

**T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
UYGULAMALI İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**SERMAYE AKIMLARI VE YURTIÇİ KREDİ GENİŞLEMESİNE
BAĞLI MAKRO FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK
POLİTİKALARIN ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Zühal AYDIN**

**TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Mehmet Gürsan ŞENALP**

ANKARA - 2015

**T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
UYGULAMALI İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**SERMAYE AKIMLARI VE YURTIÇİ KREDİ GENİŞLEMESİNE
BAĞLI MAKRO FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK
POLİTİKALARIN ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

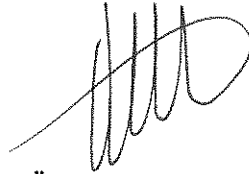
**Hazırlayan
Zühal AYDIN**

**TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Mehmet Gürsan ŞENALP**

ANKARA - 2015

KABUL VE ONAY

Zühal AYDIN tarafından hazırlanan “Sermaye Akımları ve Yurt İçi Kredi Genişlemesine Bağlı Makro Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikaların Etkinleri: Türkiye Örneği” başlıklı bu çalışma, 26.01.2015 tarihinde yapılan savunma sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim dalında Yüksek Lisans Tezi olarak oy birliği ile kabul edilmiştir.



Yrd. Doç. Dr. Fatma Ülkü SELÇUK

(Başkan)

1



Yrd. Doç. Dr. Mehmet Gürsan ŞENALP

(Danışman)



Öğr. Gör. Dr. Esra ŞENGÖR ŞENALP

(Üye)

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim Koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Atılım Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin 2 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

ÖZET

Bu çalışma bir birini tamamladığı düşünülen üç amaca sahiptir. Öncelikle 2008 finansal krizi sonrasında para politikasında meydana gelen gelişmeleri ve bu gelişmelerin küresel likiditeyi ne biçimde etkilediği araştırılmıştır. Daha sonra küresel likiditenin Türkiye örneğinde benzer makro ekonomik temellere sahip ülkelerde finansal istikrar üzerinde ne gibi etkileri olabileceği ve bunlara yönelik olarak hangi politika tedbirlerinin önerildiği incelenmiştir. Çalışmanın bu iki amacı konuyla ilgili literatür ve makro ekonomik verilere bağlı olarak açıklanmıştır. Ayrıca üçüncü bir amaç olarak Türkiye örneğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerinde etkisi olduğu düşünülen yurt içi ve yurt dışı faktörlerin belirlenmesine yönelik ekonometrik analiz uygulanmıştır. Bu çerçevede sermaye hareketleri için vekil (*Proxy*) değişken olarak sıcak para (*swap*) alınmıştır. Bu değişken bağımlı değişken kabul edilmiştir. Sermaye hareketlerini iten ve çeken faktörler olarak tanımladığımız, CDS spreads, EMBI, FED funds'u, VIX, kaldıraç oranları, reel döviz kuru ve TCMB politika faiz oranı literatüre bağlı olarak belirlenmiştir. Çalışmada değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem etkilerini yakalamak için hata düzeltme modeli (*Error Corection Model, ECM*) ve Johansen eş bütünleşme analizinden yararlanılmıştır. Bağımsız değişkenlerden kaynaklı şokların bağımlı değişkende meydana getirdiği değişimleri açıklama güçlerini yakalamak için VAR modeline dayalı varyans ayrıştırma (*Variance Decomposition*) hesaplamasından yararlanılmıştır. Elde edilen bulgular, seçilmiş değişkenler arasında uzun dönem ilişkinin varlığı, kısa dönem sapmaların geçici olduğu ve sıcak para hareketlerinin daha çok dışsal faktörlerce yön bulduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Banka Krizi, Sermaye Hareketleri, Geleneksel Olmayan Para Politikası, İten ve Çeken Faktörler, Hata Düzeltme Modeli

