu olan konut sayısı 2006 yılına göre %79'luk bir artışla 1,3 milyon rakamına ulaşmıştır (Sapir, 2008: 90).

2008 yılının Eylül ayı geldiğinde, banka ve finansal kurumların ve özellikle büyük yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte kriz, ikinci ve farklı bir sürece girmiştir. Bu iflasları takiben Amerikalılar, iki gün içinde yaklaşık 150 milyar doları para piyasası fonlarından çekmişlerdir. Ekim 2008'de FED ve diğer merkez bankaları, piyasalara 2,5 trilyon dolar tutarında likidite enjekte etmiştir. Bu gelişme, dünya tarihindeki en büyük parasal müdahale olarak kayıtlara geçmiştir. Avrupa bankacılık sistemi de Ekim 2008'den itibaren ABD kaynaklı bu krizden ciddi şekilde etkilenmeye başlamış, hatta bazı büyük bankaların hükümetler tarafından kurtarılması gerekmiştir. Bu dönem İngiltere'de Northern Rock'ın millileştirilmesiyle başlamıştır. Küresel para piyasalarında başlayan bu kriz, hızlı bir şekilde yayılarak kredi daralmasına neden olmuştur (Ataman, 2009: 86). Ekonomideki belirsizlikler, ödemelerde yaşanan aksaklıkları daha da artırmıştır.

Krizin bu derece derinleşmesinin bir diğer nedeni de ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmedir.³ Son yıllarda bankaların bilançolarında taşıdıkları kredi riskini menkul kıymetleştirme yoluyla sermaye piyasalarına aktararak dağıtmaları, riskin başka yatırımcılara aktarılabilmesini sağlamış, ancak bunun bir sonucu olarak finansal sistem üzerindeki riski artırmıştır. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının bu karmaşık finansal varlıkları değerlendirme hataları yapmaları, yatırımcıların da kredi

³“Securitization” olarak bilinen bu yöntem, borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir finansal araçların geliştirilmesiyle ortaya çıkmıştır. Likit olmayan aktiflerin menkul kıymetlere dönüştürülmesi olgusunu ifade etmektedir. Neo liberal küreselleşme döneminin başında (1980'ler) ivme kazanan menkul kıymetleştirme, ABD ipotek piyasasındaki gelişmeleri baz almıştır. Resmi kurumların bu işlemlere garanti vermesi ile bu yöntemin geniş yatırımcı ağına ulaştığı ve cazibe merkezi oluşturduğu görülmüştür.

derecelendirme kuruluşlarının notlarına bakarak yanlış karar almalarına neden olmuştur (Ataman, 2009: 87). Birbiri içine girmiş çok sayıda karmaşık ve geniş bir toplumsal kesimi etkileme potansiyeli taşıyan bu yeni finansal gerçeklik, aktörlerini taşıyan balonun girdiği küçük bir türbülans sayesinde allak bullak olmuştur.

Alatar'a (2008: 1) göre temel nedenleri likidite bolluğu, verilen özensiz krediler, aşırı menkul kıymetleştirme ve derecelendirme kuruluşlarının etkinliğindeki yetersizlik olarak sıralanabilecek mortgage krizinin, ABD ekonomisini bu denli etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, inşaat ve sigortacılık başta olmak üzere konuta bağlı sektörlerde başlayan yavaşlamanın hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansımalarıdır. Özellikle hükümet politikalarının tüketime dayalı olması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne dayandırılması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim, kısa zamanda ekonomik ve finansal göstergeleri olumsuz yönde etkilemiştir (BDDK, 2008: 51).

1.3.2. Küresel Kriz Sonrasında Finansal İstikrar

2008 küresel krizi, finansal kesimi sistemik çöküşün eşiğine getirmiş, depresyon ve bunalım beklentilerini artırmıştır (Vinals, 2011: 3). O döneme kadar merkez bankalarının çoğu, nihai amaç olarak fiyat istikrarını benimsemişti. Merkez Bankaları, fiyat istikrarını amaç edindiklerinde belli bir enflasyon hedefi belirleyerek bu hedefin gerçekleştirileceğine dair kamuoyu karşısında sorumluluk üstlenmekteydi. Böylece hem toplumdaki enflasyon beklentileri azaltılmakta, hem de ekonomiyle ilgili sağlıklı öngörülerde bulunma olanağı sağlanmış olmaktadır (Oktar, 1996: 121).

Ancak 2008 finansal krizi, fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmiştir. Özellikle 1990'ların sonlarından itibaren çoğu ülkede enflasyon rakamları oldukça düşük düzeyde seyretmekteydi. Küresel finansal krizin, dünyada enflasyonun eskiye kıyasla belirgin biçimde azaldığı ve gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmış olması, fiyat istikrarının otomatik olarak finansal istikrarı sağlamaya yetmediğini göstermiştir. Bu durum beraberinde küresel krizden önce uygulanmakta olan fiyat istikrarına odaklı para politikalarının, nasıl finansal istikrarı da gözetecek biçimde yeniden düzenlenebileceği sorusunu gündeme getirmiştir (Özatay, 2012: 2). Blanchard ve diğ. (2010: 11-12) küresel kriz

sonrasında yapılan bu tartışmalara paralel olarak para politikalarıyla finansal piyasaları düzenleyici politikaların bir araya getirilerek hem para politikasının zayıf yönlerinin kapatılacağını hem de enflasyonla mücadelede toplam çıktıda meydana gelebilecek sapsmaların azaltılabileceğini dile getirmiştir.

Küresel krizde merkez bankalarını zorda bırakan bir diğer husus ise, enflasyon oranlarıyla büyüme rakamlarının birçok ülke tarafından uygulanan Taylor Kuralı'nın tersine harekete geçmesi olmuştur. Taylor Kuralı'na göre, merkez bankaları, enflasyon ve büyümede artış olduğunda faiz oranlarını arttırmaktaydılar. Ancak kriz döneminde görülen enflasyon artışına karşılık, büyüme rakamlarında düşüş merkez bankalarının nasıl bir politika uygulayacakları konusunda kararsız kalmalarına neden olmuştur. Bu durum ise, krizin daha da derinleşmesine katkıda bulunmuştur (Oktar ve diğ., 2012: 131). Merkez bankaları krize öncelikle faizleri düşürerek karşılık vermiş, ancak faiz indirimi işe yaramayıp kriz derinleştikçe uyguladıkları politikaların dışına çıkmışlar ve piyasayı fonlamışlardır (BIS, 2009: 96).

Krizden sonra birçok akademisyen ve hatta IMF gibi uluslararası kuruluşlar bile o güne kadar yürütülen para politikalarının eksikliğini vurgulayarak alternatif uygulamaların geliştirilmesini dile getirmiştir. Özellikle para politikası uygulamalarında sadece enflasyon oranlarının tek gösterge olarak seçilmemesi ve finansal piyasalarda denetimlerin artırılması dikkat çekilen alternatiflerden bazılarıdır (Oktar ve diğ., 2012: 138-139). Çünkü küresel krizden çıkarılan en önemli derslerden birisi merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarındaki şişkinlikleri göz ardı etmemesi hususudur (Kara, 2012: 2). Yine kriz merkez bankaları açısından finansal istikrar için çoğunlukla makro ihtiyati politikaların kullanımı ve merkez bankalarının likidite operasyonlarında ve genel kriz yönetiminde değişikliğe gidilmesinin gerekliliği gibi bazı önemli dersler de ortaya çıkarmıştır (Vinals, 2011: 3).

Tüm bunların yanı sıra finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için, ülkelerin kendi uygulayacakları politikalar haricinde uluslararası kriterler de öne sürülmektedir. Örneğin, Basel III⁴ kriterleri kapsamında finansal kuruluşların sermaye

⁴ Basel-III hakkında daha ayrıntılı bilgi için Basel III: A Global Regulatory Framework For More Resilient Banks And Banking Systems, Erişim Adresi: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>, Basel III:

yapılarını güçlendirmeye yönelik bir takım yeni düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemelerle Basel III'de Komite tarafından gerçekleştirilmesi hedeflenen temel unsurlar (BDDK, 2013: 56):

- Ortaya çıkabilecek herhangi bir şok durumuna karşı bankacılık sisteminin dayanıklılığının artırılması,
- Hem kurumsal yönetim hem de risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi,
- Bankaların şeffaflığının ve kamuoyuna yapılacak açıklamaların artırılması,
- -Yapılacak mikro ihtiyati düzenlemelerle bireysel olarak bankaların dayanıklılığının, makro ihtiyati düzenlemelerle ise finansal sistemin bir bütün olarak şoklara karşı direncinin artırılması olarak belirlenmiştir.

Bu düzenlemeler sayesinde piyasalarda öngörülemeyen risklere karşı daha sağlam bir finansal sektör ortaya çıkarmak ve finansal istikrara daha fazla katkı sağlamak amaçlanmaktadır (Başcı, 2012: 4).

İKİNCİ BÖLÜM

MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR ve PARA POLİTİKASI

2008-2009 yılları arasında finansal krizin hız kazanması ve onu takip eden ekonomik daralma, finansal sistemin rolüne ilişkin soruları artırmıştır. Bu dönemde birçok ülkede para politikası, fiyat istikrarı (mal ve hizmetlerde) ve firma düzeyinde gözetim, denetim ve düzenleme (mikro ihtiyati politikalar) ile fazlasıyla meşguldü. Bütün finansal sistemi etkileyecek olan finansal gelişmelere yeteri kadar ilgi gösterilmemekteydi (Clark ve Large, 2011: 11). Şimdi ise finansal sistemde bir bütün olarak istikrarsızlığı azaltıcı yeniden düzenleyici çerçeveler oluşturulması konusunda giderek artan bir fikir birliği oluşmaktadır (Bank of England, 2011: 7). Yani finansal sisteme mikro açıdan değil, makro açıdan bakmak suretiyle sistemin tamamına yönelik denetim ve düzenlemeler yapılmasının üzerinde sıkça durulmaktadır.

Makro ihtiyati politikalar, para politikalarının kriz sonrasında sıkça tartışılan bu eksikliğini, yani sisteme makro açıdan bakma sorununu giderme konusunda etkili bir unsur olarak görülmektedir. Bu bölümde öncelikle makro ihtiyati politikalar amaçları ve araçları göz önünde bulundurulmak suretiyle tanımlanmakta, ardından makro ihtiyati politikaların avantajları ve makro ihtiyati politika-para politikası ilişkisi anlatılmaktadır. Ardından finansal istikrarı sağlamaya yönelik bazı makro ihtiyati politika uygulamalarından bahsedilmiş ve son olarak konuyla ilgili literatürde yapılmış önemli çalışmalara yer verilmiştir.

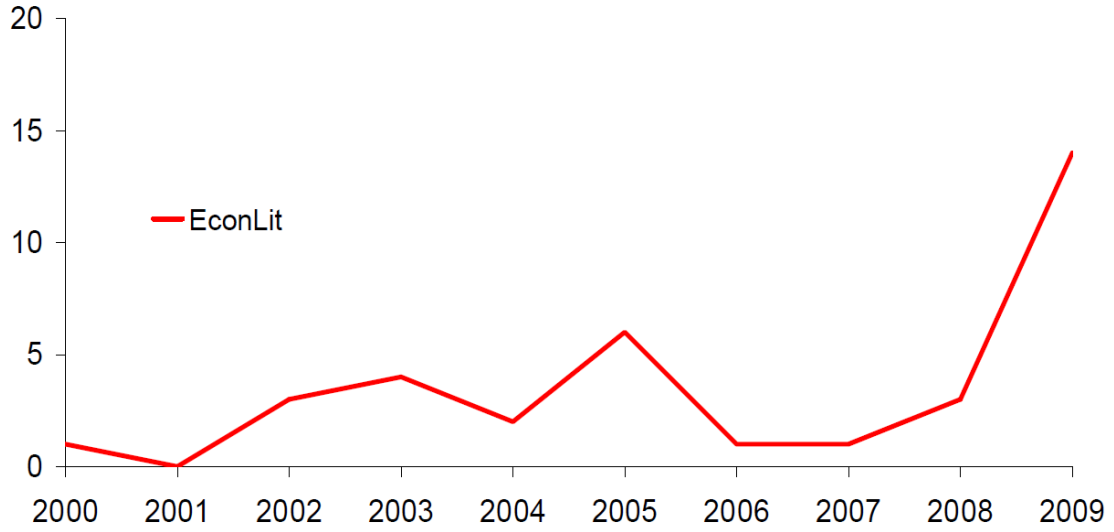
2.1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

2.1.1. Makro İhtiyati Politikaların Tanımı

Geçmişte yaşanan tecrübelerle dayanarak sistemik riskin anlaşılmasında temel eksiklikler olduğunu söylemek hatalı olmayacaktır. Üstelik son mali kriz, şiddetli makroekonomik sonuçlara neden olan, küresel ölçekte büyüyen finansal dengesizlikleri öngörmek ve bu dengesizliklerle başa çıkmak için analitik çalışmaların eksikliğini de bir kez daha gözler önüne sermiştir. Bu nedenle mali krizle beraber politika açısından finansal düzenleme ve denetime mikro odaklı yaklaşımın ötesine gitmenin gerekliliği

anlaşılmıştır. Zaten son zamanlarda makro odaklı finansal düzenleme konulu araştırmalar, konferanslar ve söylemler giderek artmakta ve politika uygulayıcıları arasında düzenleme ve denetime makro ihtiyati bakış açısıyla yaklaşılmasının gerekliliği üzerinde artan bir fikir birliği oluşmaktadır.

“*Makro ihtiyati*” kelimesi 1970’li yılların sonlarında ilk kez BIS toplantılarında kullanıldıktan sonra bu kavram sessizce gelişmiştir. Hatta ilk dillendirildiği zaman küçük, ancak giderek artan, konuyla ilgili çok az kişi tarafından bilinmekteydi. Krizler patlak verdiğinde ise bu kavram politika yapıcılarına düzenleyici ve denetleyici çalışmalarında destek olmuştur (Borio, 2010: 1-2). 1986 yılında BIS tarafından finansal sistemin bir bütün olarak sağlamlığının korunmasını hedefleyen bir politika olarak tanımlanan makro ihtiyati politika, 2000’li yıllarda yeni bir hız kazanmıştır. Ancak asıl gelişimi son yaşanan finansal krizle beraber olmuştur. Bu gelişim aşağıdaki grafikte açıkça görülmektedir.



Kaynak : Galati ve Mossner, 2011: 5.

Şekil 1.1. Makro İhtiyati Politikalarla İlgili Yapılan Çalışmaların Gelişimi

2000’li yılların başında makro ihtiyati politikalar hakkında yapılan çalışmalar oldukça az olduğu yukarıdaki grafikte görülmektedir. 2005 yılında ufak bir artış olsa da asıl ilerleme krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği 2008-2009 yıllarında yaşanmıştır.

Tanımı üzerinde henüz fikir birliği olmasa da genel olarak makro ihtiyati kelimesiyle düzenleyici ve denetleyici düzenlemelerin yer aldığı yönelim ifade edilmektedir. Uygulanacak politikaların bir kurumun bağımsız bir temelde sağlamlığını ve güvenliğini hedeflemekten ziyade, tüm sistemi etkileyecek şekilde ayarlanması anlamındadır. Sistemin arzu edilen güvenlik standardı için yukarıdan aşağıya bir bakış açısıyla çalışmasıdır. Bu bakış açısı ortaya çıkan risklerin kaynağının finansal kurumların kollektif hareketlerine bağlı olduğu gerçeğini hesaba katmaktadır (Borio, 2010: 1-2).

Makro-ihtiyati politikalar finansal kurumların ortak bir şoka maruz kaldıklarında meydana gelen aşırı daralmayla ilgili sosyal maliyetlerin kontrol edilmesine yönelik bir çaba olarak tanımlanmaktadır (Hanson ve diğ., 2011: 5).

Makro ihtiyati politikalar hakkında tartışmalar devam ederken IMF, BIS ve Finansal İstikrar Komitesi (F.S.B.) 2011 yılında ortak bir çalışma düzenlemiş, bu çalışmada makro ihtiyati politikaların amaçları- araçları, sistemik riskin tanımlanması ve izlenmesi hakkında bilgiler verilmiştir. Bu çalışmada makro ihtiyati politikaları tanımlayan üç unsur üzerinde fikir birliğine varılmıştır. Bu unsurlar şu şekilde özetlenmiştir:

- 1- Makro ihtiyati politikaların amacı, ekonomi için büyük olumsuz sorunlara neden olan sistemik riski sınırlamaktır.
- 2- Makro ihtiyati politikalar ekonomiyi finansal ve reel ekonomi arasındaki etkileşimi kapsayacak şekilde bir bütün olarak ele almaktadır.
- 3- Makro ihtiyati politikalar sistemik riskin ortaya çıkmasına neden olan tehlikeleri hedefleyen araçlar kullanmaktadır.

Makro ihtiyati politikaların mahiyetini anlayabilmek, öncelikle mikro ihtiyati ve makro ihtiyati bakış arasındaki ayırımı anlamakla başlamaktadır (Galati ve Moessner, 2011: 6). Aşağıda yer alan tabloda makro ve mikro ihtiyati bakış açıları karşılaştırılmaktadır.

Tablo 2.1. Makro ve Mikro İhtiyati Bakış Açılarının Karşılaştırılması

	Makro İhtiyati Bakış Açısı	Mikro İhtiyati Bakış Açısı
Öncelikli Hedef	Finansal sistemdeki risklerin sınırlandırılması	Finansal kurumlardaki risklerin sınırlandırılması
Nihai Hedef	Finansal istikrarsızlığın neden olabileceği milli hasılda düşüşlerin engellenmesi	Tüketicilerin (yatırımcı veya mevduat sahibi) korunması
Risk'in Özelliği	Kollektif davranışa dayalı (içsel)	Bireysel davranışa dayalı (dışsal)
Kurumlar Arasındaki Korelasyonlar ve Ortak Risk Değerleri	Önemli	Anlamsız
İhtiyati Kontrollerin Ayarlanması	Sistem çapında (Tümdengelim)	Kurumsal çapta (Tümevarım)

Kaynak: Borio, 2010: 18.

Tablodan da anlaşılacağı üzere makro ihtiyati bakış açısı kolektif davranışlardan kaynaklanan, içsel ve milli hasılda düşüşe neden olabilecek riskleri önlemeye yönelikken, mikro ihtiyati bakış açısı ise bireysel davranışa dayalı, dışsal ve tüketicileri olumsuz etkileyebilecek risklerin sınırlandırılmasına yöneliktir. Yani mikro ihtiyati bakış, finansal kuruluşların başarısızlıklarını önlemeyi amaç edinirken, makro ihtiyati bakış finansal sistemi bir bütün olarak muhafaza etmek istemekte ve genel denge etkilerinin önemini kabul etmektedir (Hanson ve diğ., 2010: 1).

Bununla birlikte, makro ihtiyati bakış açısı ve mikro ihtiyati bakış açısına dayanan politikalar birbirinden bağımsız ve alakasız konular olarak düşünülmemelidir. Çünkü bir sistemi oluşturan tüm parçaların istikrarlı bir görüntü sergilemesi, sistemin tümünün istikrarlı olduğu anlamına gelmemektedir. Finansal yapılarında sorun olmayan tüm ekonomik birimlerin sistemde meydana getirebileceği dışsallıklar sistemin bütünü için ciddi kırılmalara neden olabilmektedir. Bu nedenle, esas olarak sistemin tekil

unsurlarının sağlamlığını gözeten mikro riskleri azaltıcı politikaların tamamlayıcısı olarak sistemin tümünü gözeten makro riskleri azaltıcı politikalara ihtiyaç duyulmaktadır. Yani makro riskleri azaltıcı politikalar bir anlamda mikro riskleri azaltıcı politikaların tamamlayıcısı olup, esas olarak sistemik riskin azaltılması ve bununla bağlantılı olarak sistemik finansal krizlerin önlenmesini amaçlayan politikalar (TCMB, 2010: 43).

2.1.2. Makro İhtiyati Politikaların Amacı

Makro ihtiyati politikalarla ilgili mevcut literatür incelendiğinde tanımında olduğu gibi amacı konusunda da henüz bir fikir birliği olmadığı görülmektedir. Makro ihtiyati politikaların amacı tanımlanırken birkaç önemli öğeden bahsetmek gerekmektedir. Bunlardan ilki 2008-2009 krizinde ortaya çıkan politik boşluktur. Krizin yaşandığı süreçte birçok ülkenin fiyat istikrarı (mal ve hizmet fiyatlarının istikrarı) ve firma düzeyinde denetleme ve düzenlemelerle (mikro ihtiyati politika) fazlasıyla meşgul olması ve sistemsel finansal gelişmelere daha az önem vermesi neticesinde oluşan endişeler bugün makro ihtiyati politika olarak anılan konuya dikkatlerin çevrilmesine neden olmuştur. Makro ihtiyati politikaların amacı da tam olarak bu eksikliğe işaret etmektedir. Eğer krizin elimine edilme ihtimali yoksa makro ihtiyati politikalarla en azından krizin neden olabileceği zararların hafifletilmesi amaçlanmaktadır. Makro ihtiyati politikaların amacıyla alakalı olarak belirtilmesi gereken ikinci husus, finansal sistemin döngüsel risklerle karşılaşması ve sistemin bu risklere karşı ayakta kalmasını ifade eden finansal sistemin direnci olarak iki şekilde ortaya çıkan sistemin bütünüyle ilgili finansal gelişmelerdir. Uygulanacak politikaların amacı da sistemsel konjonktürün ve finansal sistemin direncini gözden geçirmenin ve değerlendirmenin yanı sıra, finansal istikrara yönelik tehditlerin yeni mi ya da zaten var olan tehditler mi olduğunu belirlemektir (Clark ve Large, 2011: 11). Clark ve Large (2011)'a benzer bir diğer görüş ise makro ihtiyati politikanın iki ana görevinin öncelikle finansal piyasalarda şekillenip yayılan sistemik riskin önlenmesi, önlenemediği durumlarda ise sistemik riskin etkilerinin hafifletilmesi olduğunu dile getirmektedir (Frait ve Komarkova, 2012: 2).

Galati ve Moessner ise daha geniş bir açıdan bakarak makro ihtiyati politikaların finansal istikrarı amaçladığını belirtmiştir. Buradan yola çıkarak makro ihtiyati politikalar daha ayrıntılı incelendiğinde ise amacının sistemik riskleri sınırlamak ve

sistemik krizlerin maliyetlerini hafifletmek olduğu gör÷lmektedir. İngiltere Merkez Bankası ise, son finansal kriz sırasında ortaya çıkan kredi arzı ve likidite sorununu da göz önünde bulundurarak, genel anlamda makro ihtiyati politikaların ekonomideki ödeme hizmetleri, kredi aracılıkları ve riske karşı sigortalama gibi finansal aracılık hizmetlerinin istikrarının sağlanmasını amaçladığını belirtmektedir. (Galati ve Moessner, 2011: 6).

Makro ihtiyati politikalar sistemik riskin iki boyutu üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar yatay kesit-cross section (yapısal) ve zaman-time (döngüsel, dinamik) boyutudur. Zaman boyutu finansal sistem ve reel ekonomi arasındaki etkileşimi gösteren toplu mekanizmayı yansıtmaktadır. Bu mekanizma ya da döngüsellik finansal ya da finansal olmayan ekonomik aktörler tarafından gösterilen, (boom) dönemlerinde riski artırabilecek ve (bust) dönemlerinde riskten kaçınacak toplu bir eğilimi tarif etmektedir. Yatay kesit boyutu ise belirli bir zaman noktasında finansal sistemdeki risk durumunu göstermektedir (Vinals, 2011: 8). Yatay kesit boyutuyla finansal kurumlar arasında karşılıklı ve zincirleme olarak ortaya çıkan riskler ifade edilmektedir. Bu kurumlar kendi faaliyetlerinin finansal ağlar üzerinde neden olduğu risklerin potansiyel etkilerini tahmin edemediklerinden dolayı, sistemin diğere parçaları için negatif dışsallıklara neden olmaktadır. Yatay kesit ve zaman boyutları büyük ölçüde birlikte geliştikleri için birbirlerinden ayrılması oldukça zordur. Finansal dalganın bir büyüme evresinde hızlı kredi büyümesi aynı sektördeki çok sayıda bankanın (genellikle varlık piyasasında faaliyet gösteren) bilançolarında likiditeye ihtiyaç duymasını beraberinde getirmektedir. Böylelikle finansal kurumlar hem varlık hem de yükümlülük açısından benzer yoğunluktaki bir riske maruz kalmaktadır. Bu durum finansal kurumları aynı tip şoklara karşı savunmasız bırakırken, bir bütün olarak sistemi de kırılğan hale getirmektedir (Frait ve Komarkova, 2012: 11).