ABSTRACT

The present study focuses on three aims considered to be mutually complementary. Firstly, the developments in monetary policy arising after the financial crisis in 2008 and how these developments affected the global liquidity have been researched. Next, what effects the global liquidity can have on the financial stability in some countries which have macroeconomic fundamentals like in the example of Turkey and what policy measures are proposed for them have been studied. These two aims of the study have been clarified depending on the related literature and the macroeconomic data. Also, as the third aim, an econometric analysis has been implemented to determine the domestic and foreign factors considered to have effects on capital flows in the example of Turkey towards the developing countries. Within this framework, hot money (*swap*) has been used as a proxy variable for the capital flows. This variable has been considered to be a dependent variable. Defined as the pull and push factors, CDS spreads, EMBI, FED funds, VIX leverage rates, real exchange rates, CBRT policy exchange rate have been determined depending upon the literature. In the study, Error Correction Model (ECM) and Johansen cointegration analysis have been used to grasp the short and long term effects among the variables. Based on VAR Model, Variance Decomposition calculation has been used to grasp the explanatory power of the changes which the shocks deriving from the independent variables make in the dependent variable. The findings show that the existence of long term relation among the variables, the temporality of the short term deviations and the hot Money movement are mostly in the direction of the external factors.

Key Words: Financial Crises, Banking Crises, Capital Flows, Unconventional Monetary Policy, Pull and Push Factors, Error Correction Model.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	v
SİMGE VE KISALTMALAR	vii
TABLolar LİSTESİ	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
GRAFİKLER LİSTESİ	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	7
YURT İÇİ KREDİ GENİŞLEMESİ TANIMI VE ÖZELLİKLERİ	7
1.1.KREDİ GENİŞLEMESİNİN TANIMI	8
1.2.KREDİ GENİŞLEMESİNİN NEDENLERİ VE SERMAYE HAREKETLERİYLE İLİŞKİSİ	10
1.2.1.Kredi Genişlemesinin Nedenleri	11
1.2.2.Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketleri Arasındaki İlişki	14
1.3.KREDİ BÜYÜMESİNİN BANKACILIK SİSTEMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ ...	16
1.3.1.2008 Sonrası Türk Bankacılık Sisteminin Durumu	21
İKİNCİ BÖLÜM	24
SERMAYE HAREKETLERİNİN YURT İÇİ KREDİ GENİŞLEMESİ MAKRO EKONOMİK PERFORMANS VE FİNANSAL KRİZLERLE İLİŞKİSİ	24
2.1. GELİŞMEKTE OLAN PİYASA EKONOMİLERİNE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER.	28
2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	33
2.3. SERMAYE HAREKETLERİNİN FİNANSAL KRİZLERLE İLİŞKİSİ	36
2.3.1 Krizin Gelişmekte Olan Ekonomilere Yayılması	40
2.3.2. Sermaye Hareketleri Varlık Balonlarının Oluşumu Ve Finansal Krizler	41

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	45
KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASINDAKİ DEĞİŞİMLER VE YURT İÇİ KREDİ GENİŞLEMESİNE YÖNELİK POLİTİKALAR	45
3.1. PARA VE MALİYE POLİTİKALARINA YENİDEN BAKIŞ	50
3.1.1. Para Politikası	50
3.1.2. Maliye Politikası	57
3.2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR.....	60
3.3. FİNANSAL KRİZ SONRASI GELİŞMİŞ ÜLKE PARA POLİTİKALARININ GPE'LERE ETKİSİ VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİNİN ÖNEMİ	67
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	73
TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER	73
4.2. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON DÖNEM GÖRÜNÜMÜ	74
4.1.1. Para Politikasında Yeni Arayışlar	83
4.2. EKONOMETRİK ANALİZ	86
4.2.1. Materyal	87
4.2.2. Yöntem.....	88
4.2.3.1. Hata Düzeltme Modeli	90
4.2.3.2. Varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition)	92
SONUÇ.....	95
KAYNAKÇA	97