TCMB makro ihtiyati politikaların sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlama amacı çerçevesinde üç hedefinin bulunduğunu belirtmektedir. Bu hedefler (TCMB Bülten, 2014: 2);

1. Sistemik şoklara karşı tampon oluşturarak şokların etkisini hafifleterek finans sistemini sistemik şoklardan korumak ve ekonomiye kredi akışının sürmesini sağlamak,

2. Kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngüyü azaltmak suretiyle yoğun kaldıraç kullanımını sınırlamak ve sürdürülebilir olmayan kaynaklardan fonlamayı önleme yoluyla zaman içinde oluşabilecek sistemik kırılma riskleri engellemek,
3. Finans sisteminde birbirine bağımlılıktan ortaya çıkabilecek kırılma riskleri kontrol etmek ve iflas etmesine izin verilemeyecek kilit kuruluşları belirlemektir.

Ancak uygulanan makro ihtiyati politikaların ekonomiyi nasıl etkilediğini belirlemek oldukça zordur. Bu zorluklardan ilki makro ihtiyati politikalarla beraber diğer kamu politikalarının da finansal istikrarı etkileme ve uygulanan kamu politikalarıyla makro ihtiyati politikalar arasında etkileşim olması olasılığından kaynaklanmaktadır (Vinals, 2011: 8). Örneğin; para politikasının duruşu bireylerin risk alma davranışlarını etkileyebilmektedir. Benzer şekilde maliye politikası ve kamu borç seviyesi finansal sektör için birer kırılma riski kaynağı olabilmektedir (IMF-BIS, 2011: 5). Özellikle en belirgin etkileşimlerden biri mikro ihtiyati politikalar ve para politikasının finansal sistemde ve ekonomideki riskin maliyeti üzerinde oluşturduğu etkilerdir (Vinals, 2011: 8). Bu etkileşimler göz önünde bulundurulduğunda, kurumsal düzenlemelerin yapılması, sistemik riski etkileyen ve politikaları belirleyen politika yapımcıları arasında güçlü ve dürüst bir ilişkinin olması, uygulanacak politikaların ulusal koşullara uygun olması ve sistemik riski sınırlayan uygun araçları içermesi etkin makro ihtiyati politika uygulamalarının olmazsa olmaz koşuludur (IMF-BIS, 2011: 5).

Uygulanan politikaların iç içe geçmiş ve birbirini etkileme olasılığının son derece yüksek olması nedeniyle makro ihtiyati politika çerçevesi oluşturulurken ülke şartlarının göz önünde bulundurulması ve bu bağlamda diğer politikalarla koordinasyonun sağlanması önemli hale gelmektedir (TCMB, 2012: 3). Bu nedenle makro ihtiyati politikalar hakkında yapılan birçok çalışma bu görevin merkez bankalarını da içeren birden fazla kurum tarafından paylaşılmasını dile getirmektedir. Zaten makro ihtiyati politikaları uygulayan birçok ülkede bu sorumluluk ülke merkez bankası ile maliye bakanlığı veya finansal düzenleyici başka kurumlar arasında paylaşılmaktadır. Finansal istikrar komitesi makro ihtiyati politika koordinasyonunun kurumsallaştırılması için denenen bir başka yol olmakla birlikte, komite büyük ölçüde danışmanlık rolü oynamaktadır. Ayrıca makro ihtiyati politikalar henüz gelişme sürecinde olmasına

rağmen uygulama çerçevesi oldukça geniş kapsamlı olduğu için uygulanma sürecinde kurumlar arasında da bir uzlaşma gerektirmektedir. Herhangi bir politik anlaşmazlık durumunun ise kurumlar arasında tartışma ve nihayetinde müzakere yoluyla çözümlenmesi gerekmektedir (Vinals, 2011: 3).

2.1.3. Makro İhtiyati Politikaların Uygulanması Açısından Sistemik Riskin İzlenmesi

Daha öncede bahsedildiği üzere makro ihtiyati politikalar a) finansal sistemin direncinin sistemik riske karşı güçlendirilmesi, b) birbirine bağlı ve döngüsel eğilimlerin neden olduğu sistemik risklerin azaltılması yoluyla sistemik risklerin yönetilmesini amaçlamaktadır (G-30, 2010: 31). Ancak otoritelerin doğru politikaları uygulayabilmesi için sistemik risklerin takip edilmesi ve bu risklerin erken tespiti gerekmektedir. Buradaki en can alıcı nokta sistemik riskin ileriye dönük bir şekilde ölçülmesi ve tanımlanmasına yardımcı olacak ve politik kararlar alınması konusunda destek sağlayabilecek daha güçlü analitik araçlar geliştirmeye çalışmaktır (IMF-BIS, 2011: 5).

İdeal bir sistemik risk ölçümü makro ihtiyati politika amaçları hakkında bilgi içermeli veya sonuçta bu amaçlara bağlanmalıdır. Özellikle; (a) Sistemik riskin hem yatay kesit ve zaman boyutunu hem de riskin birikme nedenleri hakkında bilgi içermeli, (b)sistemik riski en doğru şekilde ve mümkün olan en az gecikme ile değerlendirmeli, (c) finansal istikrarsızlık için tahmin gücü içermelidir. Bu hususlar göz önünde bulundurulduğunda sistemik riskin zaman boyutunda konjonktürle ilgili riskleri belirleyen göstergeler ana kaynakları ve yayılma kanallarına göre (Vinals, 2011: 14):

- i) Devletin ve finansal döngülerin doğal göstergeleri olarak makro toplam ve tahminler (iç, dış ve sektörel dengesizlikler),
- ii) Finansal döngülerin aşamalarını yansıtan diğer ölçüler olarak finansal, kurumsal ve hanehalkı için kaldıraç oranları,
- iii) Finansal döngünün aşamalarına ilişkin finansal kurumların bilançolarına dayalı temel analizler,
- iv) Varlık fiyatları,

- v) Makroekonomik ve finansal değişkenler arasındaki ilişkileri yakalamak için kullanılan çeşitli "riske maruz değer (VaR) modelleri",
- vi) Geleneksel olarak tasarlanmış makro stres testleri şeklinde kategorize edilmektedir.

Sistemik riskin zaman boyutunu ölçmekte kullanılan ve 1990 yılında tanıtılan VaR modelleri risk yönetimi uygulamalarının gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. Basel Komitesi 1998'den beri bankalara kendi iç gelişmeleriyle bağlantılı olarak ortaya çıkabilecek piyasa risklerine karşı sermaye gereksinimleri için denetim onayı hazırlamalarına izin vermiştir. Bu nedenle bankalar gibi denetçilerde bu içsel risk modelleri üzerinde çaba harcamaya odaklanmıştır (ECB, 2007: 11)

Yatay kesit boyutunda ise ölçüm nispeten daha kolay görünmektedir, ancak bu kategoride yer alan riskleri ölçmek için kullanılacak yöntemler henüz çalışma aşamasındadır. Bu konudaki ana yaklaşımlar ise (Vinals, 2011: 14):

- i) Finansal kurumlar için riske uyarlanmış bilanço oluşturan koşullu alacak analizleri (contingent claims analyses-CCA),
- ii) Finansal kurumlar için hisse senedi veya kredi borcu takas sözleşmesi (credit default swap- CDS) kullanımına bağlı sıkıntıların ölçümü,
- iii) Finansal kurumların sistemik riske katkısının ölçümü (bir finansal kurumu etkileyen likidite şokunun bankalara veya ülkelere yayılması gibi),
- iv) Artan sistemik riski veya finansal sistemin oynaklığını belirlemede kullanılan diğer piyasa odaklı göstergelerdir.

Küresel kriz sonrasında sistemik riski ölçmek için gösterilen çabalar hem ulusal hem de uluslararası alanda iki katına çıkmıştır. IMF ve BIS tarafından gerçekleştirilen çalışmada bunlardan biridir. Çalışmada sistemik riski izlemeye yardımcı göstergeler Vinals (2011) 'e benzer şekilde beş ana kategoriye ayrılmıştır. Bunlar (IMF-BIS, 2011: 5):

1- Temel dengesizlik göstergeleri: Bu göstergeler banka kredileri, likidite, vade uyumsuzluğu, kur riski, sektörel veya dışsal dengesizlikler gibi bilanço göstergeleri veya makroekonomik verileri kullanarak finansal sistemde biriken riskleri göstermektedir. Bu çalışmalarda finansal, hanehalkı ve kurumsal sektörlerdeki kaldıraç oranlarının ölçümüne giderek artan bir önem verilmektedir. Ayrıca Kredi- GSYH oranı

ve uzun dönemdeki trendi arasındaki açık da bankacılık sisteminde biriken sistemik riskin bir ölçüsü olarak gösterilmektedir. Diğer yandan kredi büyüme hızı, varlık fiyatlarındaki beklenmedik artışlar gibi diğer göstergelerle tamamlandığında ekonomilerde sistemik riskin birikme nedenlerini oluşturmaktadır.

2- Piyasa Koşullarının Göstergeleri: Bu göstergeler ekonomide sıkıntılara neden olabilecek finansal sistemdeki gelişmelere odaklanmaktadır. Risk iştahını gösteren risk primleri, getiriler arası farklar (spread) ve piyasa likidite koşulları bazı çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu göstergeler yukarıda bahsedilen göstergelerden farklı olarak daha ziyade finansal stresin tesadüfi değişkenlerindedir.

3- Sistem İçinde Risk Konsantrasyonu Ölçütleri: Bunlar sistemik riskin yatay kesit boyutuyla alakalı, yayılma ve genişleme yollarına odaklanan ölçümlerdir. Temel yoğunlaşma ölçümlerinin ötesinde, finansal kurumlar (banka dışı mali kurumlarda dahil), sektörler (kamu-özel), piyasalar ve ülkeler arasındaki iç içe geçmişlik ve maruz kalınan ortak riskleri yakalamaya çalışmaktadır.

4- Makro Stres Testi: Ulusal otoriteler veya uluslararası kuruluşlar tarafından uygulanan, finansal sistemi bir bütün olarak ele alan ve piyasa dinamiklerini risk senaryoları karşısında gözlemlemek ve finansal sistemdeki sorunlarla reel ekonomi arasındaki etkileşimi ölçmek amacıyla uygulanan testlerdir.

5- Bütünleşik İzleme Sistemleri: Yukarıda anlatılan ölçümler ve yaklaşımlar tek başlarına da yararlı olmalarına rağmen, bu yöntemlerin birleştirilmesi ile elde edilen ölçüm yaklaşımına "Bütünleşik İzleme Sistemleri" denir (performans değerlendirme panosu, ısı haritası,..). Bu yöntem finansal sistemin koşulları hakkında daha net bir görüntü vermektedir. Çeşitli kurumlar da sistemik riskin analizi için bu tür çerçevelerin geliştirilmesine çalışmaktadır (IMF'nin hazırladığı sistemik risk performans değerlendirme panosu gibi).

Lim ve diğ. (2011)' e göre ise sistemik riskin dört göstergesi bulunmaktadır. Bu dört gösterge: a) hızlı kredi büyümesinin getirdiği risk ve kredilerin artması sonucu oluşan varlık fiyatları enflasyonu, b) aşırı kaldıraç oranından kaynaklanan risk, c) likidite riski ve d) döviz cinsinden kredileri de içeren, büyük ve oynak sermaye akımlarından kaynaklanan risktir (Lim ve diğ., 2011: 9).

Ancak belirtilen bu işin zorluğu ve çok vakit alması gerçeği göz ardı edilmemelidir. Özellikle finansal sistemin yapısındaki fay hatları ve sistemik risk hakkındaki bilgi eksiklikleri sistemi istikrarsızlık ve başarısızlığa meyilli hale getirmektedir. Bunlara ek olarak mevcut modellerin finansal ve reel sektörlerle yeterince bağlantılı olmaması, finansal verilerdeki boşluklar gibi analitik araçlardaki önemli sınırlamaların da devam etmesi sistemik riskin izlenmesini sıkıntılı hale getirmektedir (IMF-BIS, 2011: 5).

2.1.4. Makro İhtiyati Politika Araçları

Ülke uygulamaları göz önünde bulundurulduğunda, birçok ülkenin sistemik riskin önlenmesine giderek artan bir önem verdiği, yapıları ve uygulanma biçimleri farklı olsa da genel anlamda makro riskleri azaltıcı olarak nitelendirilebilecek birtakım tedbirler uyguladıkları görülmektedir. Bunlardan, sermaye yeterlilik oran düzenlemeleri çerçevesinde minimum oranın ya da kredi risk ağırlıklarının değiştirilmesi; hızlı artan kredi kategorilerinde kullandırım kısıtlamaları; kredilere ilişkin karlılık oranlarının değiştirilmesi, dinamik karşılık ayrılma uygulamasının benimsenmesi; kredilere vergi benzeri ek yükümlülükler konması; zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi gibi tedbirler ön plana çıkmaktadır. Bu şekilde finansal döngünün tersi yönünde bir duruş izlenmek suretiyle finansal kriz dönemlerindeki olumsuz etkiyi mümkün oldukça bertaraf edebilmek amaçlanmaktadır (TCMB, 2010: 43).

Vinals (2011) makro ihtiyati politika araçlarını iki kategoriye ayırmıştır. Bunlar özellikle sistemik riskin zaman ve yatay kesit boyutunu hafifletme amacına yönelmiş politika araçlar (Kategori I) ve aslında sistemik risk için geliştirilmemiş, ancak sistemik riski hedefleyen makro ihtiyati politika setinin parçası olmuş araçlardır (Kategori II).

Tablo 2.2. Makro İhtiyati Politika Araçları Risk Boyutu

Araçlar	Risk Boyutu	
	Zaman Boyutu	Yatay Kesit Boyutu
Kategori I: Sistemik riski hafifletme amacına yönelmiş politika araçları		
	<ul style="list-style-type: none"> • Döngüsel sermaye tamponları • Repo piyasası risk marjının döngü boyunca aldığı değer • Çekirdek dışı yükümlülükler üzerine konulan vergi • Belli sektörlerin risk ağırlıklarında döngüsel değişim • Zamanla değişen sistemik likidite ilaveleri 	<ul style="list-style-type: none"> • Sistemik sermaye ilaveleri • Sistemik likidite ilaveleri • Çekirdek dışı yükümlülükler üzerine konulan vergi
Kategori II: Yeniden tanımlanan araçlar		
	<ul style="list-style-type: none"> • Kredi değer oranı tavanı (LTV), • Borç-gelir oranı tavanı (DTI), • Net döviz pozisyonuna ilişkin sınırlamalar (NOP), • Kredi ve kredi büyümesine getirilen sınırlamalar • Dinamik karşılıklar 	<ul style="list-style-type: none"> • Finansal firmaların sistemik risk endişelerini gidermeye yönelik uygulamalar, • İzin verilen faaliyetlere getirilen kısıtlamalar • Sistemik riske duyarlı mevduat sigortası risk primi

Kaynak: Vinals, 2011: 23.

TCMB (Bülten, 2014: 3)' ye göre makro ihtiyati politika araçları temel olarak ikiye ayrılmaktadır:

1) *Tanımlama ve İzleme Araçları:* Analitik araç seti olarak tanımlanan ilk gruptaki araçlar sistemik riskleri izlemeyi, tanımlamayı ve öncelikleri belirlemeyi

amaçlamaktadır. Bu araçlarla risklerin zaman ve yatay kesit boyutunun ortaya konması, doğru politika kararlarının ve risk önlemlerinin alınmasına yardımcı olmak hedeflenmektedir. Bu kategoride daha ziyade daha önce sistemik riskin ölçülmesi başlığı altında bahsi geçen temel dengesizlik göstergeleri, piyasa koşullarının göstergeleri, sistem içinde risk konsantrasyonu ölçütleri, bütünleşik izleme sistemleri ve makro stres testleri ölçmeye ve takip etmeye yönelik sistemik riskin izlenmesinde kullanılan yöntemler yer almaktadır.

2) *Operasyonel Araçlar*: İkinci grup araçlarla ise sistemik risklerin önlenmesi hedeflenmektedir. Bu kategoride en sık başvurulan makro ihtiyati politika araçları şunlardır:

- Ekonomik döngülere ters biçimde işleyecek sermaye tamponları oluşturulması,
- Sektörel bazda sermaye gereklilikleri getirilmesi,
- Borç ve alacak hesaplarında vade ve para birimi uyumsuzluğunu sınırlayıcı önlemlerin alınması,
- LTV ve DTI oranlarına ilişkin üst sınır belirlenmesi,
- Yabancı para (YP) borçlanmasına yönelik sınırlamalar uygulanması,
- Geleneksel para (zorunlu karşılık oranları vb.) veya maliye (vergi oranları) politikaları araçlarının bu amaçla kullanılması.

TCMB'ye benzer şekilde Özatay (2014)'de makro ihtiyati politikaları uygulayan politika yapımcılarının amaçlarına ulaşabilmek için iki grup araç kullandığını ifade etmektedir:

1) *Teşhis amaçlı araçlar*: Sistemik riskleri belirlemeyi amaçlayan araçlardır. Örneğin Kredi / GSYH oranı, vade uyumsuzlukları, kur riski, getiriler arasında açılan farklar, risklerin belirli yerlerde yoğunlaşması gibi göstergeler izlenerek ve stres testleri uygulanarak durumun saptanmasına yönelik işlemler bu kategoride ele alınmaktadır.

2) *Operasyonel araçlar*: Bu gruptaki araçlar, teşhis edilen yanlışlıkların giderilmesi, sistemik risklerin önlenmesi için başvurulan araçlardır. Örneğin sermaye gerekliliğinin yerine getirilmesi, vade ve para birimi uyumsuzluklarının giderilmesi, kredi genişlemesine sınır konulması, YP borçlanmasına sınır getirilmesi gibi önlemler bu çerçevede yer almaktadır.

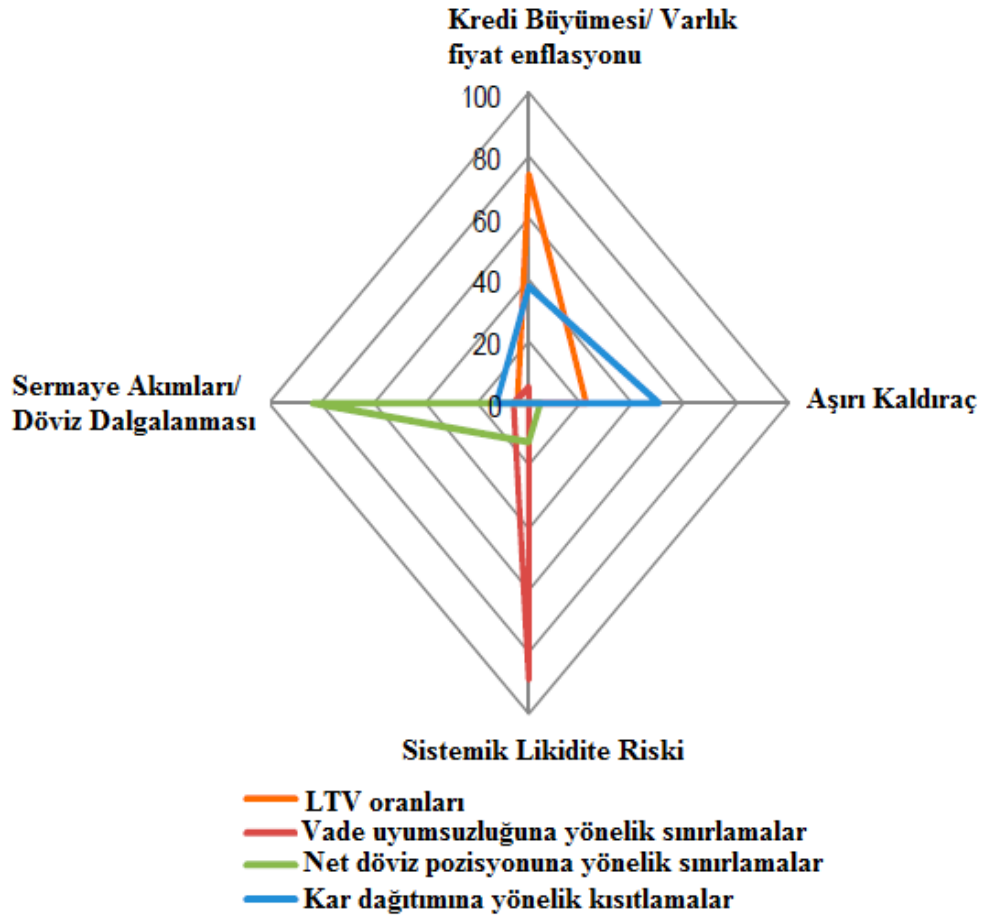
Yeni bir konsept olmayan ama, küresel finansal krizin olası etkilerinden sıyrılmak için kriz sonrası dönemde kriz kaynaklı sorunlarla mücadele etmek için politikacıların etkin bir araç olarak kullanma eğilimine girdikleri (Pooran, 2009: 534) makro ihtiyati politika araçları hakkında yapılan temel çalışmalardan biri olan Lim ve arkadaşları tarafından yapılan (2011: 8) liste ise şu şekildedir:

- *Krediyle ilgili uygulamalar*: LTV oranı, DTI oranı, Döviz kredileri tavanı, Kredi ve kredi büyümesi için tavan,
- *Likiditeyle ilgili uygulamalar*: NOP, Zorunlu rezervler,
- *Sermayeye ilgili uygulamalar*: Döngüsel sermaye tamponu, Dinamik karşılıklar, Kar dağıtımına ilişkin kısıtlamalar.

Tablo 2.3. Makro İhtiyati Politika Araçları

Araçlar	Kavramsal Çerçeve
LTV	LTV oranı mülkün değeri üzerinden hangi oranda kredi açıldığını göstermekte ve kredi riskinin en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Hanehalkının konut alımlarında peşinatın düşük tutulması ve geri kalan miktar çerçevesinde kredi kullanımı veya hiç peşinat ödenmeden mülkün değerinin tamamı kadar kredi açılması özellikle elinde birikimi olmayan kişiler açısından iyi görülebilmektedir. Ancak bu durum gerek taksit miktarını gerekse de katlanılan toplam faiz ödemesi miktarını arttırmak suretiyle risk oluşturmaktadır (Şen, 2011). Dolayısıyla LTV oranı hanehalkı borç alma kapasitesi üzerinde etkili olmaktadır.
DTI	Tek başına kullanıldığında bankaların aktif kalitesini artırmayı amaçlayan bir ihtiyati düzenlemedir. LTV oranıyla beraber kullanıldığında ise hanehalkı borç alma kapasitesi üzerinde etkili olmaktadır. DTI oranı kredi verenler açısından hanehalkının ne kadar borçlanabileceğine dair kullanılabilir hızlı bir gösterge özelliği taşımaktadır.
Döviz kredileri tavanı	Yabancı para cinsinden kredi kullananlar (korunmasız borçlular) ve aynı şekilde yabancı para cinsinden borç verenler döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalabilmektedir.
Kredi ve kredi büyümesi için tavan	Tavan, toplam banka kredilerini veya belirli bir sektöre verilen kredileri etkilemektedir. Toplam krediler veya kredi büyümesi üzerine getirilen tavan sistemik riskin zaman boyutu, konut piyasası gibi belirli bir sektöre verilen kredilere uygulanan tavan ise sistemik riskin yatay kesit boyutu açısından etkilidir.
NOP	NOP gibi ihtiyati düzenleme araçları tüm bankaların ortak olarak maruz kaldıkları döviz kuru riskini sınırlamaya yöneliktir.
Vade uyumsuzluğuna ilişkin sınırlamalar	Bu politika aracı varlık/yükümlülük vade yapılarının uyumsuzluğu sonucu oluşabilecek likidite problemlerini aşmak için varlıkların ucuza veya zararına satışının önüne geçmek için kullanılmaktadır. Bir kaç kurumun finansman sıkıntısı nedeniyle bu durumda kalması bulaşma etkisiyle ekonomi genelinde sistemik likidite krizine yol açabilmektedir.
Zorunlu karşılıklar	Bu araç sistemik riskin iki boyutu için de kullanılabilir. Öncelikle kredi büyümesi üzerinde doğrudan sınırlayıcı bir etkiye sahip olduğu için sistemik riskin zaman boyutu üzerinde etkili olmakta , ikinci olarak sistemik likidite sıkışıklığını hafifletmek için likidite tamponu sağlamak adına kullanılabilir.
Döngüsel sermaye tamponu	Ters döngüsel sermaye yeterliliği uygulaması kullanılarak genelde sisteme yaygın risk artışlarıyla beraber görülen aşırı kredi büyümesi dönemlerinde, bankacılık sektörüne ek bir koruma sağlanması amaçlanmaktadır (BDDK, 2011:12).
Dinamik karşılıklar	Geleneksel dinamik karşılık uygulaması tarihi banka kayıpları üzerine ayarlanmış olmakla beraber finansal sistemde döngüsellik engellemek için de kullanılabilir. Bu uygulamada kredi riski daha işlemin başladığı, yani borçlunun krediyi aldığı anda hesaplanmaya başlamaktadır.
Kar dağıtımına ilişkin kısıtlamalar	Bu uygulama bankaların sermaye yeterliliğini sağlamak için kullanılmaktadır. Basel III'de geçen sermaye koruma tamponları da aynı görevi görmektedir.

Kaynak: Lim ve diğ., 2011: 8



Kaynak: Lim ve diğ., 2011: 9

Şekil 2.2. Makro İhtiyati Politika Araçları ve Amaçları

Yukarıdaki şekilde makro ihtiyati politikaların dört temel amacı ve bu amaçlar için uygulanabilecek makro ihtiyati politika araçlarına örnekler görülmektedir. Bu örneklerden ilki, varlık fiyatlarında da artışa neden olan hızlı kredi büyümesinin önüne geçilmesi adına LTV oranları, ikincisi aşırı kaldıraç oranlarının engellenmesi için kar dağıtımına yönelik kısıtlamalar, üçüncüsü sistemik likidite riskine karşı vade uyumsuzluğuna yönelik kısıtlamalar ve son olarak ise sermaye akımlarından doğan risklerin önlenmesi için net döviz pozisyonuna yönelik sınırlamalardır (Lim ve diğ., 2011: 9).

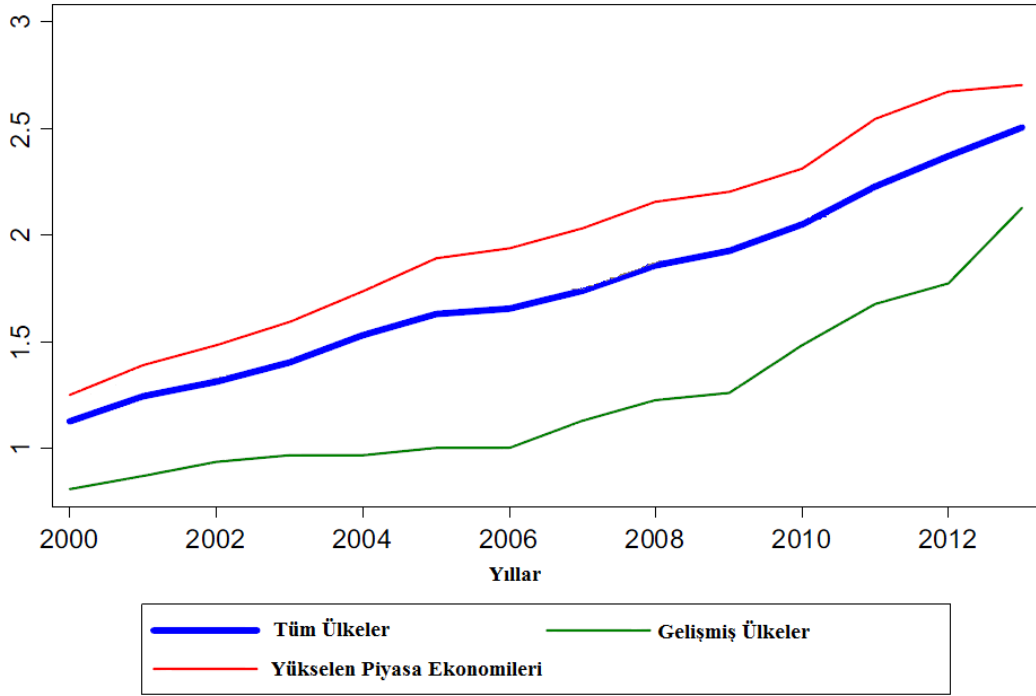
Aynı çalışmada merkez bankalarına yapılan anket sonuçlarına göre, katılımcıların üçte ikisi 2008 krizinden sonra makro ihtiyati amaçlar için yukarıda belirtilen araçları kullanmaktadır. Yine hem krizden önce, hem de krizden sonra yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ekonomilere göre, makro ihtiyati politika araçlarını daha geniş ölçüde kullandığı görülmüştür. Bu durum ise yükselen piyasa ekonomilerinin geçmişte,

1990'larda yaşadıkları kendi finansal krizlerinde sistemik riski hedefleyen bazı araçları kullanmaya başlamalarından kaynaklanmaktadır. Bu ülkeler için bu araçlar kur ve sermaye hesabı yönetimini de içeren daha geniş kapsamlı" makro finansal" istikrar çerçevesinin bir parçasıdır.

Lim ve diğ. (2011) aynı çalışmada makro ihtiyati politikaların nasıl uygulanması gerektiği hakkında da bilgi vermektedir. Makro ihtiyati politika araçlarının hangi şartlarda nasıl kullanılması gerektiği ve uygulama sürecinde yapılması- yapılmaması gereken hususlar Ek- I' de özet olarak sunulmuştur.

Cerutti ve diğ. (2015) tarafından yapılan, 119 ülkeyi içeren, oldukça kapsamlı çalışmada ise makro ihtiyati politika araçları iki kategoriye ayrılmıştır. Bu ayırım uygulanan araçların etki alanına göre yapılmıştır. İlk grup borç alanların finansal pozisyonunu etkilemeyi hedefleyen araçlardan, ikincisi ise finansal kurumların varlık ve yükümlülüklerini etkileme amacıyla uygulanan araçlardan oluşmaktadır. Çalışmada toplam on iki araç incelenmiş olup, ikisi borç alanlara yönelik, kalan on tanesi ise finansal kurumlara yönelik araçlar olarak sınıflandırılmıştır. LTV ve DTI borç alanlara yönelik, dinamik karşılıklar, döngüsel sermaye tamponları, bankalar için kaldıraç oranları, sistemik öneme sahip finansal kuruluşlara (Systemically Important Financial Institutions-SIFI) ek sermaye yükümlülükleri, bankalar arası pozisyona yönelik limitler, YP borçlanmasına yönelik sınırlamalar, zorunlu karşılıklar, ulusal para borçlanmasına yönelik sınırlamalar ve finansal kurumlara konulan ek vergilerdir.

Özellikle yaşanan küresel krizin ardından krizden önce oldukça rahat olan merkez bankacılığının temellerinin şiddetli şekilde sarsılmasıyla beraber (Doğru, 2012 : 395), makro ihtiyati politika araçlarını daha resmi bir makro finansal çerçevede uygulayan ülke sayısının artmakta olduğu görülmektedir (Lim ve diğ., 2011). Şekil 2.3'de bu ifadeyi doğrular niteliktedir.



Kaynak: Cerutti ve diğ., 2015: 4.

Şekil 2.3. Gelir Düzeylerine Göre Ülkelerin Makro İhtiyati Politika Endeksi

Yukarıdaki şekilde gelir düzeylerine göre ülke gruplarının makro ihtiyati politika kullanım endeksleri görülmektedir. Buna göre yükselen piyasa ekonomileri gelişmiş ülkelere göre makro ihtiyati politikaları daha yüksek oranda kullanmaktadır. Gelişmiş ülkelerin ise özellikle kriz yıllarından sonra makro ihtiyati politikalara daha sık başvurmaya başladığı görülmektedir. Yine şekle göre tüm ülkeler için endeks değerlendirildiğinde endeks değerinin sürekli arttığı dikkat çekmektedir.

2.2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN AVANTAJLARI

2008 yılında yaşanan küresel krizin öncesinde merkez bankacılığında para politikası açısından hakim olan bakış açısı dört önermede özetlenebilmekteydi (Borio, 2011: 2-3): İlk önerme fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için yeterli olduğuydu. Bu önermeye göre merkez bankalarının dışsal bir şok-örneğin maliye politikasından kaynaklanan bir şok- yaşanmadan kısa dönemde (örneğin; 2 yıllık bir süreç) enflasyon oranlarında istikrarı sağlamaları durumunda ekonominin sağlam bir yapıya kavuşması beklenmekteydi. Bu düşünce makro ekonomik istikrar için para politikasının sağlayabileceği en iyi katkının fiyat istikrarı olduğu düşüncesinden kaynaklanmaktaydı.

Fiyat istikrarını sağlamanın en iyi yolu olarak da enflasyon hedeflemesi rejimi tavsiye edilmekteydi. İkinci önerme ise fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında muntazam bir ayrılık olduğuydu. Merkez bankaları her zaman son ödünç veren mercii olarak kriz yönetiminin önemli bir unsuru olarak görülmekteydi. Merkez bankası fiyat istikrarını gözetirken, denetim ve gözetim ise finansal istikrarın kontrolünde olmalıydı.

Para politikasının ekonomi üzerindeki etkisini gösterebilmesi için kısa vadeli faiz oranlarının yeterli görülmesi bir diğer genel kabul görmüş önermeydi. Kısa vadeli (genellikle gecelik) faiz oranları ile diğer tüm faizler ve geleceğe dair faiz beklentilerinin kontrol edilebileceğine inanılmaktaydı. O zamanlar faiz oranlarının bugünkü düzeylere düşebileceği ve hatta sıfır faiz politikasının Japonya'yı likidite tuzağına düşürebileceğine olasılık verilmemekteydi. Oysa ki, Blanchard, Avrupa'da da Japonya gibi bir likidite tuzağının gerçekleşebileceğini haber vermişti (Blanchard, 2002: 7). Dördüncü husus, her merkez bankasının kendi ekonomisinin sorunlarını çözmesiyle küresel ekonomik istikrarın da sağlanacak olmasıydı. Bu görüş "*herkes evinin önünü süpürürse tüm sokak temiz olur*" düşüncesine ve finansal istikrara mikro odaklı bakılmasına dayalıydı. Her merkez bankası kendi ülkesinde öncelikle fiyat istikrarını sağlamalı, ardından döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmalıydı (Rose, 2007).

Genel kabul görmüş bu önermelere paralel şekilde özellikle 1990'lı yıllardan itibaren birçok merkez bankası enflasyon hedeflemesi yaklaşımı olarak adlandırılan politikaları uygulamışlardır. Bu politikalar aynı zamanda Yeni Uzlaşma para politikaları olarak da adlandırılmakta ve "*Taylor Kuralı*" olarak adlandırılan basit araç kuralı ile uygulanmaktadır. Bu kurala göre nominal faiz oranı; reel faiz oranına, beklenen enflasyon oranına, enflasyondaki sapmaya ve bir dönem önceki çıktı açığına bağlıdır. Yani merkez bankası bu değişkenlere bakarak kendi politika faiz oranının düzeyini belirlemekte ve merkez bankasının uyguladığı politikanın başarılı olması uygun faiz oranını belirleyebilme yeteneğine bağlı olmaktadır. Merkez bankası politika faiz oranlarını belirleyerek aktarma kanallarıyla aslında toplam talebi, etkilemeye çalışmaktadır. Daha yüksek faiz oranlarının belirlenmesinin toplam talebi azaltacağı ve azalan toplam talebinde enflasyonu düşüreceği kabul edilmektedir. Enflasyonun temel sebebi olarak toplam talep gösterilmekte ve arz yönlü enflasyon oluştuğunda merkez bankasının elindeki para politikası araçlarının arz yönlü enflasyonla mücadele etmek için yeterli olmadığı ileri sürülmektedir (Tokucu, 2010: 38-39).

2007 yılı Ağustos ayının ortalarında varlığa dayalı menkul kıymetler piyasasında yaşanan problemler bankalararası para piyasasına yansıdığına finansal piyasalardaki koşullar kötüleşmiş, yıl sonuna doğru mal fiyatlarındaki artışın beklenenden daha fazla gerçekleşmesi bir çok ülkede enflasyon oranlarında keskin artışlara neden olmuş, merkez bankaları zor bir ikileme karşı karşıya kalmışlardır. Finansal piyasalardaki güven ortamını ve ekonomiyi destekleyebilmek için faiz oranlarının düşürülmesi gerekirken, enflasyonla mücadele edebilmek için faiz oranlarının artırılması gerekmekteydi. Üstelik yüksek enflasyon ortamında uygulanan politikayı gevşetmek merkez bankasının vermiş olduğu ve uzun dönem enflasyon beklentilerini etkilemesiyle sonuçlanabilecek fiyat istikrarı taahhüdünün gerçekliğine olan güvenin azalmasına neden olabilirdi. Ki böyle bir durum daha sonra politikanın yeniden sıkılaştırılması gerektiğinde maliyetin artmasına neden olabilecek bir durumdu. İki politika alternatifi arasındaki bu ikilem kriz döneminde merkez bankalarının işini oldukça zorlaştırmış, merkez bankaları değerlendirilebilecek daha fazla verinin gerçekleşmesini beklemeyi tercih etmiş, bu durum krize müdahale etme noktasında gecikmelere neden olmuştur (BIS, 2008: 60).

Ayrıca, hem kriz sırasında hem de sonrasında merkez bankalarının piyasalara bol miktarda likidite sürerek krizi önleme çabaları, merkez bankacılığı literatüründeki birçok tartışmanın konjonktür yanlı olduğunu ve uygulanmakta olan para politikası modelinin taşıdığı eksiklikleri ortaya koymuştur. Yine merkez bankacılığı literatüründe yer alan ve dışına çıkılması durumunda krizlerle karşılaşılacağına inanılan kuralların krizle beraber geçerliliğini kaybetmesi, merkez bankalarının temel görevinin, krizin engellenmesi, eğer engellenemiyorsa en azından krizin yayılmasının önüne geçilmesine dönüşmüştür (Balmumcu, 2013: 33). Merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil, finansal istikrarı da kapsayacak şekilde politikalar uygulamaya çalışmış, daha önce kullandıkları politika aracı olan gösterge faiz oranlarına ek olarak bir takım politika araçları geliştirmeleri zorunlu hale gelmiştir. O güne kadar modern merkez bankacılığının en önemli göstergelerinden biri sayılan enflasyon hedeflemesi rejimini tek başına uygulamaktan vazgeçmiş, özellikle kredi ve varlık balonlarını söndürmeye dayalı makro ihtiyati politikalar ön plana çıkmıştır (Doğru, 2012: 396).

Makro ihtiyati politikaların para politikaları ile bir araya getirilmesiyle yukarıda bahsi geçen ve kriz döneminde daha net ortaya çıkan para politikalarının eksik

yönlerinin kapatılabileceği düşünülmektedir. Örneğin, kaldıraç oranlarının yüksek olduğu, yatırımcıların yüksek risk aldıkları durumların yaşandığı veya varlık fiyatlarının olması gerekenden daha yüksek seyrettiği durumlarda faiz oranları zayıf bir politika aracı olmaktadır. Böyle durumlarda faiz oranları yükseltilebilmekte, ancak faiz oranlarının yükseltilmesi çıktı düzeyinde dalgalanmalara neden olabilmektedir. Merkez bankalarının elinde müdahale edebilecek başka politika araçları olmasaydı böyle bir maliyet ortaya çıkabilirdi. Ancak merkez bankalarının ellerinde bu durumlarda kullanabilecekleri başka politika araçları da mevcuttur. Kaldıraç oranları yükseldiğinde düzenleyici sermaye oranları arttırılabilmekte veya likidite oranları düştüğünde düzenleyici likidite oranlarının uygulanması ve hatta arttırılması mümkün olmaktadır. Yine konut fiyatlarında balon oluşmaya başladıysa LTV oranının düşürülmesi bir çözüm olarak görülebilmektedir. Üstelik bu politika araçları etkilenmek istenen değişkenler üzerinde faiz oranlarına göre daha etkili de olabilmektedir (Blanchard, 2010: 11-12).

Makro ihtiyati politikaların finansal risklerin azaltılmasında etkili olduğu ekonometrik çalışmalarla da ortaya konmuştur. Bu alanda kapsamlı çalışmalardan birini yapan Lim ve diğ. (2011) makro ihtiyati politika araçlarının kullanımı konusunda yaptıkları 49 ülkeyi kapsayan çalışmada, bu araçların bir çoğunun finansal kesimin karşı karşıya kaldığı şokları azaltmada etkili olduğunu ortaya koyarak hangi araçların hangi koşullarda kullanılması gerektiğini analiz etmişler ve özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde makro ihtiyati politikaların etkin olduğunu ortaya koymuşlardır. Makro ihtiyati politikaların, para politikası araçlarına göre daha az keskin ve maliye politikası araçlarına göre daha esnek olduğunu, ülke otoritelerinin küçük çaptaki ekonomik bozulmalara karşı daha yalın, etkin ve basit olduğu için bu politikaları tercih ettiklerini dile getirmişlerdir (Lim ve diğ., 2011: 9). Ancak bu açıklamalardan, makro ihtiyati politikaların para ve maliye politikalarının yerine geçtiği anlaşılmamalıdır. Aksine makro ihtiyati politikalar, para ve maliye politikalarının önüne geçmemekte, onları destekleyici olarak kullanılmaktadır. Bu eksende, makro ihtiyati politikaların amacı, bir bütün olarak finansal sistemde istikrarı sağlamak olduğu için, finansal sistemde istikrar sağlandığında para ve maliye politikalarının daha etkin hale gelmesi beklenmektedir (Oktar ve diğ., 2012: 160).

Makro ihtiyati politikaları Dinamik Stokastik Genel Denge (DSGE) modeli kullanarak araştıran Ünsal (2011)'ın yapmış olduğu çalışmada para politikasını destekleyici nitelikte uygulanan makro ihtiyati politika araçlarının, para politikası adına yapılacak uygulamaların tek başına uygulandıklarında neden olabilecekleri refah kaybını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bu açıdan yapılan çalışmalar ve yaşanan deneyimler başarılı bir makro ihtiyati politika uygulamasının üç anahtar faktöre; politikanın yönetimi, piyasa başarısızlıklarının tanımlanması ve bu başarısızlıklarla mücadele edecek araçların seçimi ile bu araçların diğer ekonomi politikalarıyla özellikle para, maliye ve mikro ihtiyati politikalarla etkileşim ve aktarım kanallarına uygun bir anlayışa bağlı olduğunu göstermiştir. Ülke ekonomilerinin yapısı, ülkedeki ekonomi yönetimi geleneği ve karşılaşılan şok ve risklerin özellikleri gibi unsurların makro ihtiyati politika tercihlerinde önem arz ettikleri de vurgulanmaktadır. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerde likidite riskinin ön plana çıktığı ve bu nedenle likiditeye ilişkin önlemlere ağırlık verildiği dikkat çekmektedir. Sabit veya yönetilen kur rejimlerine sahip ülkelerde ise döviz kuru rejiminin faiz politikasının esnekliğini sınırlaması nedeniyle makro ihtiyati politikalara daha sık başvurulduğu ve sabit kurun yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı özendirmesi nedeniyle kredi genişlemesini kontrol altına almaya yönelik önlemlerin ön planda yer aldığı görölmektedir (TCMB Bülten, 2014: 3).

Bugüne kadar yaşananlar ani düşüş dönemlerine karşı makro ihtiyati politikaların finansal sistemin direncini artırdığını güçlü şekilde göstermektedir. Aynı zamanda patlama dönemlerinde önleyici olarak etkinliğinin ise daha karmaşık ve kullanılan araçlara ve finansal yapılara göre farklılaştığı da bilinmektedir. Finansal döngüleri hafifletici en iyi seçenek para, maliye ve makro ihtiyati politikaların birlikte uyum içinde çalışması ve birbirlerini güçlendirmesidir. Ancak makro ihtiyati politika uygulamalarında merkez bankalarının karşısına çıkabilecek en büyük sıkıntı finansal istikrara fazla müdahil olmaları neticesinde bilançolarının şişmesi ve yaşanabilecek finansal kriz sonrasında ortaya çıkması muhtemel kamu kesimi borçlarının merkez bankasının bağımsızlığını tehdit etme olasılığıdır (Borio, 2011: 12). Tüm bunlara rağmen makro ihtiyati politikaların finansal sistemi ve reel ekonomiyi nasıl etkilediği konusunda henüz öğrenilmesi gereken çok fazla husus olduğu gerçeği akıldan çıkarılmamalıdır. Ayrıca farklı politika uygulamalarının etkilerinin ölçümü ve

politikalar arasında etkileşim konusunda daha fazla analiz yapılması ve deneyimin biriktirilmesinin önemi de göz ardı edilmemelidir.

2.3. MAKRO İHTİYATI POLİTİKALAR ve PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmiş ülkeler arasındaki konjonktür ve politika farklarının yanı sıra portföy dağılımında yükselen piyasa ekonomilerine doğru kademeli bir kaymanın yaşanması 2009 yılının ortalarında yükselen piyasa ekonomilerinin sermaye akımlarına maruz kalmasına yol açmıştır. Tarihsel bağlamda ise sermaye akımlarındaki hızlı geri dönüşün hem makro ekonomik hem de finansal istikrar açısından problemler çıkardığı aşikardır. Bu açıdan kriz döneminde özellikle böyle bir tehlikeyle karşı karşıya kalan ülkelerin politika yapıcıları o zamana kadar uygulanan para politikalarının yanı sıra bu riskleri hedefleyen başka makro ihtiyati unsurlara da dikkatlerini çevirmişlerdir.

Hem para politikası hem de mikro ihtiyati politikalarla arasında bir örtüşme olmasına rağmen makro ihtiyati politikaların rolü ve amaçları aslında farklılık göstermektedir. Para politikasının amacı ekonomideki mal ve hizmetlerin fiyatına istikrar kazandırmaktır. Makro ihtiyati politikaların amacı olarak finansal sistemin tamamının direncini sağlamak ise para politikası amacını tamamlayıcı özellik taşımaktadır, ancak aynı şey değildir (Bank of England, 2009: 11). Geçmiş yıllarda yaşananların da bu farkı ortaya koymasının yanı sıra makro ihtiyati politikalarla para politikalarının nasıl uyumlaştırılacağı konusu halen tartışılmaktadır. Aslında bu konunun karmaşıklığı para politikası ile makro ihtiyati politikaların birbirini etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin makro ihtiyati araçlar kredi arzı üzerindeki etkisi nedeniyle dolaylı olarak yatırım ve tüketim harcamalarını etkiliyor olsa bile aslında toplam harcamaların kontrolü para ve maliye politikalarının ana görevlerinden biridir. Sağlam bir para politikasının fiyat istikrarını sağlaması ve finansal sistemin istihdam ile enflasyon şoklarıyla sarsılma olasılığını düşürmesiyle sistemik riski azaltması gerekmektedir. Böylelikle ortaya çıkan daha istikrarlı, daha esnek ve daha az konjonktürel bir finansal sistemin reel ekonomiyi istikrara kavuşturması, para politikası aktarım kanallarının etkinliğini artırması ve makro ihtiyati politikalarla para

politikalarının birbirini desteklemesini sağlaması beklenmektedir (Caruana ve Cohen, 2014: 9).

Makro ihtiyati politikalar ve para politikası arasındaki ilişkiyi inceleyen ve çoğunlukla DSGE modelinin kullanıldığı analizlerde yaşanan şoka göre sonuçları değişse de, para politikası ile makro ihtiyati politikaların birbiri yerine kullanılabilen politikalar değil, birbirini tamamlayıcı politikalar olduğu sonucuna varılmıştır. Yine benzer sonuçlara ulaşan bazı çalışmalarda da makro ihtiyati politikaların para politikası gibi kullanıldığı durumlarda etkili olmadığı, hedeflere ulaşabilmek için en etkili uygulamanın para politikası ve makro ihtiyati politikaların beraber kullanılması gerekliliği vurgulanmıştır. Özellikle spesifik finansal sektör deformasyonlarında para politikasının tek başına mücadele etmede oldukça körelmiş (diğer makro değişkenleri de etkilemesi anlamında) olmasından dolayı makro ihtiyati politikaların daha çok kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır. (IMF, 2013).