SİMGE VE KISALTMALAR

- ABD:** Amerika Birleşik Devletleri
- ADF:** Augumented Dickey Fuller Birim Kök Testi
- BDDK:** Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- BOE:** Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
- BOJ:** Bank of Japan (Japonya Merkez Bankası)
- CDS:** Credit Default Swaps (Kredi Temerrüt Riskleri)
- ECB (AMB):** European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
- FED:** Federal Reserve System (ABD Merkez Bankası)
- GDP:** Gros Domestic Product(GSYİH Gayri Safi Yurt İçi Hasıla, GSYİH)
- GPE:** Gelişen Piyasa Ekonomileri
- GSMH:** Gayrisafi Milli Gasıla
- IMF:** Inernational Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
- LEV:** Leverage Rasio (Kaldıraç Oranı)
- MSCI (EMBI):** Morgan Stanley International Capital Indexes (Morgan Stanly Uluslararası Sermaye Endeksleri)
- NPLs:** Non Performing Loans (Takipteki Krediler)
- OECD:** Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü)
- QE:** Quantitiy Easing (Miktarsal Gevşeme)
- PP:** Phillips –Peron Birim Kök Testi
- ROM:** Rezerv Opsiyon Mekanizması
- TCMB:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TL:** Türk Lirası
- MB:** Merkez Bankası
- VAR Model:** Vector Autoregression Model (Vektör Otoregresyon Modeli)
- VIX:** Chicago Board Options Exchange Volatility Index (Chicago Borsası Volatilite(Oynaklık)İndeksi)

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Türk Bankacılık Sistemi Bilanço Rasyoları (2008-2013/1).....	22
Tablo 3.1. Geleneksel ve Geleneksel OlmayanPara Politikası.....	52
Tablo 3.2. G7 Ülkeleri Merkez Bankalarının Almış Oldukları Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	56
Tablo 3.3. Makro İhtiyati Politikaların Genel Özellikleri	65
Tablo 3.4. Finansal İstikrarı Güçlendirmeye Yönelik Politika Karması	66
Tablo 4.1. Seçilmiş Gelişen Piyasa Ekonomilerinin CDS Değerleri	75
Tablo 4.2. Seçilmiş Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Kırılganlık Göstergeleri.....	76
Tablo 4.3. Seçilmiş Ülkelerin Kırılganlık Puanları	77
Tablo 4.4. Çalışmanın Değişkenlerine Ait Durağanlık Testleri (ADF)	88
Tablo 4.5. Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları.....	89
Tablo 4.6. ECM Regresyon Analizi Sonuçları.....	91
Tablo 4.7. Varyans Ayrıştırma Hesaplamasının Sonuçları	93

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Kredi Patlaması	10
Şekil 2.1. GPE Risk Primlerindeki Değişimin Ayrıştırılması (2008-2012)	32
Şekil 2.2. Makro Finansal Risk ve Şarta Bağlı Yükümlülük Yaklaşımı.....	37
Şekil 2.3. Deflasyonist Döngü	39
Şekil 3.1. Krizden Önce Politikalar ve Amaçlar.....	46
Şekil 3.2. Krizden Sonra Politikalar ve Amaçları: Makro Basiretli Politikaların Rolü	62
Şekil 3.3. Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerine Net Sermaye Akışı.....	68
Şekil 4.1. Türkiye'nin Net Dış Yükümlülüklerinin Gelişimi (2001-2012).....	83

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1. Hane Halkı ve İşletme Kredileri Gelişimleri (2008-2013 Dönemi)	23
Grafik 4.1. TCMB 2003-2013 Dönemi Brüt Rezervleri (Milyar \$)	79