Ancak uygulamada politikalar bazı kısıtlarla yüz yüze gelmektedir. Bu konudaki bilgiler halen sınırlı olmakla beraber kurumların aksak olması, zaman tutarsızlığı ve politik kısıtlar gibi olumsuzluklar nedeniyle makro ihtiyati politikalar mükemmel olarak hedeflenememektedir. Bu olumsuzluklar para politikasının finansal istikrarı sağlamada daha aktif rol oynamasını gerektirmektedir. Benzer şekilde parasal birlik ve küçük açık ekonomilerde olduğu gibi para politikasının sıkıntılı olduğu durumlarda makro ihtiyati politikalar beklenenler daha fazla olmaktadır. Bunların yanı sıra uygulanan para politikasının eksik yönlerinin makro ihtiyati politikaları kullanmak suretiyle telafi edilmesi uygun bulunmaktadır (Claessens ve Valencia, 2013).

Bu noktada merkez bankalarının hem uzun yıllardır amaç edindikleri fiyat istikrarı hem de kriz öncesinde göz ardı edilen fakat kriz sonrasında önemi daha da iyi anlaşılan finansal istikrarı aynı anda hedeflemelerinin bazı zorluklara neden olabileceği literatürde tartışılmaktadır.

Bahsedilen zorluklardan ilki merkez bankalarının bağımsızlıklarıyla ilgilidir. Merkez bankasının bağımsızlığı açık bir amaca sahip olması (enflasyon) ve daha basit politika araçlarını (politika faizi ve açık piyasa işlemleri) kullanmasıyla basitleştirilmişti. Amacın kolay ölçülebilir olması hesap verebilirliği de kolaylaştırmış, böylece operasyonel bağımsızlığı da kabul edilebilir hale getirmişti (Blanchard, 2013:

22). Ancak hem finansal istikrar hem de fiyat istikrarının merkez bankaları tarafından amaç edinilmesinin bankanın bağımsızlığını olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir. Örneğin finansal istikrar için alınması muhtemel önlemlerin politik karar süreçlerini gerektirmesi merkez bankalarının bağımsızlıkları ve hükümetlerin vereceği direktifler arasında kalmasına neden olması söz konusudur (Oktar ve diğ., 2012: 167).

Yine iki amacın aynı kuruma yüklenmesinin merkez bankalarının iki önemli özelliği olan hesap verebilirliğine ve kredibilitesine zarar verme ihtimali de göz önünde bulundurulmaktadır. İki amaca sahip bir merkez bankasının finansal istikrar amacı enflasyonla çatıştığında enflasyonla mücadele ettiğine dair kamuoyunu ikna etmesi daha zorlu bir süreç olacaktır. Ayrıca merkez bankalarının hangi politika aracını hangi amaç için kullandığını kamuoyuna anlatması bir diğer zorluk olarak gösterilmektedir. Üstelik merkez bankalarının ellerindeki araç setinin iki amaç için yeterli olup olmadığı da halen tartışılmaktadır (Oktar ve diğ., 2012: 167).

2.4. FİNANSAL İSTIKRARIN SAĞLANMASI İÇİN UYGULANAN MAKRO İHTİYATI POLİTİKA ÖRNEKLERİ

1980 yılı sonrasında finansal piyasaların küreselleşmesi nedeniyle merkez bankaları için para politikası uygulaması oldukça zorlu olmuştur. Küreselleşmeyle beraber ülkelerin çeşitli yapısal dönüşümlere gitmesi para politikalarında belirsizliğin artmasına neden olmuştur. Sermayenin serbestleşmesi ve teknolojik gelişmelerin durmaksızın hızlı bir şekilde gerçekleşmesi politika yapıcıların finansal gelişmeleri izleyip gerekli tedbirleri almasını zorlaştırmıştır (Camacho ve Nieto, 2009). Yine finansal piyasaların giderek karmaşık hale gelmesi para politikasının etkinliğini azaltmış, ayrıca aktarma kanallarının çalışmasını da engellemiştir. 2008 finansal krizi de böyle bir ortamda bu tespitleri doğrular şekilde ortaya çıkmıştır (Oktar ve diğ., 2012: 114-115).

Kriz öncesi dönemde otoriteler para politikası için dört ana önermede buluşmuşlardı. İlki; fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için yeterli olduğu, ikincisi ekonomide para politikasını yürütmek için kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmasının gerektiği, üçüncüsü her merkez bankasının kendi ülkesiyle ilgilendiğinde küresel çapta istikrarın sağlanacağı ve son olarak fiyat istikrarı ve

finansal istikrar arasında muntazam bir ayrılık olduğuydu. Kriz sonrası dönem ise çok daha heterojen ve karmaşıktı. Bu süreci üzerinde fikir birliği sağlanan üç ve üzerinde uzlaşamayan iki konuyla özetlemek mümkündür. Düşük ve stabil enflasyon oranlarının finansal ve makroekonomik istikrarın garantisi olmadığı üzerinde uzlaşılan ilk husustur. Kriz nedeniyle oluşan enkazın para politikası yoluyla çözülmesinin oldukça masraflı olduğu ve faiz oranlarının yeterli olmadığı düşüncesi de otoritelerin bulunduğu ortak bir diğer paydadır. Son olarak ise finansal kurumların regülasyonu ve denetiminde mikro ihtiyati bakış açısından uzaklaşıp, makro ihtiyati bakış açısına adapte olunarak merkez bankalarının da konuya müdahil olmaları üzerinde de uzlaşılmıştır. Para politikası rejimlerinin finansal istikrarsızlığa neden olan olaylar karşısında nasıl sağlam durabileceği ve faiz politikası ise kriz sonrası dönemde tartışılan konulardır (Borio, 2011: 3-4).

Krizin merkez bankacılığının temellerini bu denli sarsması sonucu merkez bankaları uyguladıkları Taylor kuralının yeterli olmadığını görmüş, para politikalarını daha etkin yürütmek suretiyle finansal istikrarı da sağlayabilmek için yeni arayışlara girmişlerdir. Bu arayışlar sırasında her merkez bankası kendi ülkesinin ekonomik koşullarına göre politikalar uygulamıştır. Makro ihtiyati politikalar da bu süreç içerisinde dikkat çeken en önemli konulardan biri olmuştur. Kriz sonrasında Basel III' de "Basel III Yeni Sermaye Uzlaşısı" adı altında yapılan düzenlemelerle SIFI'lar için getirilen sermaye koruma tamponları bu duruma örnektir. Bu uzlaşıyla beraber bankaların sermaye kalitesinin güçlendirilmesi, asgari çekirdek sermaye gereksiniminin %2'den %4,5'e yükseltilmesi, sermaye tamponu oluşturulması ve çeşitli likidite düzenlemelerinin yapılması öngörülmüştür. Alınan bu kararlarla konjonktürel dalgalanmaları gerektiği kadar önemsemediği gerekçesiyle eleştirilen Basel II'nin ortaya çıkan eksiklikleri de giderilmeye çalışılmıştır (Gürel ve diğ., 2012: 19-22).

Kriz sonrası dönemde özellikle yükselen piyasa ekonomileri kendileri için önemli sıkıntılara neden olan sermaye akımlarından korunmak amaçlı makro ihtiyati politika araçlarını da içeren politikalara başvurmuşlardır. Bu açıdan bu başlık altında öncelikle TCMB'nin kriz sonrasında uygulamaya başladığı yeni para politikası kapsamında makro ihtiyati politika uygulamalarına, ardından makro ihtiyati politikaları sık kullanan ülkelerin para politikası uygulamalarına değinilecektir.

2.4.1. TCMB'nin Kriz Sonrasında Uyguladığı Yeni Para Politikası

Sürdürülebilir büyüme, enflasyon oranlarının düşük olması, istihdam oranında istikrarlı bir artışın yakalanması, düşük işsizlik ve dengeli bir kamu maliyesi makroekonomik istikrarın olmazsa olmaz koşulları arasında sayılabilmektedir. Bu koşulların ülke ekonomisi açısından ifade ettiği önem otoriteler tarafından uzun yıllardır anlaşılmış, ancak finansal istikrar ise son küresel krize kadar arka sıralarda kalmıştır. Krizle beraber finansal sektörün önemi daha iyi anlaşılmış, finansal sektörde ortaya çıkan herhangi bir istikrarsızlık durumunun reel sektöre sıçramasının önemli sıkıntılara neden olabileceği daha iyi anlaşılmıştır. Bu sebeple fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerinin birlikte yürütülebilmesi önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu iki hedefin aynı anda gerçekleştirilebilmesi için yeni politikalar ve yeni araçlar geliştirmek politika yapıcılar arasında tartışılmış, bu amaçla çok sayıda araştırma ve faaliyet gerçekleştirilmiştir (Başçı, 2012: 2).

Bu süreçte Türkiye ekonomisi farklı bir konjonktürle karşı karşıya kalmıştır. İç talebin hızlı toparlanmasına karşı, dış talebin bu hızda toparlanamaması iç ve dış talepte önemli bir ayrışma yaşanmasına neden olmuştur. Ayrıca 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı genişleme paketleri sonrasında artan kısa vadeli sermaye akımları, bu durumu daha belirgin hale getirmiştir. Sermaye girişleri Türk Lirasında aşırı değerlenmeye neden olmuş, aynı zamanda yurt içi kredi kullanımını ivmelendirmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, dış ticaret ve cari işlemler dengesinde ciddi bir bozulma gözlenmiştir. Bu bozulma, 2010 yılı sonlarında giderek artmış, cari açığın finansmanının neredeyse tamamı kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla sağlanmıştır. Oysa Türkiye ekonomisinin geçmişte yaşadığı tecrübeler sermaye akımlarındaki oynaklığın makro ekonomik istikrar için önemli olduğu, cari işlemler açığının ekonomiyi kırılgan hale getirdiğini ortaya koymuştur (Kara, 2012: 3).

TCMB bu risklerle karşı karşıya iken, makro finansal riskleri de gözetken yeni politika bileşimini uygulamaya koymuştur. Bu yeni politika bileşiminde, TCMB Kanunu'nda belirtilen fiyat istikrarı amacı korunurken, finansal istikrar amacı da fiyat istikrarı amacıyla aynı düzeye getirilmiştir. Bu dönemde finansal istikrarı tehdit eden kredi genişlemesi ve kısa vadeli sermaye akımları ise ara hedef olarak belirlenmiştir. Bu ara hedeflere ulaşabilmek ve fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayabilmek için üç

politika aracı kullanılmaktadır. Bunlar politika faizi, faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranlarıdır. TCMB bu yeni politika bileşimiyle enflasyon hedeflemesi rejimini uygularken finansal istikrarı gözetilen bir arayış içinde olan ilk merkez bankalarından biri olmuştur (Özatay, 2011: 27).

Tablo 2.4. TCMB'nin Para Politikası Çerçevesi(Eski-Yeni Karşılaştırması)

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

Kaynak: TCMB, 2012: 30, Erişim Adresi: <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf>

Yukarıdaki tabloda TCMB'nin uyguladığı eski ve yeni yaklaşım para politikası çerçevesi yer almaktadır. Tabloya göre; eski yaklaşımda amaç fiyat istikrarı, araç ise politika faizi iken, kriz sonrası uygulamaya konan yeni yaklaşımda ise fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaç olarak belirlenmiş, bu amaçlara ulaşmak adına politika faizi, likidite yönetimi ve faiz koridoru araçlarının kullanıldığı görülmüştür.

Yeni politika bileşimiyle, politika araçları arasına eklenen faiz koridoru aracı, uygulanan yeni politikada önemli bir rol üstlenmektedir. TCMB tarafından uygulanan faiz koridoru uygulamasında gecelik borç verme faizi bandın üst sınırını, gecelik borç alma faizi ise alt sınırı oluşturmaktadır. Politika faiz oranı ise TCMB' nin bir hafta vadeli olarak bankalara repo yoluyla sağladığı fonlamanın faiz oranı olup, faiz koridorunun alt ve üst bandı arasında kalmaktadır (TCMB Bülten, 2013: 3). Fona ihtiyacı olup, Merkez Bankası'ndan borçlanmak isteyenler koridorun üst bandıyla, Merkez Bankası'na borç verenler ise koridorun alt bandıyla muhatap olmaktadır. TCMB yönettiği bu üç farklı faiz oranıyla (alt band-üst band ve politika faizi) bankaların fonlama maliyetlerini piyasadaki likiditeyi değiştirmek suretiyle etkileyebilmektedir. Çünkü faiz koridoru uygulamasında bankalar Merkez Bankası'ndan iki şekilde borçlanabilmektedir. İlki daha düşük olan politika faizi üzerinden daha düşük maliyetle repo ihaleleri yoluyla uygulanırken, ikinci yol ise faiz koridorunun üst bandından günlük olarak uygulanmaktadır. Ancak ilk yolda borçlanma miktarı sınırlı iken ikinci yolda ise sınırsız olarak gerçekleşmektedir. Bu şekilde TCMB, fonlama maliyetini

yükseltmek istediğinde haftalık olarak düzenlediği repo ihaleleri yoluyla piyasaya verdiği likiditeyi azaltarak, bankaları borçlanma faizinin ve maliyetinin daha yüksek olduğu ikinci yola yönlendirebilmektedir. Böylece bankaların borçlanma maliyetleri artmakta, bankalar kredi faizlerinde artışa giderek maliyet artışını kredilere belli ölçülerde yansıtmaktadır. Bu şekilde kredi genişlemesi dolaylı yoldan kısmen azaltılabilmektedir (Oktar ve Yurdabak, 2015: 87-88).

Bu araç, merkez bankasına günlük ve haftalık frekanslarda parasal duruşa "ince ayar" yapılabilme imkanı vererek, küresel belirsizlikler altında, para politikasına ihtiyacı olan esnekliği sağlamaktadır (Kara, 2012: 9). Ayrıca TCMB, faiz koridoru genişliğini değiştirerek politika öngörülebilirliğinin derecesini belirleme imkânına sahip olmakta ve faiz koridorunu geniş tutarak, kısa vadeli faiz oranlarında dalgalanmaya izin vermek suretiyle döviz kurlarındaki dalgalanmayı azaltmayı da hedeflemektedir (TCMB, 2012b: 4).

Zorunlu karşılıklar, TCMB tarafından finansal istikrarı sağlamada kullanılacak etkin bir politika aracı olarak değerlendirilmektedir. Zorunlu karşılık uygulaması, bankaların kredi olarak kullanılabilecekleri kaynakların belli bir oranının merkez bankası nezdinde tutulmasını öngörmektedir. Böylece merkez bankasının yurt içi para arzı üzerindeki kontrolünün artırılması ve likidite yönetiminin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca, bankaların ellerinde bulunan kredilendirilebilir fon miktarını değiştirmek yoluyla kredi hacmini ayarlamak ve kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmaya yardımcı olmak fonksiyonuna da sahiptir. Söz konusu fonksiyonları sayesinde, zorunlu karşılıklar gerek para politikası gerekse makro riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak kullanılabilir ve hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktadır (TCMB, 2010: 50-51). TCMB'nin bu uygulamasına paralel şekilde, başka birçok merkez bankasının⁵ da makro ihtiyati politika aracı olarak sermaye akımlarına karşı zorunlu karşılık oranlarını kullanmaya başladığı görülmektedir (Mutlutürk, 2012: 105).

TCMB'nin uyguladığı makro ihtiyati politikaları gösteren tablo Ek-2'de verilmiştir. Buna göre TCMB'nin Basel III'de de tavsiye edildiği üzere makro ihtiyati politika araçlarından sermaye gereksinimi aracını daha sık kullandığı görülmektedir.

⁵ Arjantin, Çin, Kolombiya, Hırvatistan, Endonezya, Lübnan, Romanya, Sırbistan, Peru ve Uruguay bu ülkelere örnek verilebilir (Lim ve diğ., 2011).

IMF tarafından makro ihtiyati politikalarla ilgili yapılan çalışmada, TCMB'nin uyguladığı politikaların Türkiye'nin krizi atlattırmasına yardım ettiği belirtilmiş, ancak makro ekonomik politikalar arasındaki zayıf bağlara da dikkat çekilmiştir. Tüm bunlara rağmen, finansal sektör göstergelerinin güçlü kaldığı ve finansal varlıkların iyi performans sergiledikleri dile getirilmiştir (IMF, 2013). Aynı çalışmada, Türkiye'nin gelişiminin pozitif bir görüntü sergilediğinin üzerinde de durulmuştur.

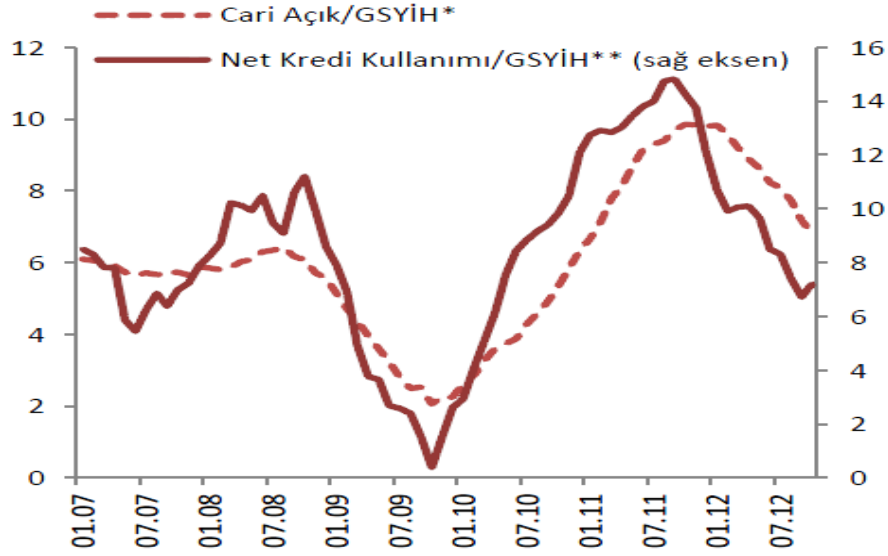
Ancak yeni politikada, merkez bankasının bir taraftan fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken finansal istikrarı da sağlamayı amaçlayan makro ihtiyati politikaları yürütüp yürütemeyeceği hararetle tartışılmaktadır. Bu tartışmalara farklı çözüm önerileri getirilmektedir. Bunlardan ilki, para politikaları ile makro ihtiyati politikaları uygulama yetkisinin tek bir kuruma verilmesidir. Genellikle bu kurum merkez bankası olmaktadır. FED'in uygulaması bu yöndedir. Bir diğer alternatif, bu yetkinin merkez bankası ile bağımsız denetim yetkililerinin bir araya gelerek oluşturdukları bir "eşgüdüm merkezi"ne verilmesidir. ECB'nin çözümü ise buna benzemektedir (Ersel, 2012: 47).

Türkiye'de ise bu iki alternatiften farklı olarak, Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakanın başkanlığında Hazine Müsteşarı, Merkez Bankası Başkanı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Başkanı, Sermaye Piyasası Kurumu Başkanı ve Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu başkanından oluşan Finansal İstikrar Komitesi 2011 yılı itibariyle kurulmuş bulunmaktadır. Ancak yapılan bu düzenlemeye rağmen, bu kez finansal istikrardan sorumlu olan bu komitenin hükümetten ne derece bağımsız olabileceği eleştiri konusu olmaktadır⁶.

Yine finansal istikrarın oldukça karmaşık bir tanıma sahip olması, fiyat istikrarı gibi sayısal hedefinin olmaması, finansal istikrar sorumluluğunun çok yönlü olması gibi sorunlar (Papademos, 2010: 25) bu yeni politika bileşimine kuşkuyla yaklaşılmasına neden olmaktadır. Bu kuşkuvarın giderilebilmesi için makro ihtiyati politikaların uygulanması açısından çok sayıda alternatif seçenek sunulmaktadır. Ancak hangi alternatif seçilirse seçilsin, yapılan her türlü uygulamanın başarılı olabilmesi için merkez bankalarının diğer denetleyici ve düzenleyici kurumlarla işbirliği yapması kaçınılmaz hale gelmektedir (Carney, 2010: 14).

⁶ Finansal İstikrar Komitesini bağımsızlık konusunda eleştiren yazılara örnek olarak bakınız: Özatay, 2011, http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih_ozatay/finansal_istikrar_komitesi-1053524, (01.09.2013).

TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren karşı karşıya kaldığı iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı sınırlamak için uyguladığı politikayla kredileri daha makul seviyeye çekmeye çalışmıştır. Aşağıdaki grafiklerde son yıllarda Türkiye ekonomisinde gerçekleşen kredi büyümesi ve kredi büyümesiyle cari açık arasındaki ilişki görülmektedir.

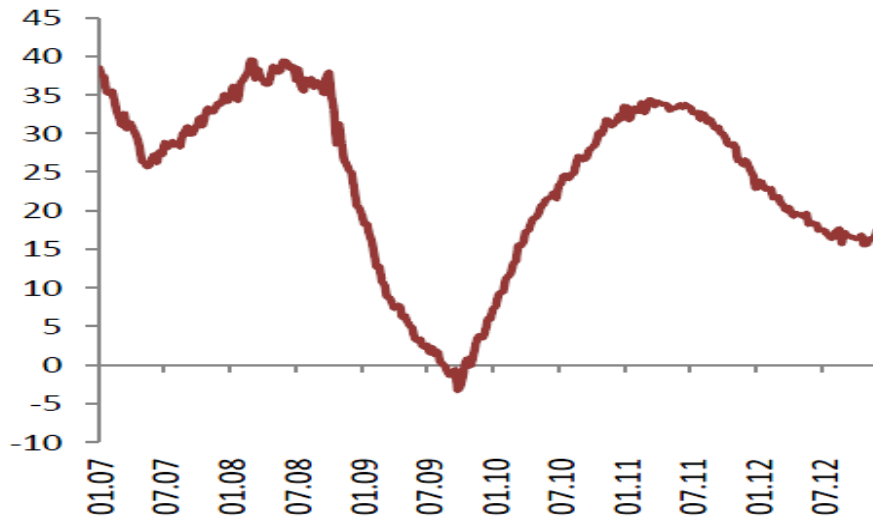


*12 aylık birikimli cari açığın GSYİH'ye oranı

**Kredi stokundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı

Kaynak: Kara ve diğ., 2013: 4

Grafik 2.1. Krediler ve Cari Açık

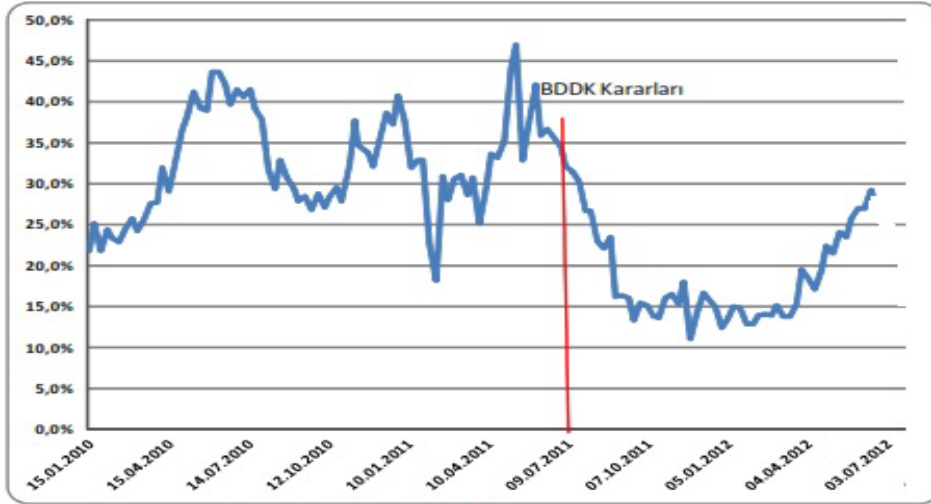


Kaynak: Kara ve diğ., 2013: 4

Grafik 2.2. Toplam Kredi Artış Hızı (Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllık Yüzde Değişim)

İlk grafik incelendiğinde net kredi kullanımı ile cari denge arasında güçlü bir ilişki olduğu dikkat çekmektedir. Özellikle Türkiye'nin ekonomik tarihi düşünüldüğünde cari açığın yüksek olmasının yanı sıra cari açığın yapısal nedenlerden dolayı bir süre daha yüksek kalma ihtimali, kredilere verilen önemin daha da artmasına neden olmaktadır. Cari açığın kronik olarak problem olduğu bir ekonomide, özellikle sermaye akımlarının oynak olduğu dönemlerde, konjonktürel nedenlerden dolayı oluşan ek cari açık “ani duruş” riskini artırarak makroekonomik dengelerin bozulma ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle cari açığın özellikle konjonktürel kısmındaki dalgalanmaların sınırlandırılması büyük önem arz etmektedir. Ayrıca net kredi kullanımı ile cari denge arasında güçlü bir ilişkinin bulunması, cari açığındaki dalgalanmaların sınırlandırılması konusunda kredilerin önemli bir araç olarak kullanılma olasılığını da arttırmaktadır. Bütün bu değerlendirmeler neticesinde finansal istikrarın sağlanması adına kredi büyümesinin kontrollü bir şekilde gerçekleşmesinin önemli olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır (Kara ve diğ., 2013: 4).

İkinci grafikte de görüldüğü üzere Türkiye ekonomisi kriz sonrasında ciddi oranda bir kredi büyümesiyle karşı karşıya kalmıştır. Bu duruma neden olan temel etkenler faiz oranlarının dünya çapında düşmesi, bilanço yapısı sağlam olan bankacılık sektörünün kredi arzını artırma isteği, hızla artan üretim ve istihdamdır. Ancak 2010 yılında baş gösteren bu hızlı kredi büyüme süreci önceki yıllarda yaşanan süreçlerden ayrılmaktadır. Aslında grafikte de görüldüğü üzere, kriz sonrasında gerçekleşen kredi büyüme oranları 2006 ve 2008 yıllarıyla kıyaslandığında düşük kalmaktadır. Ancak, 2010 yılında yaşanan büyümenin tehlikeli görülmesinin nedeni cari açığın milli gelire oranının önceki dönemlerde görülmemiş şekilde yüksek oranlara ulaşmış olmasıdır (Kara ve diğ., 2013: 4-5). Bu nedenle 2010 yılının son aylarında TCMB kriz sonrası ortaya çıkan aşırı kredi genişlemesini ılımlı seviyeye çekebilmek için önlemler almıştır. Özellikle 2011 yılının ikinci yarısından itibaren TCMB'nin uyguladığı politika ve BDDK tarafından gerçekleştirilen, kredilere yönelik düzenleme ile kredi artış hızı ılımlı bir düzeye çekilebilmiştir (BDDK, 2013: 17).



Kaynak: BDDK, 2013: 18; *13 aylık ortalama artış oranları (yıllıklandırılmış)

Grafik 2.3. Türkiye’de Toplam Kredi Genişlemesi (2010-2012, %)

Grafik 2.3, 2010-2012 yılları arasında toplam kredi genişlemesinin izlediği seyri göstermektedir. Grafik incelendiğinde kırmızı çizgiyle belirtilmiş BDDK kararlarının uygulandığı tarih sonrasında kredi büyümesinin kontrol altına alınabildiği söylenebilir. Ancak her ne kadar gelinen noktada kredi büyümesi yavaşlamış da olsa kredilerin finansal riskler açısından taşıdığı önem sürmektedir. Bu nedenle gelecek yıllarda Türkiye için kredi büyümesinin hangi oranlarda gerçekleşeceği büyük önem arz etmektedir (Kara ve diğ., 2013:5)

2.4.2. Diğer Bazı Merkez Bankalarının Makro İhtiyati Politika Uygulamaları

Brezilya, hem para hem de makro ihtiyati politikaları etkin bir şekilde uygulayan ülkelerden biridir. 2011' in ilk yıllarına kadar yüksek mal ve gıda fiyatlarının yanı sıra yüksek yurtiçi talebin neden olduğu yüksek enflasyon ve aşırı ısınma belirtileri nedeniyle reel ekonominin finansal krizden oldukça etkilendiği bir ortamla karşı karşıya kalan Brezilya'da ekonomi sonradan hızlı bir şekilde yavaşlamış, enflasyon 2011'in ikinci yarısında düşmüştür. Kriz sonrası dönemde yaşadıkları deneyimle para politikası ve makro ihtiyati politikalar arasındaki tamamlayıcı ilişkiyi öğrenen Brezilya ekonomisinde para politikası fiyat istikrarına odaklanmış durumda iken makro ihtiyati araçlar ise hızlı kredi büyümesinden doğan sistemik riskleri hedef almıştır. Krediler 2004 yılından beri ekonomik büyümeyi destekler nitelikte hızla büyümüş (2004'te

kredilerin milli hasılaya oranı %24 iken 2012'de % 51'e ulaşmış), ancak bu arada hanehalkı açısından risklerin artmasına neden olmuştur. Aslında hanehalkı borçlanması emsalleriyle benzer düzeyde olmasına rağmen hem DTI hem de takibe dönüşüm oranlarının emsalleriyle karşılaştırıldığında yüksek olması, finansal risklerin kaynağı olan yüksek kredi oranları ve kısa vade sıkıntısını ortaya çıkarmıştır. Kriz sonrası dönemde hanehalkı kredileri biraz düşmüş olsa da yine de müdahale edilmiş, 2008 sonunda %18 olan DTI oranları, %22'ye çıkarılmış, takibe dönüşüm oranı da %8 oranında arttırılmıştır (IMF,2013b).

Ayrıca, 2009 yılının sonlarında yükselen piyasa ekonomilerine dalgalar halinde gerçekleşen sermaye akımlarından payını alan Brezilya, döviz kurunda güçlü bir yıpranma baskısıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu gelişme üzerine Merkez Bankası Nisan 2011'de, zaten nispeten yüksek olan faiz oranlarında artışa gitmiştir (%11.25). Ancak büyük bir mal ihracatçısı olan Brezilya, ülkenin dış ticareti üzerinde gerçekleşebilecek olumsuz etkilerin önüne geçmek adına rezervlerin büyük bir kısmını oluşturan spot ve forward döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalmıştır (Fendoğlu, 2015: 37).

Kore ve diğer bir kaç Asya ekonomisi 1997-1998 yıllarında yaşanan varlık ve kredi piyasalarında yaşanan patlamanın arkasından gelen durgunluk sürecinin yıkıcı etkileri olduğunu yaşayarak öğrenmişlerdi. 2000'li yıllarda ise Kore konut piyasasında krizler ve bankacılık sisteminde kısa vadeli dış borçlanmada ani bir artışla karşı karşıya kalmıştır. Kore Merkez Bankası esnek enflasyon hedeflemesi altında öncelikle 2000 yılında LTV limitleri ve sonrasında 2005 yılında DTI limitlerini uygulamaya koyarak konut piyasasındaki dengesizlikleri gidermeyi hedeflemiştir. Aynı yıl makro ihtiyati denetimleri arttırmak amacıyla erken uyarı sistemleri ve stres testlerini kullanarak sistemik riskleri değerlendirme yetkisine sahip "Makro İhtiyati Denetim Mekanizması" oluşturulmuştur. Bu gelişmelerin bir sonucu olarak Kore'de mortgage ve konut piyasaları politika müdahalelerinden yoğun şekilde etkilenmiştir (Igan ve Kang, 2011: 7).

Ancak 2008 yılında yaşanan küresel krizle beraber bankacılık sektörü, artan kısa vadeli dış borçlardan etkilenmiş, otoriteler piyasaya müdahale etmek zorunda kalmıştır. Politika yapıcılarını Kore'nin dışa olan bağımlılığını azaltmak amacıyla makro ihtiyati politika uygulama gereği duymuştur. Öncelikle bankaların sermayeleriyle ilgili döviz

türev pozisyonlarına limit belirlemek suretiyle ileri vadeli döviz kontratlarına sınır koymuş, 2007 yılına kadar olan sermaye çıkışları üzerindeki birçok kontrol de kaldırılmıştır. Bu uygulamalara ek olarak Kore, sermaye gereksinimi/risk ağırlıkları, DTI limiti, YP borçlanmasına limit, net açık pozisyonu limitleri, LTV limiti, dinamik karşılıklar, zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati politikaları da uygulamıştır (Fendoğlu, 2015: 40-41).

İspanya, dinamik karşılıkları 2000 yılında makro ihtiyati bir araç olarak mortgage, otomobil ve kredi kartı dahil olmak kredilerin çeşitli kategorilerinde uygulamaya başlamıştır. Bu aracın kullanılmasındaki temel amaç 1990'lar boyunca süren önemli kredi artışlarından sonra İspanyol Bankaların bilançolarında keskin bir şekilde artan kredi riskiyle başa çıkabilmektir. Dinamik karşılık politikasının kurula dayalı olarak kullanıldığını ve finansal kriz boyunca etkin olduğunu söylemek mümkün görünmektedir (Lim ve diğ., 2011: 43).

2008 yılında canlanma yaşayan **Çin**'de 2009 ve 2010 yıllarında yurtiçi kredilerde bir patlama yaşanmıştır. Ayrıca 2009 yılının sonlarında konut piyasasında ısınma belirtileri ortaya çıkmış, 2010 yılının başlarında konut fiyatları yıllık %10-15 civarında artmıştır. Bu nedenle konut piyasasına LTV oranlarıyla müdahale edilmiş, konut piyasasındaki faiz oranları yükseltilmiş, yeni sermaye tamponları tanıtılmış, vergiler arttırılmış ve merkezi hükümet tarafından konut fiyatlarının yüksek olduğu, fiyatların hızla arttığı ve konut arzının düşük olduğu yerlerde her bir ailenin alabileceği konut sayısına sınır getirilmiştir. Ayrıca Ekim 2010 ve Temmuz 2011 tarihleri arasında borçlanma faiz oranı beş kere olmak üzere toplamda 125 baz puan, zorunlu karşılıklar ise toplamda 450 baz puan olmak üzere dokuz kez değiştirilmiştir (Lim ve diğ., 2011: 43).

Hindistan Merkez Bankası (RBI) 2004 yılından itibaren finansal istikrarı sağlamak için makro ihtiyati politikaları kullanmaktadır. Ağırlıklı olarak ticari bankalardan oluşan Hindistan ekonomisinde sermaye piyasaları, sigortacılık sektörü ve bireysel emeklilik fonları için ayrı ayrı düzenlemeler mevcuttur. Bu nedenle sektörel düzenleyiciler arasında bir koordinasyona ihtiyaç duyulmuş, bu amaçla Maliye Bakanı başkanlığında Finansal Sektör Kalkınma Konseyi kurulmuştur. Özellikle 2004-2008 yılları arasında gerçekleşen yüksek büyüme oranları ve büyük miktarlarda sermaye

akımına maruz kalmıştır. Yaşanan bu gelişmeler yurt içi kredi büyümesine neden olmuş, özellikle gayrimenkul piyasasında kredilerin keskin şekilde artmasına neden olmuş, bankacılık sektöründe risk oranları büyük ölçüde artmıştır. Bu nedenle RBI repo oranlarında 300 baz puanlık bir artışa gitmiş, rezerv oranları da 450 baz puan yükseltilmiştir (Sinha, 2011).

2.5. LİTERATÜR ÖZETİ

2008 krizinin ardından finansal sistemi bir bütün olarak ele alan makro ihtiyati politikalara yönelik ilgi giderek artmıştır. Ancak bir çok ülke açısından finansal istikrar çerçevesinde sistemik gözetimi de içeren makro ihtiyati politikaların etkinliğini belirlemek için sınırlı deneyimler mevcuttur. Lim ve diğerlerinin (2011) yapmış olduğu çalışma bu alanda yapılan ilk araştırmalardan biri olup, makro ihtiyati politikaların uygulandığı 49 ülkede 2000-2010 yılları arasında hangi şartlarda hangi makro ihtiyati politikanın daha etkin olduğu ve bu uygulamalardan çıkarılabilecek derslere odaklanmış, sonucunda ise makro ihtiyati politikaların sistemik riski önlemede etkin olduğu neticesine varılmıştır.

Dell'Aricecia ve diğ. (2012) yaptıkları çalışmada yükselen piyasa ekonomileri arasında hızlı kredi büyümesinin finansal istikrarı sarsacağı yönünde fikir birliği olduğunu, ancak özellikle gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesinin gereği olarak dikkatlerin faiz oranları ve kurumların düzenlenmesi üzerinde olması gibi nedenlerle son finansal krizden önce hızlı kredi büyümesine gereken önemin verilmediğini belirtmiştir.

Yine panel veri modeli kullanılarak 2000-2010 yılları için 48 değişik ülkedeki 2800 bankanın bilançosu üzerinde çalışmak suretiyle makro ihtiyati politikaların etkinliğini ölçmeye çalışan Claessens ve arkadaşları (2014) borç alanları hedefleyen DTI, LTV oranlarının ve finansal kurumları hedefleyen kredi büyümesi üzerine limitler ve YP borçlanmasına yönelik sınırlamaların finansal risklere karşı etkin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Tavman (2015) ise bir Yeni Keynesyen Genel Denge Modeli kullanarak üç adet makro ihtiyati politika aracının etkinliğini ölçmeye çalışmıştır. Zorunlu rezervler, sermaye gereksinimleri ve borçlananlardan alınan bir tür vergi olarak tanımlanan

regülasyon primi araçlarının analiz edildiği modelde tüm araçların dışsal şokların negatif etkilerine karşı etkin olduğu, en etkili aracın ise zorunlu rezervler olduğu ortaya konmuştur.

57 ülkenin 30 yılı aşkın verilerini kullanarak konut fiyatları ve konut kredileri üzerinde dokuz makro ihtiyati politikanın etkinliğini araştıran Kuttner ve Shim (2013), konut kredilerindeki artışın en fazla LTV ve DTI oranlarından etkilendiği sonucuna panel veri yöntemi kullanarak ulaşmıştır. Yine 2000-2013 yılları için gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinden oluşan 57 ülkenin verileriyle 7 adet makro ihtiyati politika aracının konut fiyatları ve kredi büyümesi üzerindeki etkinliğini dinamik panel yöntemiyle ölçen Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015) gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinin kriz sonrasında makro ihtiyati politikaları daha sıklıkla kullandığını, gelişmiş ülkelerin makro ihtiyati politikaları daha ziyade konut sektörü üzerinde kullandığını ve uygulanan politikaların kredi büyümesi ve konut fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Makro ihtiyati politikalarla para politikası ve kredi genişlemesi arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalardan biri Coşkun ve Sevgi tarafından (2012) yılında yapılmıştır. Bağımlı değişkenin kredi genişlemesi olduğu analizde makro ihtiyati politikaların aşırı kredi genişlemelerini önleyen bir uygulama olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Doğru ve diğ. tarafından 2012 yılında 49 ülkeyi kapsayan sabit etki dinamik panel regresyon yöntemi kullanılarak makro ihtiyati politika araçlarının test edildiği bir diğer uygulamada zorunlu rezerv oranı ve konjonktürel sermaye gereksinimi araçlarının kredi genişlemesini negatif yönde etkilediği, yani hızlı kredi büyümesini engelleyici bir etkisinin olduğu ve böylece finansal istikrarı sağlama hedefi için kullanılabilecek bir araç olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fendoğlu 2015 yılında yaptığı ve 15 ülkenin dahil edildiği analizde, makro ihtiyati politika araçlarının kredi büyümesi ve portföy akımları üzerindeki etkisini dinamik panel veri yöntemlerinden GMM yöntemi kullanarak ölçmeye çalışmıştır. Makro ihtiyati politika araçlarının tek tek incelendiği çalışmada zorunlu karşılıklar, sermaye gereksinimi, DTI oranı ve kredi büyümesi limiti araçlarının en etkili araçlar olduğu, LTV oranı ve dinamik provizyon araçlarının kısmen etkili olduğunu, sermaye

kontrolleri ve yabancı para kredi limiti araçlarının ise etkili olmadığı sonucuna varılmıştır.

Makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi ve konut sektörü üzerindeki etkinliğini ölçen en güncel ve en kapsamlı çalışmalardan biri olan ve bu tez çalışmasının da temel kaynaklarından olan Cerutti ve diğ.(2015)'nin yapmış olduğu çalışmada ise on iki makro ihtiyati politika aracının etkinliği gelir düzeylerine göre sınıflandırılmış 119 ülke verisini kullanarak 2001-2013 tarihleri için dinamik panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümesi ve konut piyasası üzerinde etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinin makro ihtiyati politika araçlarını-özellikle döviz kuruyla alakalı politikaları-daha sıklıkla kullandığı görülmüş ve makro ihtiyati politikaların kredi gelişmeleri üzerinde daha etkin olduğu belirtilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASI ADINA MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN KREDİ BÜYÜMESİ ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİNİN DİNAMİK PANEL VERİ YÖNTEMİYLE ÖLÇÜLMESİ: 2000-2013

Son yıllarda giderek artan sayıda merkez bankası finansal istikrar hedefini gerçekleştirmeye çalışırken makro ihtiyati politikalardan destek almaktadırlar. Uyguladıkları para politikaları ve bu politikaları destekleyici nitelikte olan makro ihtiyati politikalarla beraber finansal sistemde mevcut risklerin önüne geçmeye çalışmaktadırlar. Bu risklerden en önemlilerinden biri hızlı kredi büyümesidir. Gelişmekte olan ülkeler hızlı kredi büyümesi ile ilgili sorunları daha önce tecrübe etmiş, son 2008 kriziyle beraber gelişmiş ülkeler de hızlı kredi artışının finansal kriz göstergelerinin en önemlilerinden biri olduğunu görmüşlerdir. Bu bölümde finansal istikrarı tehdit eden ve finansal krizlerin en önemli öncü göstergelerinden olan hızlı kredi büyümelerini sınırlandırmak için uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliğini analiz eden ekonometrik çalışmanın sonuçlarına yer verilecektir.

3.1. YÖNTEM ve MODEL

Gözlenebilen veya gözlenemeyen bireysel etkiyi (ya da heterojeniteyi) belirlemek için grup, zaman veya hem zaman hem de grup etkilerini test etmek için kullanılan (Park, 2011: 7) panel veri modellerinin temel avantajı birimler arasındaki farklılıkları modellerken araştırmacıya önemli ölçüde esneklik sağlamasıdır (Greene, 2003: 285). Ayrıca panel veri modelleri (Baltagi, 2005):

- Zaman serisi veya yatay kesit çalışmalarıyla kıyaslandığında bireysel heterojeniteyi kontrol etmesi mümkün olmaktadır.
- Daha açıklayıcı ve değişken veri setine sahip olup, değişkenler arasındaki lineerlik daha azdır.
- Dinamik ayarlamalarla çalışabilmek için daha uygundur.
- Zaman serisi ve yatay kesit verilerinde saptanamayan basit etkileri belirleme ve ölçmede daha iyidir.

- Diğer modellere göre karmaşık ve davranışsal modelleri kurmada ve test etmede daha iyidir.
- Birey, firma ya da hanehalklarından elde edilen mikro panel verilerin, makro düzeyde ölçülen diğer bazı değişkenlerden daha doğru şekilde ölçülmesine imkan vermektedir.

Bu tez çalışmasında da makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümesi üzerindeki etkileri dinamik panel veri analiz yöntemlerinden biri olan Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılarak analiz edilmektedir. Çalışmada, bağımlı değişkenin hem kendi gecikmeli değerleriyle, hem de açıklayıcı değişkenlerin bazı değerleriyle ilişkili olma ihtimali ve içsellik problemini kontrol altına alabilmesi gibi nedenlerden ötürü dinamik panel veri yöntemi tercih edilmiştir. Literatürde, makro ihtiyati politikalar ile ilgili yapılan çalışmalarda da dinamik panel veri yöntemlerinin sıklıkla kullanıldığı görülmüştür⁷.

Daha önce de değinildiği gibi makro ihtiyati politikalarla ilgili çalışmalarda dinamik panel veri yönteminin seçilmesi bazı önemli nedenlere bağlıdır. Bu nedenlerden en önemlisi makro ihtiyati bir aracın uygulamaya konulmasının kredi büyümesi üzerinde etkili olması beklenirken, öte yandan makro ihtiyati politikanın kendisinin kredi büyümesinin bir sonucu olarak uygulanmaya başlanmasının da doğru bir tespit olarak karşımıza çıkmasıdır. Bu nedenle, bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de kullanıldığı bu yöntem içsellik problemini azalttığı için ilgili literatürde de sıklıkla kullanılmaktadır (Fendoğlu, 2015: 44).

Dinamik panel veri modeli şu şekilde formüle edilebilir:

$$y_{it} = \sum_{j=1}^p \rho y_{i,t-j} + \beta_1 x_{it} + \beta_2 w_{it} + v_{it} - \epsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T_i(1)$$

Denklemdede;

ρ ve β tahmin edilebilir parametreler,

x_{it} dışsal kovaryantların $1 \times k_1$ vektörü,

⁷ Bu çalışmalar; Cerutti ve diğ., (2015), Lim ve diğ., (2011) ile Akinci ve Olmstead-Rumsey (2015) şeklinde sıralanabilir.

β_1 tahmin edilebilir parametrelerin vektörü,

w_{it} önceden belirlenmiş ya da içsel kovaryantların $1 \times k_2$ vektörü,

β_2 tahmin edilebilir parametrelerin $k_2 \times 1$ vektörü,

v_{it} birime-özgü etkiler (bu etkiler kovaryantlar ile korelasyonlu olabilir),

ϵ_{it} , σ_ϵ^2 varyansı ile birlikte tüm örneklem boyunca bağımsız ve sabit bir şekilde dağılan artık hataları göstermektedir. v_{it} ve ϵ_{it} 'nin t boyunca her bir i 'den bağımsız olduğu varsayılmaktadır⁸.

Kukla değişkenli en küçük kareler tahmincisi gibi standart panel veri modelleri ρ ve β_1 gibi parametrelerin sapmasız tahminlerini yapma konusunda zayıf kalmaktadır. Grup-içi dönüşüm ya da birinci farklarını almak y_{it-j} ile hata terimi arasında korelasyon çıkmasına neden olmakta bu yüzden ρ 'nin sabit etkiler tahmincisi sapmalı olmaktadır. Bununla birlikte bu modeller y_{it-j} ile korelasyonlu olan herhangi bir açıklayıcı değişkenin katsayılarının da sapmalı tahminlerine yol açabilmektedir. Birinci farklar ile sistem GMM tahmincileri bu problemlerin üstesinden gelmek için geliştirilmiştir. Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen birinci farklar tahmincisi (1) numaralı denklemin birinci farklarını alarak ülkeye özgü etkileri elimine etmekte ve eşitliğin sağ tarafında yer alan değişkenlerin gecikmelerini kullanmaktadır (Cingano, 2014: 15).

Anderson ve Hsiao (1982), birinci farklar dönüşümüne odaklanmış ve $\Delta y_{it-1} = (y_{it-1} - y_{it-2})$ eşitliği için $\Delta y_{it-2} = (y_{it-2} - y_{it-3})$ ya da sadece y_{it-2} 'yi araç olarak kullanmıştır. Bu araçlar (1) numaralı denklemde yer alan ϵ_{it} 'lerin kendileri arasında serisel korelasyon olmadığı sürece $\Delta \epsilon_{it} = \epsilon_{it} - \epsilon_{it-1}$ ile korelasyonlu olmayacaktır. Bu şekildeki bir araç değişken tahmin yöntemi olası parametrelerin tutarlı olmasını sağlarken, tüm moment koşullarını kullanmadığı ve $\Delta \epsilon_{it}$ üzerindeki farklılaştırılmış yapıları dikkate almadığı için gereken etkinliği sağlayamamaktadır. Arellano (1989), temel dinamik hata bileşenler modeli için araç değişkenler için y_{it-2}

⁸<http://www.stata.com/manuals13/xtxtabond.pdf>, Erişim Tarihi: 30.05.2016.

yerine Δy_{it-2} 'yi kullanan tahmincinin tekillik noktasına ve parametre değerlerinin önemli bir aralığı için oldukça büyük varyanslara sahip olduğunu öne sürmektedir. Bu durumun aksine, y_{it-2} gibi araçları düzeylerinde kullanan tahminciler tekilliğe sahip değildir, ayrıca varyansları daha küçüktür. Dinamik panel veri modelinde y_{it} 'nin gecikmeli değerleriyle ϵ_{it} arasında bulunan ortogonallik koşullarının kullanılması ile daha fazla araç değişkene sahip olunabilir (Baltagi, 2011: 321-322).