GİRİŞ

Bankacılık sektörünün karşı karşıya kalabileceği riskleri basitçe kur uyumsuzluğu (*currency mismatch*) ve vade uyumsuzluğu (*maturity mismatch*) olarak ikiye ayırabiliriz. Bilanço içi kırılmalıklar olarak niteleyebileceğimiz kur ve vade uyumsuzluğu problemleri bilanço yaklaşımı çerçevesinde ele alınmakta ve geleneksel para politikası tedbirleri ile kontrol edilebilmektedirler. Ancak eşik altı konut kredilerine dayanan (*sub-prime mortgage*) ABD kaynaklı finansal kriz, finansal sisteme yönelik iki önemli sorunu ön plana çıkartmıştır; “Gölge Bankacılık “ ve “Kaldıraçlı İşlemler”. Küresel finansal kriz finansal sistemin çarpıklıklarını da ortaya koymuş oldu. Bu çarpıklıkları, konut kredilerinin anapara ve faiz ödemelerinde yaşanan olumsuz gelişmeler, bu piyasadaki zayıf aracılık yüklenim standartları; riski görmemezlikten gelme (*risk-layering*) olgusu ve istihdam piyasasında gözlenen olumsuz eğilimler olarak sıralayabiliriz. Bu noktada menkul kıymetleştirme, finansal varlıkların türev haline getirilmesine ve bilanço dışına çıkartılmasına olanak sağlamıştır. Bankaların finansal varlıkları türevlemeleri ve bilanço dışına çıkartmaları artan finansal küreselleşme ile birleşince riskin küresel çapta yayılmasına ve büyümesine olanak sağlamıştır. Dünya ekonomisinin kriz öncesi genişleme döneminde artan kaldıraçlı işlemler ve gölge bankacılık bankaların vade uyumsuzluğunun artmasına ve bilanço dışı işlemlerin hacimlerinin çoğalmasına neden olmuştur. Krizle birlikte kaldıraçlı işlemlerin tersine dönmesi finansal sistemi bir deflasyon sürecine itmiş ve bilanço kırılmalıklarının artmasına ve banka iflaslarına neden olmuştur.

Yaşanan finansal kriz para politikası ve finansal sisteme yönelik bakışta iki önemli değişikliği ortaya çıkartmıştır. Bunlardan birincisi kaldıraçlı işlemler ve gölge bankacılık faaliyetlerine yönelik tedbirlerin arttırılması ve finansal piyasada yer alan kurumların daha fazla denetlenmesinin gerektiğidir. İkincisi ise, FED, Bank of England, Bank of Japon ve Avrupa Merkez Bankası (ECB), gibi gelişmiş ülkelerin merkez bankaları geleneksel para politikası uygulamalarının finansal krize çare olmadığını görerek geleneksel olmayan para politikası tedbirlerini (miktaral gevşeme-*quantitative easing* ve kredi gevşemesi-*credit easing*) uygulamaya koymalarıdır.

Küresel krizden önce makroekonomi yönetiminde hakim görüş; fiyat istikrarının ve para politikasının tek aracı olarak kısa vadeli politika faiz oranlarının ön plana

çıkartılmasıdır. Çünkü fiyat istikrarının sağlanması durumunda çıktı açığının oluşmayacağı ve böylece finansal istikrarın kendiliğinden sağlanacağı varsayılmıştır. Kısa vadeli faizler bu durumu sağlayacak biricik araç olarak görülmüştü. Fakat merkez bankasının yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanması durumunda çıktının potansiyel düzeyine yakın bir seviyede oluşacağı, bu durumun kendiliğinden finansal istikrarı sağlayacağı düşüncesinin birlikte geçerli olmadığı kriz ile anlaşılmalıdır (Blanchard, Dell'Ariceia ve Mauro, 2010 ve 2013).

2008 Küresel Finansal Krizi sonrası ortaya çıkan bir başka önemli gelişme ise büyük merkez bankalarının uyguladığı miktarsal gevşeme politikalarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini hızlandırmasıdır. Finansal krizin tüm ülkeler tarafından derinden hissedildiği 2008-2009 dönemini takip eden 2010 yılında uygulamaya konan genişleyici para politikalarının da etkisiyle sermaye hareketleri hızlanmıştır. Öyle ki IMF'ye (2011a) göre, sadece 2010 yılının ilk üçteyinde gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımları 2004-07 ortalamasının çok üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer yandan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki makroekonomik yapı farklılıkları gelişmekte olan ekonomilerde finansal derinliğin yeterince sağlanamamış olması durumlarına bağlı olarak sermaye hareketleri bu iki ülke grubunu asimetrik şekilde etkilemesine yol açmıştır.