Değişkenlerin düzey değerlerine bağlı olarak dinamik panel eşitliği şu şekilde ifade edilebilir:

$$y_{it} = \rho y_{it-1} + \beta x'_{it} + a_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Yukarıdaki eşitlikte değişkenlerin birinci farkların alınmasıyla birim etkileri a_i elimine olmakta ve denklem şu forma dönüşmektedir:

$$y_{it} - y_{it-1} = \rho(y_{it-1} - y_{it-2}) + \beta(x'_{it} - x'_{it-1}) + \epsilon_{it} - \epsilon_{it-1} \quad (3)$$

(3) numaralı denklemde y_{it-1} , ϵ_{it-1} ile korelasyonludur ve bu haliyle birinci farklar tahmincisi aşağıya doğru sapmalı olmaktadır. Bunun yanında hata terimi $(\epsilon_{it} - \epsilon_{it-1})$, MA(1) birim köklüdür. Bu denklemde, $y_{it-1} - y_{it-2}$ için geçerli araç değişkenler, y_{it-2} ve y_{it-3} gibi gecikmeli değerlerdir. Nitekim her bir gecikmeli değişkenin bir önceki fark hata terimi ile korelasyonu sıfırdır (örneğin, $E(y_{it-2}(\epsilon_{it} - \epsilon_{it-1})) = 0$). Örneğin, $t=3$ için eşitlik şu hale dönüşür:

$$y_{i3} - y_{i2} = \rho(y_{i2} - y_{i1}) + \beta(x'_{i3} - x'_{i2}) + \epsilon_{i3} - \epsilon_{i2} \quad (4)$$

(4) numaralı denklemde araçlar; $y_{i1}x'_{i2}$ ve x'_{i1} 'dir. Burada ϵ_{it} otokorelasyonsuz olduğu sürece, $y_{i2} - y_{i1}$ ile yüksek korelasyonlu ve $\epsilon_{i3} - \epsilon_{i2}$ ile korelasyonsuz olan uygun bir araç değişken olarak değerlendirilmektedir. $t=4$ için eşitlik şu şekilde formüle edilebilir:

$$y_{i4} - y_{i3} = \rho(y_{i3} - y_{i2}) + \beta(x'_{i4} - x'_{i3}) + \epsilon_{i4} - \epsilon_{i3} \quad (5)$$

(4) numaralı denklemde ise araçlar; $y_{i1}, y_{i2}, x'_{i1}, x'_{i2}$ ve x'_{i3} 'tür. En son T dönemi için eşitlik ise

$$y_{iT} - y_{iT-1} = \rho(y_{iT-1} - y_{iT-2}) + \beta(x'_{iT} - x'_{iT-1}) + \epsilon_{iT} - \epsilon_{iT-1} \quad (6)$$

şeklinde gösterilebilir.

Bu açıklamalar ışığında çalışmada tahmin edilecek modeller aşağıda ifade edilmektedir:

$$CREDIT_{it} = CREDIT_{i,t-1} + PR_{i,t-1}\beta_1 + GDPG_{i,t-1}\beta_2 + MPI_{i,t-1}\beta_3 + DUMMY_{i,t-1}\beta_4 + u_{it}$$

$$HCREDIT_{it} = HCREDIT_{i,t-1} + PR_{i,t-1}\beta_1 + GDPG_{i,t-1}\beta_2 + MPI_{i,t-1}\beta_3 + DUMMY_{i,t-1}\beta_4 + u_{it}$$

$$CCREDIT_{it} = CCREDIT_{i,t-1} + PR_{i,t-1}\beta_1 + GDPG_{i,t-1}\beta_2 + MPI_{i,t-1}\beta_3 + DUMMY_{i,t-1}\beta_4 + u_{it}$$

Birinci modelde; bağımlı değişken i ülkesi için t zamanında gerçekleşen reel kredi büyümesi iken, bağımlı değişkenin kendi gecikmeli değeri, Cerutti ve diğ. (2015) tarafından oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi, bir önceki yıl gerçekleşen reel milli gelir büyümesi, ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları temsilen kullanılan kukla (dummy) değişken ve bir önceki yıl uygulanan merkez bankası politika faizi ise modelde kullanılan bağımsız değişkenlerdir. u_{it} ise hata terimini temsil etmektedir. İkinci modelde bağımlı değişken olarak hanehalkına verilen kredilerdeki yıllık reel değişim yer alırken, bağımlı değişkenin kendi gecikmeli değeri, Cerutti ve diğ. (2015) tarafından oluşturulan makro ihtiyati politika endeksi, bir önceki yıl gerçekleşen reel milli gelir büyümesi, ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları temsilen kullanılan kukla değişken ve bir önceki yıl uygulanan merkez bankası politika faizi ise modelde kullanılan bağımsız değişkenlerdir. Üçüncü modelde ise reel sektöre verilen kredilerdeki yıllık reel değişim bağımlı değişken olurken, bağımsız değişkenler ise diğer iki modelle aynıdır. Birinci modelde özel sektör bir bütün olarak analiz edilirken, ikinci ve üçüncü modellerde ise hanehalkı ve reel sektör ayrı ayrı ele alınmıştır.

Modelde ilgili literatür incelenmek suretiyle finansal istikrarı tehdit eden en önemli unsurlardan biri olan hızlı kredi büyümesi bağımlı değişken olarak yer almaktadır. Çalışmanın asli unsuru olan makro ihtiyati politikalar ise endeks değerleriyle çalışmada bağımsız değişken olarak yer almaktadır. Makro ihtiyati politika endeksi arttıkça kredi büyümesinin azalacağı düşünülmekte ve işareti negatif beklenmektedir. Kredi büyümesi üzerinde etkili olması muhtemel her faktörün modele eklenmemesinin sonuçlarda sapma oluşturma riskine karşılık (dışlanan değişken sorunu), bu problemi minimuma indirebilmek amacıyla potansiyel bazı faktörler de bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Bu faktörlerden ilki ekonomideki kredi

artışını etkilemesi beklenen milli gelir artışıdır ve işareti pozitif beklenmektedir. Yine politika faiz oranlarının kredi hacmini negatif olarak etkileyeceği düşünülmüş ve modele eklenmiştir. Ülkelerin finansal istikrarın bozulduğu ve büyüme oranlarının düştüğü yıllarda makro ihtiyati politikaları uyguladıkları düşünüldüğü ve krizlerin etkilerinin de görülebilmesi amacıyla büyüme oranlarının negatif gerçekleştiği yıllar için de modele bir kukla değişken eklenmiştir.

Uygulanan makro ihtiyati politikaların etkilerinin gecikmeli olarak görüleceği düşünüldüğü için modelde değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri kullanılmıştır. İlgili literatür incelendiğinde de değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerlerinin kullanılmasının tavsiye edildiği görülmektedir (Cerutti ve diğ., 2015).

Analizler yapıldıktan sonra analiz sonuçlarının güvenilirliği ise, Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen AR(2) testi kullanılarak test edilmiştir. Yapılan bu testin sonucunda eğer modelde kullanılan değişkenler yeterli derecede güçlüler ise t zamanındaki hata terimlerinin $t-2$ zamanındaki hata terimleriyle olan ilişkisini gösteren AR (2) değerinde otokorelasyona rastlanmaması gerekmektedir. Bu nedenle, tahmin edilen modellere AR(2) testi de uygulanmıştır.

3.2. VERİ

Bu tez çalışması finansal istikrarı tehdit eden ve kriz sonrası dönemde özellikle üzerinde durulan aşırı kredi büyümelerini etkilemek için uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliğine odaklanmıştır. Çalışma sırasında ülke sayısı oldukça geniş tutulmaya çalışılmış, ancak veri bulmakta zorlanılması ve ülkelerde veri kayıpları olması nedeniyle son olarak 21 gelişmiş ve içinde Türkiye ekonomisini de barındıran 28 yükselen piyasa ekonomisi olmak üzere toplam 49 ülke için analiz yapılmıştır. Makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi üzerindeki etkilerini ölçmek adına yapılan bu çalışmada, IMF tarafından ülke merkez bankalarına yapılan "Global Makro İhtiyati Politika Araçları (GMPI) " adlı anket çalışmasının anket sonuçları dikkate alınarak Cerutti ve diğ. (2015) tarafından oluşturulan Makro İhtiyati Politika Endeksi (MPI) kullanılmıştır. İlgili literatür incelendiğinde, GMPI anketinin yapılan benzer anketlere göre (Lim ve diğ. 2011, Kuttner ve Shim, 2013 gibi) daha kapsamlı bir anket çalışması olduğu görülmüş ve bu anketten yola çıkarak belirlenen makro ihtiyati politika endeks

değerlerinin çalışmada kullanılmasına karar verilmiştir. Endeks değerleri hesaplanırken on iki makro ihtiyati politika aracı (LTV, DTI, dinamik karşılıklar, döngüsel sermaye tamponları, bankalar için kaldıraç oranları, SIFI'lara ek sermaye yükümlülükleri, bankalar arası pozisyona yönelik limitler, yabancı para borçlanmasına yönelik sınırlamalar, zorunlu karşılıklar, ulusal para borçlanmasına yönelik sınırlamalar ve finansal kurumlara konulan ek vergiler) dikkate alınmış, uygulanan aracın kodlanması uygulanmaya başlandığı tarihten uygulamanın sona erdiği tarih dikkate alınarak yapılmıştır.

Çalışma endeks değerlerinin 2013 yılında sona ermesinden dolayı 2000-2013 yıllarını kapsamaktadır. Çalışmada yer alan ülkelerin makro ihtiyati politika endeks değerleri Ek-3'te belirtilmiştir. Çalışmada dinamik panel veri yöntemlerinden GMM kullanılmış, veriler BIS, IMF ve Dünya Bankası'nın resmi sitelerinden elde edilmiştir.

Analizler öncelikle ülkelerin tamamı için yapılmış, ardından literatürde de belirtildiği gibi yükselen piyasa ekonomilerinin makro ihtiyati politikaları daha yoğun kullanması nedeniyle ülkeler IMF'in sınıflandırmasına göre yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmiş ülkeler olarak ayrıldıktan sonra analizler iki ülke grubu için ayrı ayrı tekrarlanmıştır.

Bu kapsamda çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımları ve hangi kaynaklardan elde edildikleri Tablo 3.1'de sunulmaktadır.

Tablo 3.1. Veri ve Değişkenlerin Tanımlanması

Değişken	Değişkenin Kısaltması	Değişkenin Tanımı	Elde Edildiği Kaynak
Toplam Kredi Hacmindeki Artış (%)	CREDIT	Yıllık reel kredi büyümesi (%)	BIS ve IMF
Hanehalkı Kredileri Hacmindeki Artış (%)	HCREDIT	Hanehalkı kredilerinin yıllık reel büyümesi (%)	BIS ve IMF
Reel Sektör Kredileri Hacmindeki Artış (%)	CCREDIT	Reel sektör kredilerinin yıllık reel büyümesi (%)	BIS ve IMF
Makro İhtiyati Politika Endeksi	MPI	IMF tarafından ülke otoritelerine yapılan anket sonucu oluşturulan endeks	Cerutti ve diğ. (2015)
GSYH Büyüme Oranı (%)	GDPG	Yıllık Reel Büyüme Oranı (%)	Dünya Bankası (WDI)
Politika Faiz Oranı (%)	PR	Merkez bankasının uyguladığı para politikası faiz oranı (%)	IMF, International Financial Statistics (IFS)
Kukla Değişken	DUMMY	Ekonomideki daralma yılları için 1, diğer yıllar için 0 değerini alan kukla değişkendir.	

IMF ve BIS'in resmi sitelerinden elde edilen kredi verileri ülkelerin WDI'dan elde edilen enflasyon oranlarıyla deflate edilmiştir. Kredi verilerine ulaşılabilen 49 ülke IMF'in sınıflandırması esas alınmak suretiyle aşağıdaki tabloda belirtilmektedir.

Tablo 3.2. Ülke Sınıflandırması

YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ		GELİŞMİŞ ÜLKELER	
Arjantin	Kolombiya	ABD	İsveç
Birleşik Arap Emirlikleri	Kosova	Almanya	İsviçre
Brezilya	Litvanya	Avustralya	İtalya
Brunei	Macaristan	Avusturya	Japonya
Çin	Malezya	Belçika	Kanada
Dominik Cumhuriyeti	Meksika	Çek Cumhuriyeti	Norveç
Ekvador	Polonya	Finlandiya	Portekiz
ElSalvador	Rusya	Fransa	Singapur
Ermenistan	Şili	Hollanda	
Endonezya	Tayland	Hong Kong	
Fiji	Tımor Leste	İngiltere	
Guyana	Türkiye	İrlanda	
Güney Afrika	Ukrayna	İspanya	
Hindistan			

3.3. BULGULAR

Gelişmiş ülkelerde ve yükselen piyasa ekonomilerinde 2000-2013 döneminde uygulanan makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi üzerindeki etkileri GMM yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Çalışmada konuyla alakalı yapılmış en güncel ve en kapsamlı çalışma olan Cerutti ve diğ., (2015)'i takiben, ekonomik büyüme açısından daralma yaşanan yıllara 1, diğer yıllara 0 değerini alan bir kukla değişken kullanılmıştır.

Tablo 3.3. Tanımlayıcı İstatistikler

TÜM ÜLKELER					
Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Min	Max
CREDIT	612	13.59402	31.03602	-68.59228	546.9983
PR	646	6.315278	9.519097	.01	183.2
GDPG	671	3.327042	3.886432	-14.81416	26.97392
MPI	672	1.78869	1.731618	0	8
DUMMY	672	.1190476	.3240858	0	1
YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ					
Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Min	Max
CREDIT	319	18.44876	40.40038	-68.59228	546.9983
PR	368	9.562876	11.54083	.25	183.2
GDPG	391	4.291566	4.273079	-14.81416	26.97392
MPI	392	2.048469	1.931088	0	8
DUMMY	392	.0969388	.2962525	0	1
GELİŞMİŞ ÜLKELER					
Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Min	Max
CREDIT	294	8.3039	13.55026	-27.83917	51.07607
PR	292	2.231443	1.735184	.01	9
GDPG	294	2.019287	2.758841	-8.269036	15.24038
MPI	294	1.404762	1.296929	0	5
DUMMY	294	.1530612	.3606604	0	1

Tablo 3.3'te değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler görülmektedir. Tüm ülkelerin ele alındığı grupta, kredi artış oranı ve GSYH büyüme oranı sırasıyla yaklaşık olarak %13.5 ve %3.3 olarak gerçekleşmiştir. Bu ülke grubunda politika faiz oranları %6.3'tür. Makro ihtiyati politika endeksi değişkeninin ortalaması ise yaklaşık olarak 1.79'dur. Yükselen piyasa ekonomileri grubuna bakıldığında kredi artış oranı ile GSYH büyüme oranı değerlerinin sırasıyla yaklaşık olarak %18.4 ve %4.3 şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. Makro ihtiyati politika endeksi değişkeninin ortalaması ise 2.04'tür.

Gelişmiş ülkelerde gerek kredi artış (8.3) gerekse GSYH büyüme oranlarının ortalaması (2.01), hem ülkelerin tümünün ele alındığı grupta hem de yükselen piyasa ekonomileri grubundaki ortalamaların altında kalmıştır. Büyüme oranının yükselen piyasa ekonomilerinde yüksek gerçekleşmesi iktisadi beklentiler ile uyumludur. Nitekim gelişmiş ülkelerde büyüme oranları çok yüksek değildir.

Diğer taraftan, kredi artış oranı ve büyüme oranlarındaki duruma benzer bir şekilde gelişmiş ülkelerde makro ihtiyati politika endeksi ortalaması da diğer ülke gruplarının altında yer almış ve makro ihtiyati politika endeksi değişkeninin en yüksek değeri yükselen piyasa ekonomilerinde 8, gelişmiş ülkelerde ise 5 olarak gerçekleşmiştir. Yine bu durum da literatürle doğrulanan ve beklenen bir durumdur. Çünkü gelişmiş ülkelere göre yükselen piyasa ekonomileri makro ihtiyati politikalara daha sık başvurmaktadır.

Tanımlayıcı istatistikler ile ilgili dikkat çeken bir diğer önemli nokta politika faiz oranlarıdır. Tabloda yer alan politika faiz oranının minimum ve maksimum değerleri ülke grupları için dikkatle incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde politika faiz oranının maksimum değerinin %9 iken, yükselen piyasa ekonomilerinde politika faiz oranının aldığı maksimum değer %183 olduğu görülmektedir. Ayrıca ise gelişmiş ülkelerde politika faiz oranı ortalaması yükselen piyasa ekonomilerindeki ortalamanın yaklaşık 6.3 puan altında olması dikkat çekmektedir.

Tablo 3.4. Pairwise Korelasyonları

TÜM ÜLKELER					
Değişkenler	CREDIT	PR	GDPG	MPI	DUMMY
CREDIT	1.0000				
PR	0.1146*	1.0000			
GDPG	0.1802*	0.1166*	1.0000		
MPI	-0.0290	0.0343	0.1190*	1.0000	
DUMMY	-0.0926*	-0.0241	-0.6057*	-0.0560	1.0000
YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ					
Değişkenler	CREDIT	PR	GDPG	MPI	DUMMY
CREDIT	1.0000				
PR	0.0550	1.0000			
GDPG	0.1369*	-0.0305	1.0000		
MPI	-0.0780	-0.0377	0.0797	1.0000	
DUMMY	-0.0612	0.0684	-0.6163*	-0.0708	1.0000
GELİŞMİŞ ÜLKELER					
Değişkenler	CREDIT	PR	GDPG	MPI	DUMMY
CREDIT	1.0000				
PR	0.1863*	1.0000			
GDPG	0.1778*	0.3292*	1.0000		
MPI	-0.0251	-0.2458*	0.0368	1.0000	
DUMMY	-0.1707*	-0.3331*	-0.6810*	-0.0016	1.0000

* %5 hata payı ile katsayı anlamlıdır.

Değişkenler arasındaki Pairwise korelasyonlarının sunulduğu Tablo 3.4'ten de izlenebileceği gibi, tüm ülkeler grubunda kredi artış oranı ile politika faiz oranı, GSYH büyüme oranı ve kukla değişken arasında anlamlı ilişkiler vardır. İktisadi olarak kredi artış oranı ile politika faiz oranı arasında negatif bir ilişki beklenirken, buradaki ilişki pozitif çıkmıştır. Buna karşılık GSYH büyüme oranı ile kukla değişkenin işaretlerinin beklentiler doğrultusunda olduğu söylenebilir.

Analizlerde ikinci ülke grubu olarak yer alan yükselen piyasa ekonomilerinde sadece kredi artış oranı ile GSYH büyüme oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Üçüncü ülke grubu olan gelişmiş ülkeler grubunda ise kredi artış oranı açısından tüm ülkeler grubunda elde edilen sonuçlara benzer sonuçların elde edildiği ifade edilebilir. Makro ihtiyati politikalar değişkeni ile kredi artış oranı arasında her üç ülke grubunda da ilişki tespit edilememişken, tüm ülkelerde makro ihtiyati politikalar ile GSYH büyüme oranı arasında pozitif ve anlamlı, gelişmiş ülkeler grubunda da politika faiz oranı ile negatif ve anlamlı ilişkiler elde edilmiştir. Genel anlamda değişkenler arasında çok yüksek korelasyonlar (sadece GSYH büyüme oranı ile kukla değişken arasında nispeten yüksek bir korelasyon gözükmemektedir ki bu durum kukla değişkenin

büyüme oranına göre belirlenmesinden kaynaklanmaktadır) yoktur. Değişkenler arasında çok yüksek korelasyonların olmaması çoklu doğrusal bağlantı probleminin ortaya çıkma olasılığını da zayıflatmaktadır.

Tablo 3.5. GMM Tahmininin Sonuçları (Bağımlı Değişken CREDITG)^a

Değişkenler/Ülke Grupları	Tüm Ülkeler	Yükselen Piyasa Ekonomileri	Gelişmiş Ülkeler
CREDITG _{it-1}	.124*** (.047)	.156* (.0857)	0.114 (-0.161)
PR _{it-1}	-.786* (.451)	-1.492*** (.3601)	3.336*** (-0.86)
GDPG _{it-1}	1.547*** (.538)	1.472** (.678)	1.267* (-0.676)
MPI _{it-1}	-8.386*** (2.306)	-6.634* (3.615)	-2.074 (-9.256)
DUMMY _{it-1}	4.026 (3.242)	7.672 (6.242)	5.682 (-5.537)
AR(1) ^b	-3.6815***	-2.6288***	-1.6292
AR(2)	-1.5983	-.20145	-1.6271
SarganTesti ^c	$\chi^2(79)=45.11376$	$\chi^2(85)=19.43829$	$\chi^2(77)=19.987$
Wald Testi	$\chi^2(5)=34.3***$	$\chi^2(5)=144.83***$	$\chi^2(5)=67.6***$
Gözlem Sayısı	467	236	250
Ülke Sayısı	46	25	21

^a: Parantez içerisindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir. Modellerde iki aşamalı tahminler kullanılmıştır.

^b: H_0 : Otokorelasyon yoktur. ^c: H_0 : Aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir.

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Tablo 3.5'de makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi üzerindeki etkilerine yönelik yapılan GMM tahmininin sonuçları görülmektedir. Çalışmada makro ihtiyati politikaların etkinliği, öncelikle tüm ülkeler için analiz edilmeye çalışılmıştır. Ardından literatürde bahsedildiği üzere yükselen piyasa ekonomilerinde makro ihtiyati politikaların hem daha sık kullanıldığı, hem de daha etkin olduğu yönündeki bulgulardan yola çıkılarak ülkeler IMF'in sınıflandırmasına göre yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmiş ülkeler olmak üzere iki gruba ayrılmış ve analizler iki ülke grubu için ayrı ayrı tekrarlanmıştır. Böylece her iki ülke grubunun karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi de sağlanmıştır. Bu amaçla öncelikle, 21 gelişmiş ülke ve 28 yükselen piyasa ekonomisinden oluşan 49 ülkenin tamamı için tahminler yapılmıştır. Bu tahminlerden elde edilen sonuçlar tablonun ilk sütununda yer almaktadır.

Analiz sonuçlarına göre; kredi büyümesi, faiz oranları, GSYH büyüme oranı ve makro ihtiyati politikalar endeksi anlamlıdır ve işaretleri iktisadi beklentiler ile

uyumludur. Buna göre, faiz oranları ve makro ihtiyati politika endeksinde meydana gelen artışlar kredi büyümesi üzerinde negatif, GSYH büyüme oranı ve kredi büyümesinin kendi gecikmesi ise kredi büyümesi üzerinde pozitif etkilidir. Diğer taraftan tüm ülkeler için MPI endeksi değişkeninin katsayısı yaklaşık olarak -8.4 olarak tahmin edilmiştir.

Tahmin sonuçlarının güvenilir olup-olmadığını test etmek üzere tanı testleri yapılmıştır. Öncelikle bu tahminde otokorelasyon olup-olmadığı araştırılmış, birinci mertebeden (AR(1)) otokorelasyona rastlanırken, ikinci mertebeden (AR(2)) otokorelasyon problemi olmadığı görülmüştür. Diğer taraftan kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup-olmadığını test etmek üzere Sargan testi uygulanmış, test istatistik değerine (45.1) göre modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli, bir başka ifadeyle aşırı tanımlama kısıtlamalarının uygun olduğu anlaşılmıştır. Katsayıların sıfır olduğu boş hipotezi altında çalışan Wald test istatistiği ise ikinci modelde katsayıların sıfırdan farklı olduğunu ve genel anlamda modelin geçerli olduğunu göstermiştir.

Yükselen piyasa ekonomilerine yönelik yapılan tahminlerden elde edilen bulgular, tüm ülkelerden elde edilen bulgular ile paralellik arz etmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinde MPI endeksi değişkeninin katsayısı negatif ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu modelde, kredi büyümesi üzerinde en fazla etkiyi gösteren değişken yaklaşık olarak -6.63 değeri ile MPI olurken, bu değişkeni yaklaşık 1.49 değeri ile politika faiz oranı değişkeni izlemiştir. Modele bakıldığında, kredi büyümesinin bir dönem gecikmesinin de anlamlı olduğu tespit edilebilmektedir.

Buna göre yükselen piyasa ekonomilerinde uygulanan makro ihtiyati politikalar arttıkça kredi büyümesi azalmakta iken, bu ülkelerdeki gelir düzeyi arttıkça krediler artmaktadır. Bu model için yapılan tanı testleri modelde ikinci mertebeden otokorelasyon olmadığını, kullanılan araç değişkenlerin geçerli ve katsayıların sıfırdan farklı olduğunu ortaya koymuştur.

Gelişmiş ülkeler grubunda hem makro ihtiyati politikalar değişkeni anlamsız bulunmuş, hem de politika faiz oranının işareti beklentiler doğrultusunda çıkmamıştır. Gelişmiş ülkeler açısından alternatif modeller de kurulmuş, ancak istatistiksel olarak anlamlı ve güvenilir sonuçlar elde edilememiştir.

Modeller bir bütün olarak değerlendirildiğinde, gelişmiş ülkeler için anlamlı sonuçlar üretilmediği, buna karşılık yükselen piyasa ekonomileri ve her iki ülke toplamında beklenen sonuçlara ulaşıldığı söylenebilir. Buna göre makro ihtiyati politika endeksi ve politika faiz oranları arttıkça kredi büyümesi azalmakta iken, ekonomik büyüme arttıkça da kredi büyümesi artmaktadır. Elde edilen sonuçların iktisadi beklentiler ile uyumlu olduğu ve Cerutti ve diğ., (2015)'in bulgularıyla örtüştüğü ifade edilebilir.

Tablo 3.6. GMM Tahmininin Sonuçları (Bağımlı Değişken HCREDITG)^a

Değişkenler/Ülke Grupları	Tüm Ülkeler	Yükselen Piyasa Ekonomileri	Gelişmiş Ülkeler
HCREDITG _{it-1}	.143* (0.0766)	0.251* (0.136)	0.122 (0.140)
PR _{it-1}	-0.969*** (0.234)	-0.942 (0.694)	0.943 (3.393)
GDPG _{it-1}	-0.469 (1.054)	-2.498 (3.005)	-1.059 (1.008)
MPI _{it-1}	-13.02*** (2.207)	-11.77 (16.87)	-3.984 (11.94)
DUMMY _{it-1}	-9.624* (5.859)	-26.24 (29.76)	-10.49 (6.884)
AR(1) ^b	-2.7512***	-1.8599*	-2.3603**
AR(2)	.43397	-.76212	-1.4177
SarganTesti ^c	$\chi^2(76)=32.4365$	$\chi^2(76)=9.1084$	$\chi^2(77)=20.3162$
Wald Testi	$\chi^2(5)=85.07**$	$\chi^2(5)=13.73**$	$\chi^2(5)=45.25**$
Gözlem Sayısı	365	130	247
Ülke Sayısı	33	13	21

^a: Parantez içerisindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir. Modellerde iki aşamalı tahminler kullanılmıştır.

^b: H₀: Otokorelasyon yoktur. ^c: H₀: Aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Makro ihtiyati politikaların hanehalkı kredileri üzerindeki etkisini test eden tahmincinin sonuçları Tablo 3.6'da sunulmaktadır. Buna göre tüm ülkeler grubunda GSYH büyüme oranı değişkeni dışındaki değişkenlerin tamamı iktisadi beklentilerle uyumlu ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani MPI endeksi ve faiz oranları arttıkça kredi büyümesi azalmaktadır. Burada dikkati çeken nokta özellikle incelediğimiz MPI endeksi değişkeninin katsayısının oldukça yüksek (-13.02) olmasıdır. Buna göre tüm ülkelerin oluşturduğu grupta uygulanan makro ihtiyati politikalardan hanehalkları daha fazla etkilenmiştir. Diğer taraftan tüm ülkelere ait tahmin sonuçları tanı testleri açısından değerlendirildiğinde, modelin genel olarak anlamlı olduğu, otokorelasyon probleminin gözükmediği ve araç değişkenlerin geçerli olduğu ifade edilebilir.

Analiz tüm ülkeler için tamamlandıktan sonra ülkeleri gelir düzeylerine göre sınıflandırarak yapılan analizlerde ise hem yükselen piyasa ekonomilerinde hem de gelişmiş ülkelerde MPI endeksinin katsayıları iktisadi beklentilerle aynı yönde, yani negatif bulunmuş, ancak istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

Tablo 3.7. GMM Tahmininin Sonuçları (Bağımlı Değişken CCREDITG)^a

Modeller	(1)	(2)	(3)
Değişkenler/Ülke Grupları	Tüm Ülkeler	Yükselen Piyasa Ekonomileri	Gelişmiş Ülkeler
CCREDITG _{it-1}	0.00806 (0.0368)	-0.00151 (0.0252)	-1.13498 (2.2362)
PR _{it-1}	-0.182 (0.185)	-0.164 (0.115)	3.9107 (2.9774)
GDPG _{it-1}	0.354 (0.616)	1.082* (0.568)	-1.1096 (1.17273)
MPI _{it-1}	-5.755* (2.974)	-5.008*** (1.782)	-1.02674 (3.08157)
DUMMY _{it-1}	-3.325 (4.507)	8.761 (6.570)	-3.80781 (5.34502)
AR(1) ^b	-3.2703***	-2.1672***	-1.9427*
AR(2)	-1.2523	-.1525	-1.5249
SarganTesti ^c	$\chi^2(77)=33.527$	$\chi^2(77)=87.152$	$\chi^2(77)=20.3162$
Wald Testi	$\chi^2(5)=22.33***$	$\chi^2(5)=13.56*$	$\chi^2(5)=36.72**$
Gözlem Sayısı	370	135	228
Ülke Sayısı	34	14	21

^a: Parantez içerisindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir.

^b: H₀: Otokorelasyon yoktur. ^c: H₀: Aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Reel sektöre verilen kredilerdeki büyüme oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modellerin tahmin sonuçlarının yer aldığı Tablo 3.7'den de görülebileceği gibi, MPI endeksi değişkeni hem tüm ülkeler hem de yükselen piyasa ekonomileri grubunda iktisadi beklentilerle uyumlu ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yükselen piyasa ekonomilerinde MPI endeksi değişkeninin yanı sıra, GDPG değişkeninin de anlamlı olduğu görülmektedir. Yani makro ihtiyati politika endeksi arttıkça kredi büyümesi azalmakta, gelir arttıkça kredi büyümesi de artmaktadır. Buna karşın gelişmiş ülkeler grubuna ait anlamlı sonuçlar üretilmemiştir. Gerek yükselen piyasa ekonomileri gerekse de tüm ülkeler grubuna ait sonuçlar tanı testleri bakımından ele alındığında, tahminlerde otokorelasyon olmadığı, araç değişkenlerin geçerli olduğu ve genel anlamda sonuçların güvenilir olduğu söylenebilir.

Analizlerle ilgili genel bir değerlendirme yapıldığında makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümesi üzerinde yükselen piyasa ekonomilerinde daha etkin olduğunu söylemek doğru olacaktır. Gelişmiş ülkeler için ise anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır. Bu durum bir kaç noktayla açıklanabilir. Bunlardan ilki, yükselen piyasa ekonomilerinin makro ihtiyati politika araçlarını daha çok tecrübe etmiş olmasıdır. Zaten literatür incelendiğinde yapılan ekonometrik çalışmalarda yükselen piyasa ekonomilerinde makro ihtiyati politikaların daha etkin olduğu sonucuna ulaşıldığı görülecektir. İkincisi gelişmiş ülkelerin riskten kaçınmak için daha çeşitli araçların mevcut olduğu daha karmaşık finansal sistemlere sahip olmaları makro ihtiyati politikaların etkin olmasını zorlaştırmaktadır. Ayrıca, Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015)'de belirtildiği üzere gelişmiş ülkelerin makro ihtiyati politikaları daha ziyade konut piyasasına yönelik uygulaması da bu durumun bir nedeni olabilir.

Burada belirtilmesi gereken bir diğer unsur da sonuçlar yorumlanırken politika faiz oranlarına dikkatle yaklaşmanın gereğidir. Çünkü, politika faiz oranının bir ülkenin para politikası duruşunun izlenebileceği tek ve yeterli bir gösterge olmadığı literatürde tartışılan bir konudur. Özellikle son yıllarda gelişmiş ülkelerde uygulanan geleneksel olmayan parasal önlemler nedeniyle bu durum daha da açık hale gelmiştir (Cerutti ve diğ., 2015: 10).

SONUÇ ve ÖNERİLER

Birçoğu askeri harcamaları finanse etmek amaçlı kurulan merkez bankalarının 20. yy'a kadar temel fonksiyonu emisyon hacmini düzenlemekle sınırlı kalmıştır. Günümüzde ise merkez bankaları para basma yetkisine sahip olan, emisyon ve kredi hacmini kontrol edebilen ve piyasadaki diğer bankalara kredi veren son kurum olarak ekonomide önemli bir unsurdur. Para politikasının konjonktür dalgalanmalarını ve ekonomik istikrarı yönetmekte ki öneminin daha da anlaşılmasıyla merkez bankalarına verilen önem giderek artmıştır.

Özellikle 1980 sonrasında ortaya çıkan, teknolojik gelişmelerle beraber daha da hız kazanan ve halen devam eden finansal küreselleşme merkez bankaları ve para politikalarının daha sık tartışılmasına neden olmuştur. Küreselleşmeyle beraber çok çeşitli finansal araçlar ortaya çıkmış, finansal piyasaların karmaşıklığı giderek artmış, aynı zamanda ekonomik aktörlerin ihtiyaç halinde finansal kaynaklara ulaşmaları da kolaylaşmıştır. Ancak yaşanan bu gelişmeler aynı zamanda finansal piyasalardaki istikrarsızlıkları da arttırmıştır. Finansal piyasaların karmaşıklaşması ve finansal istikrarsızlıkların artması merkez bankalarının piyasaları daha hızlı bir şekilde ve daha sık takip etmesini gerekli kılmıştır.

Bu süreçte para politikası hakkında uzlaşılan konulardan en önemlisi merkez bankalarının kısa dönemde birden fazla hedefe yönelmelerinin yerine uzun dönemde tek bir hedefi gerçekleştirmeye çalışmalarınıdır. Bu düşünceyle beraber 1990'lı yıllarda görülen yüksek enflasyon oranları ve art arda yaşanan finansal krizler merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefi üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur. Fiyat istikrarı sağlandığında ekonomide istikrarın sağlanacağı düşüncesi bir çok merkez bankasına hakim olmuştur. Makul düzeyde ve istikrarlı bir enflasyon oranı gerçekleştiğinde yatırımcıların önlerini daha iyi görebileceğine inanılmış, bu sayede kaynakların da daha etkin kullanılabileceği düşünülmüştü. Bu nedenle merkez bankacılığı açısından finansal istikrar uzunca bir süre fiyat istikrarının gölgesinde kalmıştır. Ancak 2008 yılında yaşanan krizle beraber merkez bankalarının uyguladıkları politikalar, merkez bankasının elinde bulunan araçlar ve bu araçların uygulanma süreçleri ciddi şekilde tartışılır hale gelmiştir.

1929 Ekonomik Buhranı'ndan sonra yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilen son küresel krizin kökeninde gayrimenkul ve kredi balonları yatmaktadır. Krizden önce, ilk zamanlar yüksek kaliteli müşterilere verilen mortgage kredileri FED'in uyguladığı düşük faiz politikası neticesinde zamanla düşük kaliteli müşterilere de verilmeye başlanmış, neticede ABD mortgage piyasası dünyanın en büyük piyasası haline gelmişti. Ancak 2005 yılı başlarında enflasyon korkusuyla faizlerin peş peşe arttırılması ve bu duruma ek olarak konut fiyatlarının düşmesi kredilerin geri dönüşünde sıkıntılar yaşanmasına neden olmuştur. Fiyat istikrarının sağlandığı ve enflasyon oranlarının makul bir düzeyde ve istikrarlı olduğu bir dönemde konut piyasalarında yaşanan sıkıntılarla baş gösteren bu kriz, merkez bankalarının uyguladığı politikaların temelinin sarsılmasına neden olmuştur.

Kriz sonrasında bir çok merkez bankası fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrar hedefini de eklemiş ve bu yönde alternatif politikalar uygulamaya başlamıştır. Özellikle krize kadar uygulanan politikaların kriz sürecini yönetmede yetersiz kalması merkez bankalarını geleneksel olmayan para politikalarına yöneltmiştir. Finansal piyasalarda finansal istikrarı tehdit edebilecek kırılganlık ve zayıflıkların tespit edilmesi açısından erken uyarı sistemlerinin faaliyete geçirilmesi ve finansal piyasalara mikro açıdan değil, makro açıdan yaklaşan gerekli düzenlemelerin yeniden yapılması da kriz sonrasında bir çok çalışmanın konusu olmuştur.

Makro ihtiyati politikalar finansal piyasaları makro açıdan değerlendirip, piyasadaki sistemik riskleri azaltmayı hedefleyen ve kriz sonrası süreçte dikkatleri çeken bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. LTV, DTI, zorunlu karşılıklar, kredi büyümesine yönelik sınırlamalar gibi araçlarla uygulanan makro ihtiyati politikalar, sistemik riski önlemeyi, eğer önleyemiyorsa en azından azaltmak suretiyle finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olmayı hedeflemektedir. Ancak makro ihtiyati politikaların etkinliğini belirlemek oldukça zor bir iştir. Uygulanan ekonomi politikalarıyla iç içe geçmiş olması, politikaların birbirini etkileme olasılığını da arttırmaktadır. Bu nedenle makro ihtiyati politikaların uygulanma sürecinde program oluşturulurken ülke şartlarının göz önünde bulundurulması ve diğer politikalarla koordinasyonun sağlanması önemli hale gelmektedir.

Bu açıdan makro ihtiyati politikalar hakkında yapılan birçok çalışmada bu görevin merkez bankalarının da aktif olarak faaliyette bulunduğu, birden fazla kurum tarafından paylaşılmasını dile getirmektedir. Zaten makro ihtiyati politikalara başvuran birçok ülkede bu sorumluluğun merkez bankası, maliye bakanlığı veya finansal düzenleyici başka kurumlar arasında paylaşıldığı görülmektedir. Uygulanan makro ihtiyati politikaların daha etkin olabilmesi de kurumlar arasındaki bu etkileşimi gerektirmektedir.

Kriz sonrası dönemde özellikle yükselen piyasa ekonomileri kendileri için büyük riskler oluşturan sermaye akımlarına yönelik korunma amaçlı makro ihtiyati politika araçlarını da içeren yeni bazı politikalar uygulamaya koymuşlardır. TCMB'de kriz sürecini yönetmeye çalışırken makro ihtiyati politikalardan yardım almıştır.

TCMB 2001 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan krizden sonra enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişti. 2006 yılına kadar örtük olarak uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi, 2006'dan sonra açık olarak uygulanmaya başlanmıştır. Bu süreçte nihai hedef olarak fiyat istikrarı hedefi belirlenmiş, bu hedefe ulaşmak için de kısa vadeli faiz oranları araç olarak kullanılmıştır. Nitekim küresel krize kadar başarılı bir performans da gösterilmiştir.

Kriz sonrası süreçte Türkiye ekonomisi farklı bir durumla karşılaşmıştır. Yurt içinde talebin hızlı toparlanmasına karşın, dış talebin aynı hızda toparlanamaması iç ve dış talepte önemli bir ayrışma yaşanmasına neden olmuştur. 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı genişleme paketleriyle artan kısa vadeli sermaye akımları, bu ayrışmayı daha belirgin hale getirmiştir. Sermaye girişleri neticesinde Türk Lirasında aşırı değerlenme yaşanmış, aynı zamanda yurt içinde kullanılan krediler de artmıştır. Hızlı kredi büyümeleri hem finansal istikrarı tehdit eden en önemli unsurlar arasında gösterilmekte hem de finansal krizlerin öncü bir göstergesi olarak literatürde karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca kredi büyümesine dış ticaret ve cari açık problemi de eklenmiştir. Türkiye ekonomisinin geçmiş tecrübeleri göz önünde bulundurulduğunda cari açığın kronik bir problem olduğu zaten aşikardır.

Bu gelişmeler neticesinde TCMB makro ihtiyati politika araçlarını da içeren yeni para politikası stratejisini uygulamaya koymuştur. Uygulamaya konan yeni para politikası stratejisine göre TCMB fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da amaç

edinmiş, bu amaçları gerçekleştirebilmek için ise politika faizinin yanında bazı makro ihtiyati politika araçlarını kullanacağını açıklamıştır. Bu araçlar faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimidir. TCMB' nin bu yeni uygulaması BDDK' nin da 2011 yılında kredilere yönelik yaptığı düzenlemelerle daha başarılı hale gelmiştir.

Bu tez çalışmasında finansal istikrarı tehdit eden ve krizlerin öncü göstergesi olarak görülen aşırı kredi büyümelerine yönelik uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliği dinamik panel yöntemlerinden GMM kullanılarak tahmin edilmiştir. Çalışma sırasında ülke sayısı oldukça geniş tutulmaya çalışılmış, ancak veri bulmakta zorlanması ve ülkelerde veri kayıpları olması nedeniyle son olarak 21 gelişmiş ve içinde Türkiye ekonomisini de barındıran 28 yükselen piyasa ekonomisi olmak üzere toplam 49 ülke için analiz yapılmıştır. Makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi üzerindeki etkilerini ölçmek adına yapılan bu çalışmada, IMF tarafından ülke merkez bankalarına yapılan GMPI adlı anket çalışmasının anket sonuçları dikkate alınarak Cerutti ve diğ. (2015) tarafından oluşturulan MPI endeksi kullanılmıştır.

Tahmin edilen modelde hızlı kredi büyümesi bağımlı değişken olarak yer alırken makro ihtiyati politikalar endeks değerleriyle bağımsız değişken olarak yer almaktadır. Milli gelir artışı, politika faiz oranları ve büyüme oranlarının negatif olduğu yıllar için eklenen bir kukla değişken modelde yer alan diğer bağımsız değişkenlerdir. Uygulanan makro ihtiyati politikaların etkilerinin gecikmeli olarak görüleceği düşünüldüğü için modelde değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri kullanılmıştır. Zaten analizde GMM yönteminin seçilme nedenlerinden biri budur. Ayrıca içsellik problemini giderdiği ve ilgili literatürde tercih edilen model olması GMM'in tercih edilmesinin diğer nedenleridir. Modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup-olmadığını test etmek üzere Sargan testi uygulanmış, genel anlamda modelin geçerli olup olmadığını test etmek için ise Wald test istatistiği kullanılmıştır. Ayrıca modeller otokorelasyon testinden de geçmiştir.

Buna göre tahmin edilen ilk model özel sektöre verilen toplam kredilerin bağımlı değişken olduğu modeldir. Tüm ülkelerin yer aldığı ilk ülke grubunda MPI endeksi iktisadi beklentilerle uyumlu bir şekilde negatif ve istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur. Yani MPI endeksi arttıkça kredi büyümesi azalmakta, makro ihtiyati politikalardan beklenen sonuç alınmaktadır. MPI endeksinin yanı sıra politika faiz

oranının katsayısı da iktisadi beklentilerle uyumlu ve istatistiki açıdan anlamlı olup, faiz oranları arttıkça kredi büyümesi azalmaktadır. GDPG ifadesiyle modelde bağımsız değişken olarak yer alan GSYH' daki büyümenin katsayısı ise pozitif ve anlamlı bulunmuş, hasıladaki artışların kredi büyümesini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre katsayısı en yüksek olan değişken MPI endeksi olarak bulunmuş ve kredi büyümesi üzerindeki en büyük etkiyi gösterdiği görülmüştür.

Aynı model yükselen piyasa ekonomileri grubu için tahmin edildiğinde tüm ülkeler grubuna benzer sonuçlar elde edilmiştir. MPI endeksi arttıkça kredi büyümesi azalmakta, hasıladaki artışlar kredi büyümesini arttırmakta ve politika faiz oranı arttıkça kredi büyümesi azalmaktadır. Bu ülke grubunda da yine kredi büyümesi üzerinde MPI endeksi en büyük etkiye sahiptir. Analizler gelişmiş ülke grubu için tekrarlandığında ise MPI endeksinin katsayısı iktisadi beklentiler doğrultusunda negatif bulunmuş, ancak istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

Makro ihtiyati politikaların hanehalkına verilen krediler üzerindeki etkisini tahmin eden ikinci modelde tüm ülkeler grubunda MPI endeksi hem istatistiki hem de iktisadi açıdan anlamlı bulunmuştur. Üstelik katsayısı da oldukça yüksektir. Bu sonuçlara göre tüm ülkeler grubunda uygulanan makro ihtiyati politikalar hanehalkına verilen krediler üzerinde beklenen etkiyi göstermektedir. Analiz ikinci ve üçüncü ülke grubu için tekrarlandığında MPI endeksinin katsayısı her iki ülke grubu içinde iktisadi beklentilerle uyumlu bulunmuş, ancak istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

Uygulamanın son kısmını oluşturan ve reel sektöre verilen kredilerdeki büyümenin bağımlı değişken olduğu son analizlerde tüm ülkeler ve yükselen piyasa ekonomileri gruplarında MPI endeksi değişkeni iktisadi ve istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur. Ancak gelişmiş ülkeler grubunda değişkenin katsayısı iktisadi beklentilerle uyumlu olsa da, istatistiki açıdan anlamlı değildir.

Analizler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, tüm ülkeler grubunda ve yükselen piyasa ekonomileri için beklenen sonuçlara ulaşıldığı söylenebilir. Buna göre makro ihtiyati politika endeksi ve politika faiz oranları arttıkça kredi büyümesi azalmakta iken, ekonomik büyüme arttıkça da kredi büyümesi artmaktadır. Elde edilen sonuçların iktisadi beklentiler ile uyumlu olduğu ve Cerutti ve diğ., (2015)'in bulgularıyla

örtüştüğü ifade edilebilir. Zaten makro ihtiyati politikalarla ilgili literatür incelendiğinde makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümelerine karşı yükselen piyasa ekonomilerinde daha sık uygulandığı ve bu ülkelerde daha başarılı olduğu görülmektedir. Analizler gelişmiş ülkeleri kapsayan üçüncü ülke grubu için tekrarlandığında ise makro ihtiyati politika endeksinin tahmin sonuçları beklendiği gibi negatif bulunmuş, ancak istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Gelişmiş ülkeler de istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilememesinin gelişmiş ülkelerin daha karmaşık finansal piyasalara sahip olmasının ve makro ihtiyati politikaları daha ziyade konut piyasalarına yönelik uygulamalarının etkisinin olduğu düşünülmektedir.

Çalışmanın teori ve uygulama kısımlarından elde edilen veriler doğrultusunda aşağıdaki öneriler yapılabilir:

- Finansal istikrarı tehdit eden asli unsurlardan kredi büyümesine karşı makro ihtiyati politikalar para politikasını destekleyici nitelikte uygulanabilir. Ancak makro ihtiyati politikalar uygulanırken diğer ekonomi politikalarıyla etkileşim içinde olduğu ve uygulanırken ülke koşullarının da göz önünde bulundurulmasının gerekliliği unutulmamalıdır.
- Küresel kriz sonrasında eksiklikleri açıkça ortaya çıkan geleneksel iktisadi görüş ve önermelerin eksik yönlerini kapatmak suretiyle finansal sisteme daha fazla katkıda bulunan ve çözüm önerileri getiren yeni yaklaşımlara ihtiyaç duyulduğu göz ardı edilmemelidir.
- Özellikle 1980 yılından sonra hız kazanan küreselleşmeyle beraber ortaya çıkan deregülasyon sürecinin tersine, piyasaların istikrarsızlıklardan korunmasına yardımcı olacak, bulunduğu ülke koşullarını da dikkate alarak belirlenmiş, güçlü denetleyici ve düzenleyici kurumların oluşturulmasının gerekliliği son küresel krizle daha da iyi anlaşılmıştır.
- Türkiye özelinde ise son krizle beraber finansal istikrarın da para politikası amaçlarına eklenmesi olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Ayrıca özellikle uzun yıllardır para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranlarının yanına eklenen makro ihtiyati politika araçlarıyla alternatif para politikası uygulamalarının zenginleştirilmesi bir diğer olumlu gelişme olarak belirtilebilir.