Şöyle ki, krizi takip eden dönemde sermaye hareketlerinde görülen bu hızlanma ve oynaklık sanayileşmiş ekonomiler açısından çok büyük problemlere neden olmamaktadır. Ancak bu hızlanma finansal piyasaların görece daha sığ olduğu, dış ticarete açıklık derecesinin yüksek olduğu, yabancı para birimi cinsinden finansal varlıklara olan ihtiyacın büyük olduğu ve reel sektörün üretim anlamında fazla bir çeşitlenme göstermediği gelişmekte olan piyasa ekonomilerini makroekonomik ve finansal istikrarı iki açıdan tehdit etmektedir.

Birincisi, doğrudan cari işlemler açığı ve toplam talep üzerinde meydana getirmiş olduğu etkilerdir. Sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde çıktı açığı azalırken enflasyon yükselmekte ve reel döviz kuru orta vadeli denge değerinden sapmaktadır. Böylece gelişmekte olan ekonomiler enflasyon ve dış ticarete rekabetin kaybedilmesi gibi iki önemli maliyetle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durum karşısında merkez bankası yurtiçi talebi dengeleyebilmek ve enflasyonu kontrol altında tutabilmek amacıyla faiz oranlarını arttırmak durumunda

kaldığında ÷lkeye yönelik sermaye akımları tekrar artmakta ve tekrar başa dñn÷lmektedir. Bñylece bu ekonomilerde sermaye akımları yurtiçi makroekonomik dengeleri bozmaktadır. Bu durumu kendi kendini besleyen bir sarmala veya kartopuna benzetebiliriz. Sermaye akımlarının ekonomi üzerinde ikinci etkisi kredi genişlemesine dayalı varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlayarak ÷lkeyi ani duruş problemine karşı finansal olarak istikrarsız hale getirmesidir. Özellikle sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde bankalar kredi koşullarını esnetmekte, bu durumda hızlı kredi genişlemesine neden olmakta bunun sonucunda varlık fiyatları hızlı bir biçimde artmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde yurtiçi finansal varlıklara olan talebin artması yerel menkul kıymet (tahvil, bono ve hisse senedi) ihraçlarının hızlanmasına ve bu ihraçlar sermaye akımlarını absorbe edip varlık fiyatları üzerindeki baskının hafiflemesine neden olmaktadır. Fakat bu durum aynı zamanda kaldıraç oranlarının (borç / öz kaynak) veülkenin (söz konusu olabilecek herhangi GPE) net yurtdışı yükümlülüklerinin artmasına neden olarak ani duruş (gelişen piyasa ekonomilerine yönelik olarak sermaye hareketlerinin durması veya tersine dönmesi) problemine karşı ÷lkeyi kırılgan hale getirmektedir (IMF, 2011a; Claessens ve Kose, 2013).

Toparlayacak olursak, Yaşanan bu kriz merkez bankalarına sistemik finansal istikrarı sağlama konusunda iki önemli ders çıkartmalarına neden olmuştur (IMF, 2012). İlki, fiyat istikrarının sağlanması ve çıktının istikrarlı olmasının bir ekonomi açısından önemli olduğu fakat bu faktörlerin tek başına sürdürülebilir makroekonomik istikrarı sağlayamadığıdır. Bunun için merkez bankalarının para politikası uygularken makro ihtiyati politikalar ile finansal istikrarı da göz önünde bulundurmalarının gerekli olduğudur (Ünsal, 2011). Çünkü finansal sektörde yaşanan gelişmelerin ekonomik faaliyetlere olan etkisi geçmiş dönemler ile kıyaslandığında daha büyüktür (IMF, 2010; Hahn vd., 2012). Bunun için merkez bankaları sistemik riski büyütecek döngüsel hareketlerin (pro-cyclicality) önüne geçmeli ve yapısal kırılganlıkların oluşmasını engellemelidir. Kısacası bir ÷lkede merkez bankası ister ana düzenleyici rolü üstlenen olsun isterse bu rol başka bir denetleyici, düzenleyici başka bir kurumun olsun merkez bankalarının makro ihtiyati düzenleyici çerçevenin içerisinde bulunması mutlaka gerekmektedir. Bunun için açık bir biçimde operasyonel araçların, yönetim ve

kurumsal ilkelerin göz önünde bulundurulduğu makro ihtiyati politikaların çerçevesinin oluşturulması gerekmektedir (IMF, 2012).

Finansal kurumların aşırı risk alma güdüsü, örneğin aşırı kaldıraçlı işlemler yapmaları, ellerinde tutmuş oldukları riskli finansal varlıklar nedeniyle taşımış oldukları risk ve kırılgan bir yükümlülük yapısının bulunması kısa dönemde döngüsel olarak balonların oluşmasını ve sonrasında ortaya çıkan ekonomik maliyetin şiddetini arttırabilmektedir. Dolayısıyla son yaşanan kriz finansal sistemden kaynaklanan sorunların mevcut olduğu bir ekonomide refahın sadece fiyat istikrarı ile sağlanamadığını ortaya koymuştur. Ekonomik refahın maksimizasyonu için finansal istikrarın ek faaliyet hedefi olarak kullanıldığı makro ihtiyati politikalara ihtiyaç duyulmaktadır (IMF, 2013b).

Diğer yandan Ostry vd (2011) enflasyon hedeflemesi uygulamasının esnek kur sistemini zorunlu hale getirdiğini (veya esnek kur sistemi enflasyon hedeflemesi uygulayabilmenin koşullarından biri olarak kabul edildiğini) ifade etmektedirler. Ancak yazarlar, sermaye hareketlerinin oynaklığının arttığı dönemlerde (*risk off*) özel sektör açısından yabancı para cinsinden yükümlülükler endişe verici durumda ise döviz kuruna müdahalenin bir politika aracı olarak kullanılabileceğini önermektedirler.

Daha açık bir ifadeyle, eğer herhangi bir gelişmekte olan ülkede şirket-banka bilançolarında önemli derece kur uyuşmazlığı varsa aynı zamanda döviz kurunun enflasyonu etkileme derecesi (*pass through effect*) yüksekse böyle ekonomiler esnek kur sisteminin volatilitesini ihmal edemezler. Yani böyle ekonomilerde makro ekonomik veya bilanço koşulları esnek kur sisteminin uygulanmasında güçlükler doğurmaktadır. Gelişen piyasa ekonomileri, küresel finansal piyasalarla artan bütünleşmeye sahiptir ve onları ani duruş problemiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Bu durum özellikle yurt içi ve küresel varlıklar arasındaki risk farklılığından (veya aralarındaki zayıf ikameden) kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak belirtilen güçlüklerle sahip gelişen piyasa ekonomileri esnek kur sisteminde dahi sterilizasyonu bir politika aracı olarak kullanabilirler (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2010; Ostry, vd., 2011 ve Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2013).

Türkiye açısından bir değerlendirme yaparsak, IMF'nin (2013a) Türkiye raporunda en riskli kesim olarak finansal olmayan özel sektör gösterilmiş ve bu sektörde kaldıraç oranlarının 2008-2012 döneminde sürekli artış gösterdiğinden bahsedilmiştir. Daha açık bir ifadeyle bu cümleyi yukarıdaki paragrafla bağlayacak olursak, küresel bankaların