- Kriz sonrasında her ne kadar makro ihtiyati politikalar uygulanmaya başlasa da halen makro ihtiyati politikaların uygulanma süreciyle ilgili her hangi bir kurumsal düzenleme yapılmamıştır. Daha önceki bölümlerde de vurgulandığı üzere makro ihtiyati politikaların etkinliği kurumlar arası etkileşim ve uyumdan etkilenmektedir. TCMB'nin hızlı kredi büyümesini sınırlamak amaçlı uygulamaya koyduğu politikaların etkinliğinin BDDK'nın da kredilerle ilgili yaptığı düzenlemelerle artması bu duruma en güzel örnektir. Son durumda TCMB finansal istikrarı sağlamak adına makro ihtiyati politikaların uygulanmasında baş aktör olarak yer almaktadır. Ancak bu uygulamalar sırasında merkez bankalarının finansal istikrara fazla müdahil olmaları neticesinde bilançolarının şişmesi ve yaşanabilecek her hangi bir finansal kriz sonrasında ortaya çıkması muhtemel kamu borçlarının merkez bankasının bağımsızlığını tehdit etme olasılığı bu süreçte yaşanabilecek olumsuzluklardandır. Bu nedenle uygulanan politikaların daha başarılı olması açısından bünyesinde merkez bankasının da etkin olduğu, yeni bazı kurumsal düzenlemelerin yapılması önem arz etmektedir.
- Son olarak çalışmada kullanılan modele varlık fiyatları gibi farklı değişkenler eklenerek alternatif modeller türetilmesi mümkündür. Yine farklı bir bakış açısı olarak makro ihtiyati politika araçlarının modelde tek tek incelenmesinin de literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akinci, O. ve Olmstead-Rumsey, J. (2015). "How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation". *Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC*.
- Aktaş, C. (2011). *Finansal İstikrar Analizi Bağlamında Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi*. (Doktora Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Alantar, D. (2008). "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme". *Maliye Finans Yazıları*, 81, 1-10.
- Alawode, A.A. ve Al Sadek, M. (2008). "What is Financial Stability". *Financial Stability Paper Series 1*, Central Bank of Bahrain.
- Allen, W.A. ve Wood, G. (2006). "Defining And Achieving Financial Stability". *Journal of Financial Stability*, 2 (2), 152-172.
- Ataman, E.P. (2009). "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi". *Bankacılar Dergisi*, 68, 85-102.
- Balmumcu, Ö. (2013). "Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları". *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4 (2), 32-55.
- Baltagi, B. (2011). *Econometrics*. Fifth Edition. New York: Springer.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. England: John Wiley&Sons Ltd.
- Bårdsen, G., Lindquist, K.G. ve Tsomocos, D.P. (2006). *Evaluation Of Macroeconomic Models For Financial Stability Analysis*. Oslo: Norges Bank Working Paper.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası". *İktisat İşletme ve Finans*, 26 (302), 9-25.
- Başçı, E. (Haziran 2012). *Finansal ve Makroekonomik İstikrar: Önümüzdeki Zorluklar*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Konferansı Açılış Konuşması, İstanbul.
- BDDK (2008). *ABD Mortgage Krizi*, (3) Ağustos Çalışma Tebliği, Ankara.
- BDDK (2013). *Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü*, Haziran raporu.

- Behr, A. (2003). "A Comprasion of Dynamic Panel Data Estimator: Monte Carlo Evidence on an Application to the Investment Function". *DiscussionPaper 05/03*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank. Almanya.
- Beşe, E. (2007). *Finansal Sistem Stres Testi Uygulamaları ve Türkiye Örneği*. TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Eylül.
- Binici, M. ve Köksal, B. (2012). *Türkiye’de Aşırı Kredi Genişlemeleri*. (2012-15), Ankara: TCMB Ekonomi Notları.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. ve Ünalnış, D. (2013). "Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?". *TCMB Ekonomi Notları*, 20 (19), 11-20.
- Blanchard, O.J., Dell'ariccia, G. ve Mauro, P. (2013). *Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*. International Monetary Fund.
- Blanchard, O., Dell’ariccia, G. ve Mauro, P. (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy". *Journal Of Money, Credit And Banking*, 42 (1), 199-215.
- Borio, C.E.V. (2011). *Central Banking Post-Crisis: What Compass For Uncharted Waters?* (353), Basel: BİS Working Paper Series.
- Borio, C.E.V. ve Drehmann, M. (2009). *Towards An Operational Framework For Financial Stability:'Fuzzy'measurement And İts Consequences*. (284), Basel: BİS Working Paper Series.
- Borio, C.E.V. ve Lowe, P.W. (2002). *Asset Prices, Financial And Monetary Stability: Exploring The Nexus*. (114), Basel: BIS Working Paper Series.
- Borio, C.E.V. (2011). "Implementing A Macroprudential Framework: Blending Boldness And Realism". *Capitalism and Society*, 6 (1). DOI: 10.2202/1932-0213.1083.
- Borio, Claudio (2014). *Macroprudential Frameworks: (Too) Great Expectations. Macroprudentialism. Voxeu eBook, London: CEPR*.
- Camacho, C.M. ve Nieto, J.A.R. (2009). Finansal Sermayenin Küreselleşmesi: 1997–2008. *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, (Çev.: T. Öncel), İstanbul: Yordam Kitapevi.

- Canuto, O. ve Cavallari, M. (2013). *Monetary Policy and Macprudential Regulation: Whither Emerging Markets*. (6310), Washington: World Bank Policy Research Working Paper.
- Cecchetti, S. G., Lamfalussy, A., Caruana, J., Carney, M. J., Crockett, A., Papademos, L. ve Subbarao, D. (2010), "Panel Discussion Comment, The Future of Central Banking Under Post Crisis Mandates", 9. BIS Annual Conference, BIS Papers, No:55.
- Caruana, J. ve Cohen, B.H. (2014). "Five Questions And Six Answers About Macroprudential Policy". *Banque De France, Financial Stability Review*, 18, 15-23.
- Cecchetti, S. G., Lamfalussy, A., Caruana, J., Carney, M. J., Crockett, A., Papademos, L., ve Subbarao, D. (2011). *The Future Of Central Banking Under Post-Crisis Mandates*. (55), Basel: BIS Working Paper Series.
- Cerutti, E., Claessens, S. ve Laeven, L. (2015). "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence". *Journal of Financial Stability*. doi:10.1016/j.jfs.2015.10.004
- Cihak, M. (2006). Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports. In: *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, DC, October, 23-27*.
- Cingano, F. (2014). "Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth", OECD Social Employment and Migration Working Papers no. 163. http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/social-issues-migration-health/trends-in-income-inequality-and-its-impact-on-economic-growth_5jxrjncwxv6j-en#page2
- Claessens, S. (2014). *An Overview Of Macroprudential Policy Tools*. (WP/14/214) Washington, DC: International Monetary Fund.
- Claessens, S., Ghosh, S.R. ve Mihet, R. (2013). "Macro-Prudential Policies To Mitigate Financial System Vulnerabilities". *Journal Of International Money And Finance*, 39, 153-185.

- Claessens, S. ve Valencia, F. (2013). *The Interaction Between Monetary And Macroprudential Policies*. (14), *Voxeu. Org*, http://voxeu.org/article/interaction-between-monetary-and-macroprudential-policies?quicktabs_tabbed_recent_articles_block=1
- Clark, A. ve Large, A. (2011). *Macroprudential Policy: Addressing The Things We Don't Know*. Washington, DC: Group Of Thirty.
- Coşkun, M.N. ve Sevgi, N.H. (2012). "Para Politikası Makro-İhtiyati Politikalar ve Kredi Genişlemesi İlişkisi". UEK-TEK, İzmir.
- Crockett, A. (2004). "Progress Towards Greater International Financial Stability". *The IMF And Its Critics: Reform Of Global Financial Architecture*, 5, 36.
- Crockett, A. (1997). "The Theory and Practice of Financial Stability". *Essays in International Finance*. 203, 60.
- Çelik, A.V., Evrensel, A., Beril, E., Yücel, D., Uzun, E., İlhan, N., Akıncı, Ö. ve Gormez, Y. (2006). *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Darıcı, Burak. (2012). "Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi". *Bankacılar Dergisi*, 83, 34-66.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. ve Tong, H. (2014). "Policies for Macrofinancial Stability: Dealing With Credit Booms And Busts". *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. Washington, DC: International Monetary Fund, 325-364.
- Doğru, B. (2012). *Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Örneği*. (Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğru, B., Çelik, O. ve Doğan, K.C. (2012). "Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Merkez Bankası Macroprudential Politika Çerçevesi". 16. Finans Sempozyumu, Erzurum.

- ECB. (2016). *The Role of Central Banks in Prudential Supervision, 2001*
http://www.ecb.int/pub/pdf/other/prudentialsupcbrole_en.pdf
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, (3.Basım),
 İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2004). *Ekonomi Politikası*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Erçel, G. (1996). "Merkez Bankalarının Bağımsızlığı". *Uzman Gözüyle Bankacılık*, 15.
- Ersel, H. (2012). "Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma
 Tasarlanabilir?". *Iktisat Isletme ve Finans*, 27 (315), 37-49.
- Evans, C.L. (2013). "Financial Stability and Monetary Policy: Multiple Goals, Multiple
 Tools". *Financial Management Association Annual Meeting Luncheon*,
 Chicago.
- Fendoğlu, M.C. (2015). "Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyati Araçların Etkisi:
 Türkiye ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı". *International
 Congress on Economics II* (EYC2015), Ankara.
- Fischer, S. (2016). "Price Stability, Financial Systems and the Role of the Central
 Bank". <http://www.petersoninstitute.org/fischer/pdf/Fischer152.pdf>
- Frait, J. ve Komárková, Z. (2012). *Research and Policy Notes 3*. Czech National Bank.
http://invenio.nusl.cz/record/152720/files/nusl-152720_1.pdf
- Fullwiler, S. ve Wray, L. R. (2011). *It's Time to Rein in the Fed*. (117) Public Policy
 Brief//Jerome Levy Economics Institute Of Bard College.
- Gadanecz, B. ve Jayaram, K. (2008). "Measures Of Financial Stability–A
 Review". *Irving Fisher Committee Bulletin*, 31: 365-383.
- Galati, G. ve Moessner, R. (2013). "Macroprudential Policy–A Literature
 Review". *Journal of Economic Surveys*, 27.5: 846-878.
- Goodhart, C.A.E. (2011). "The Changing Role of Central Banks". *Financial History
 Review*, 18.02: 135-154.
- Greene, W.H. (2003). *Econometric Analysis*. Pearson Education India,.

- Gürel, E., Gürel, E., Bulgurcu, B. ve Demir, N. (2012). "Basel III Kriterleri". *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi*, 1.3-4.
- Handa, J. (2000). *Monetary Economics*, London: Routledge.
- Hanson, S.G., Kashyap, A.K. ve Stein, J.C.A. (2011). "Macroprudential Approach To Financial Regulation". *The Journal of Economic Perspectives*, 25.1: 3-28.
- Haugland, K. ve Vikøren, B. (2006). "Financial Stability And Monetary Policy-Theory And Practice". *Norges Bank. Economic Bulletin*, 77.1: 24.
- Houben, A., Kakes, J. ve Schinası, G.J. (2004). *Toward A Framework For Safeguarding Financial Stability*. Washington DC: International Monetary Fund.
- <http://www.stata.com/manuals13/xtxtabond.pdf>, Erişim Tarihi: 30.05.2016.
- Igan, D. ve Kang, H. (2011). "Do Loan-To-Value And Debt-To-Income Limits Work? Evidence From Korea". *IMF Working Papers*, 1-34.
- IMF (2013), The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies, Erişim Adresi: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf>
- IMF (2013b), Brasil: Technical Note On Macroprudential Policy Frame Work. Country Report No:13/14.
- Issing, O. (2003). "Monetary And Financial Stability: Is There A Trade-Off?". *BIS Papers*, 18: 16-23.
- İMF, BIS ve FSB. (2011). "Macroprudential Policy Tools And Frameworks". Progress Report To The G-20 Basel.
- Jordà, Ò., Schularick, M. ve Taylor, A.M. (2011). "Financial Crises, Credit Booms, And External İmbalances: 140 Years of Lessons". *IMF Economic Review*, 59.2: 340-378.
- Kara, H. (2012). "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası". *İktisat İşletme ve Finans*, 27.315: 9-36.
- Kara, H., Küçük, H., Tiryaki, S.T. ve Yüksel, C. (2013). *Türkiye İçin Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?*, Ankara: TCMB.

- Kaufman, G.G., Scott, K.E. (2003). "What is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard Or Contribute To It?". *Independent Review*, 7.3: 371-391.
- Kaya, Z. (2007). *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon İlişkisi*. (Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kuttner, K.N. ve Shim, I. (2013). *Can Non-Interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence From A Panel of 57 Economies*. National Bureau of Economic Research.
- Laker, J. (1999). "Monitoring Financial System Stability". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, 10: 40-46.
- Lım, C. H., Costa, A., Columba, F., Kongsamut, P., Otanı, A., Sayıd, M. ve Wu, X. (2011). *Macroprudential Policy: What Instruments And How To Use Them? Lessons From Country Experiences*. Washington DC: IMF Working Papers, 1-85.
- Makin, A.J. (2010). "How Should Macroeconomic Policy Respond to Foreign Financial Crises?". *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 29.2: 99-108.
- Mendoza, E.G. ve Terrones, M.E. (2012). *An Anatomy of Credit Booms And Their Demise*. National Bureau of Economic Research,.
- Mishkin, F.S. (2000). *Para Teorisi- Politikası*, (Çeviren: Şıklar, İ., Çakmak, A. ve Yavuz, S.), İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mutlutürk, Ş. (2012). "Makro İhtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi". *Bankacılar Dergisi*, 81: 102-120.
- Oktar, S., Tokucu, E. ve Kaya, Z. (2012). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*, İstanbul: Nobel Yayınevi.
- Oktar, S. (1996). *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Oktar, S. ve Yurdabak, K. (2015). "2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları". *Akademik Hassasiyetler*, 2 (4).

- Onaran, Z.A. (1997). "Para Politikası ve Merkez Bankasının Rolü", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 34: 53-60.
- Öçal, T., Çolak, Ö.F., Togay, S. ve Eser, K. (1997). *Para Banka Teori ve Politika*. Ankara: Gazi Kitabevi,.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması* (Uzmanlı Tezi). Ankara: TCMB.
- Özatay, F. (01.09.2015). Finansal İstikrar Komitesi, *Radikal*, http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih_ozatay/finansal_istikrar_komitesi-1053524
- Özatay, F. (2012). "Para Politikasında Yeni Arayışlar.", *Iktisat İşletme ve Finans*, 27.315: 51-75.
- Özatay, F. (2014). *A Note On The New Monetary Policy Of The Central Bank Of Turkey*. The European Debt Crisis: Causes, Consequences, Measures and Remedies, Chapter Seven, 185.
- Padoa-Schioppa, T. (2002). "Central Banks And Financial Stability: Exploring A Land In Between: The Transformation of European Financial System", Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt.
- Siklos, P.L. (2002). *The Changing Face of Central Banking, Evolutionary Trends Since World War II*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Papademos, L. (2010). "Central Bank Mandates and Governance Arrangements". *BIS papers*, 55: 25-39.
- Parasız, İ. (2003). *Para Politikası*. Bursa: Ezgi Yayınevi.
- Park, H.M. (2011). Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step-By-Step Analysis Using Stata. *Public Management & Policy Analysis Program, International University of Japan*.
- Pooran, P.N. (2009). "Macro-Prudential Supervision—A Panacea For The Global Financial Crisis?". *Law and Financial Markets Review*, 534-538.

- Rose, A.K. (2007). *A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting Is Bretton Woods*. Nber Working Paper Series Working Paper 12711 <http://www.nber.org/papers/w12711>.
- Kazgan, G. (2012). "2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.
- Sapir, J. (2008). "Global Finance In Crisis: A Provisional Account of the "Subprime" Crisis and How We Got Into It", *Real-World Economics Review*, 46.
- Schinasi, G.J. (2004). *Defining Financial Stability*. (WP/04/187) Washington DC: IMF Working Paper.
- Schularick, M. ve Taylor, A.M. (2009). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles And Financial Crises, 1870-2008". *The American Economic Review*, 102 (2), 1029-1061.
- Siklos, P.L. (2002). *The Changing Face Of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*. U.K.: Cambridge University Press.
- Sinha, A. (2011). *Macroprudential Policies: Indian Experience*. Speech Delivered At the 11th. India: RBI.
- Summer, M. (2003). "Banking Regulation And Systemic Risk". *Open Economies Review*, 14 (1), 43-70.
- Tadjuddin, A. (October 2003). "The Role Of Central Bank In Maintaining Financial Stability". Shanghai: Financial Annual Forum.
- Tatoğlu, F.Y. (2013). *İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı* (2. Baskı), İstanbul: Beta.
- Tavman, Y. (2015). "A Comparative Analysis of Macroprudential Policies". *Oxford Economic Papers*, 67 (2), 334-355.
- TCMB (2010). *Finansal İstikrar Raporu* (11), Ankara: TCMB.
- TCMB (Mart 2012), *Bülten* (27), Ankara: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/68473844-b17e-4dab-bc1f-802e4fc31c07/Bulten27.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE68473844-b17e-4dab-bc1f-802e4fc31c07>

- TCMB (Mart 2013). *Bülten*. (29) Ankara:
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3274d906-03a0-43b7-9126-1b2b458dfbbf/Bulten29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE3274d906-03a0-43b7-9126-1b2b458dfbbf>
- TCMB (2012). *Para Politikası Raporu*, Ankara: TCMB.
- TCMB (2012). *Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB.
- Tiryaki, G. (2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında)*. (289), İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, G.M. Matbaacılık ve Ticaret A.Ş.
- Tokucu, E. (2001). *Alternatif Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tokucu, E. (2010). "Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine". *Ekonomik Yaklaşım*, 21 (76), 31-54.
- Tong, H., Bakker, B. ve Vandenbussche, J. (2012). *Policies For Macroeconomic Stability: How To Deal With Credit Booms*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Unsal, F. D. (2011). *Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroeconomic Responses*. (11/189), Washington DC: International Monetary Fund.
- Van Den End, J.W. (2006). *Indicator And Boundaries of Financial Stability*. (97), Netherlands: Central Bank Research Department.
- Vinals, J. (2011). *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*. IMF Paper: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>

EKLER

EK 1. Makro İhtiyati Politika Araçları Yapılması ve Yapılmaması Gerekenler

LTV DTI Döviz kredileri tavanı Kredi ve kredi büyümesi için tavan NOP				Vade uyumsuzluğuna ilişkin sınırlamalar Zorunlu Karşılıklar Döngüsel sermaye tamponu Dinamik karşılıklar Kar dağıtımına ilişkin kısıtlamalar				
Nasıl Kullanılacak?								
Tekil	Çoğul	Geniş Tabanlı	Hedeflenmiş	Diğer Politikalarla Koordine Edilmiş	Sabit	Zamana Göre Değişen	Kurallı	Tedbirli
Yapılması ve Yapılmaması Gerekenler								
Risk iyi bir şekilde tanımlanmış- tek bir nedenden kaynaklanmış ise kullanılabilir.	Birden fazla aracın kullanımı veya araçların kullanımında aşırıya kaçılması yüksek maliyetlere neden olabilir.	Riskler yaygın hale gelmiş ve datalara ulaşamıyorsa araçlar kullanılabilir.	Müdahale kapsamını sınıflandırmak gerekiyorsa geniş tabanlı önlemler kullanılarak bu politika tamamlanabilir.	Anlaşmazlıkları çözecek mekanizmalar, hesapverebilirlik ve yönetimle ilgili düzenlemeler yapılmalıdır.	Değişen koşullara göre gerektiğinde parametreler değiştirilebilir.	Uygulamaları yönetim ilkeleri şeffaf, uygulama ise sağlam olmalıdır.	Harekete geçmenin maliyeti yüksek, risk yönetimi ve denetim kapasitesi zayıfsa uygulanmalıdır.	Hızlı gelişen riskler ve derin yapısal değişiklikler söz konusu olduğunda ölçülü şekilde kullanılmalıdır.

Kaynak: Lim ve diğ. 2011: 6.

EK 2. Türkiye'de Uygulanan Makro İhtiyati Politikalar

Kullanılan Politika Aracı	Uygulandığı Tarih	Açıklama
LTV	Ocak 2011	Mortgage kredileri üzerinde % 75 olarak ayarlandı.
DTI		
Sermaye Gereksinimleri	Haziran 2007	Bankalara operasyonel risk açısından ilave sermaye gereksinimi getirildi.
	Ocak 2008	Akreditif ve teminat mektuplarının risk ağırlıkları yükseltildi.
	Mart 2008	Kredi alacaklarının risk ağırlıkları yükseltildi.
	Haziran 2011	Yüksek risk ağırlıkları, hızlı bir şekilde büyüyen tüketici kredileri için vadesi 2 yıldan daha uzun olanlar için yüzde 200 olarak ,vadeleri 1-2 yıl olanlar için yüzde 150 olarak belirlendi.
Karşılık Uygulamaları	Mart 2010-Mart 2011	Sermaye yeterlik oranı % 16 üzerinde olan bankalar için daha düşük karşılık belirlenmiştir.
	Haziran 2011	Tüketici kredilerinin toplam kredilere oranı %20 olan bankalar için %8 veya %4 olarak belirlendi.
Yabancı Para Borçlanmasına Yönelik Sınırlamalar	Haziran 2009	Döviz cinsinden geliri olmayan firmaların borç miktarı 5 milyon dolardan, vadesi de 1 yıldan fazla olması şartıyla yerel bankalardan döviz cinsinden borçlanmasına izin verilmiştir.
Zorunlu Karşılıklar		
Vade Uyumsuzluğuna Yönelik Sınırlamalar		
Açık Pozisyona Yönelik Uygulamalar		
Kar Dağıtımına Yönelik Sınırlamalar	Ekim 2008	Kar dağıtımı yapılmadan önce bankaların BDDK'dan izin alması gereği getirilmiştir.
Vergiler		

EK 3. Çalışmada Yer Alan Ülkelerin Makro İhtiyati Politika Endeks Değerleri

Yükselen Piyasa Ekonomileri														
Ülke	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Arjantin	3	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Birleşik Arap Emir.	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3
Brezilya	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Brunei	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	3	3
Çin	1	1	1	2	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5
Dominik Cumhuriyeti	0	0	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2
Ekvador	2	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6
El Salvador	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ermenistan	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Endonezya	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	2	2
Fiji	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Guyana	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Güney Afrika	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Hindistan	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2
Kolombiya	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7
Kosova	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
Litvanya	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2
Macaristan	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4	4	4
Malezya	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Meksika	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Polonya	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
Rusya	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Şili	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Tayland	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
Timor Leste	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Türkiye	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	4	5	5	5
Ukrayna	1	3	3	3	4	4	4	4	4	5	5	6	6	6

Gelişmiş Ülkeler														
ABD	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Almanya	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2
Avustralya	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Avusturya	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	2
Belçika	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Çek Cumhuriyeti	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandiya	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Fransa	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3
Hollanda	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3
Hong Kong	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
İngiltere	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İrlanda	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İspanya	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
İsveç	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
İsviçre	0	0	0	0	0	0	0	2	3	3	3	3	3	5
İtalya	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Japonya	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kanada	3	3	3	3	3	3	3	3	5	5	5	5	5	5
Norveç	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	3	4
Portekiz	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2
Singapur	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	5

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	Fatma Pınar EŞSİZ
Doğum yeri ve tarihi	Ankara, 1983
Eğitimi Durumu	
Lisans Öğrenimi	Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü (2001-2006)
Y. Lisans Öğrenimi	Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Bölümü (2006-2009)
Yabancı dil	İngilizce
Bilimsel Faaliyetler	<p>ÖZTÜRK S., EŞSİZ F.P. ve ÖZŞAHİN L., Bilgi ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişmeler ve Mali Egemenlik Sorunu: Maliye Politikasının Etkinliği Bağlamında Bir İnceleme, <i>Uluslararası 6. Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı</i>, 1862-1870, 2007.</p> <p>ÜZÜMCÜ A., ÇAM Ü. ve EŞSİZ F. P., Yoksullukla Mücadelede Sosyal Sermaye ve Sosyal Girişimciliğin Önemi: Sivil Toplum Kuruluşlarının Katkıları Üzerine Bir Deneme, <i>VI. Uluslararası Sivil Toplum Kuruluşları Kongresi</i>, Bildiriler (Editörler: A. Akdemir ve Diğerleri), Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Biga İİBF, 427-443, 23-25 Ekim 2009, Çanakkale.</p> <p>KARABULUT K., ÖZDEMİR D., EŞSİZ F.P. , YALÇIN A. ve BEDİR S. <i>Türkiye-Ermenistan Sınır Kapıları Sorunsalı Ekonomik Analiz</i>, Nobel Yayınevi, Kasım 2011.</p> <p>ÇAM Ü., EŞSİZ F.P. ve AYDIN S. , Türkiye’de Lojistik Sektörünün Gelişimi ve TRA2 Bölgesinin Lojistik Merkez Olma Potansiyelinin Değerlendirilmesi, <i>I. Uluslararası Kafkasya-Orta Asya Lojistik ve Dış Ticaret Kongresi</i>, 1-3</p>

	Ekim,2015, Kars.
İş Deneyimi	
Stajlar	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
Çalıştığı Kurumlar	Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Araştırma Görevlisi, 2006-2013
	Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Araştırma Görevlisi, 2013-
İletişim	
E-posta	pinarfatma@gmail.com
Tarih	23.06.2016