Türk bankacılık kesimine sağladığı fonların yurt içinde en büyük müşterisinin finansal olmayan özel sektör olduğunu söyleyebiliriz. Burada riski oluşturan bu kesimin yabancı para cinsinden yükümlülüklerini karşılayacak kadar döviz cinsinden gelirlerinin olup-olmamasıdır. İhracatçı olmayan özel sektör döviz yükümlülükleri sektörün ve ülkenin riskini arttırmaktadır. Türkiye, Çin ile birlikte kaldıraç oranları en fazla artan iki ülkeden biridir. Yukarıda bahsedildiği gibi ülkeye gelen yabancı sermaye ile kaldıraç oranları arasında pozitif bir korelasyon vardır. Buna göre, Türkiye belirtilen dönem içerisinde gelişmiş ülke Merkez Bankalarının uyguladıkları gevşek para politikası sonucu yoğun sermaye girişine maruz kalan, bunun sonucu olarak finansal olmayan özel sektöründe risk artışıyla karşılaşan bir ülke konumundadır.

Bütün bu bilgilerin ışığında bu çalışma bir birini tamamladığı düşünülen üç amaca sahiptir. İlk amaç 2008 finansal krizi sonrasında para politikasında meydana gelen gelişmeler ve bu gelişmelerin küresel likiditeyi ne biçimde etkilediğinin araştırılmasıdır. Daha sonra küresel likiditenin Türkiye örneğinde ve benzer makroekonomik temellere sahip ülkelerde finansal istikrar üzerinde ne gibi etkileri olabileceği ve bunlara yönelik olarak hangi politika tedbirlerinin önerilerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın bu iki amacı konuyla ilgili literatür ve makroekonomik verilere bağlı olarak açıklanmıştır. Ayrıca üçüncü bir amaç olarak Türkiye örneğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerinde etkisi olduğu düşünülen yurt içi ve yurt dışı faktörlerin belirlenmesine yönelik ampirik analiz yapılması amaçlanmıştır. Bu analizde sermaye hareketlerini iten ve çeken olarak tanımlayacağımız faktörlerin seçimi ilgili literatüre dayanmaktadır. Dolayısıyla çalışma ekonometrik analiz vasıtasıyla literatürde öne sürülen bu faktörlerin Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketleri için ne derece açıklayıcı oldukları ve/veya bu faktörlerin Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri üzerindeki yönlerinin literatürle uyum gösterip göstermediği araştırılmıştır. Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkileri yakalamak için sırasıyla "Hata Düzeltme Modeli" (ECM) ve "Johansen Eş Bütünleşme" analizlerinden yararlanılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan sermaye hareketlerindeki değişimleri açıklama güçlerini yakalamak için ise "VAR Modeline" dayalı "Varyans Ayrıştırma" (*Variance Decompositon*) hesaplaması yapılmıştır. Bu analizler sonucu elde edilen bulgulara göre iten faktörler (ya da küresel faktörler) Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin yön

bulmasında daha etkilidirler. Bu bulguların ele alınan literatürü desteklediği anlaşılmıştır.

Çalışmanın ilgili konuları bir bütünlük içinde ele alması ve Türkiye ekonomisinin 2008 sonrası dönemine yönelik kapsamlı bir analiz içermesi nedeniyle literatüre katkı sağlayabileceği düşünülmektedir. Giriş bölümünü takip eden birinci bölümde yurt içi kredi genişlemesi kavramı ele alınmıştır. İkinci bölümde sermaye hareketlerinin yurt içi kredi genişlemesi, makro ekonomik performans ve finansal krizlere etkisi ilgili literatür çerçevesinde incelenmiştir. Üçüncü bölümde, küresel kriz sonrası para ve maliye politikalarında ortaya çıkan değişimler ele alınmıştır. Dördüncü bölüm de ise Türkiye ekonomisine yer verilerek, sermaye hareketlerine yönelik ampirik uygulama yapılmıştır. Sonuç bölümünde ise elde edilen bulguların değerlendirilmesi yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

YURT İÇİ KREDİ GENİŞLEMESİ TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

Finansal krizlerle ilgili literatüre bakıldığında kuramsal çerçevede krizlerle finansal liberalizasyon arasında güçlü bir bağlantının varlığının tartışıldığı görülecektir. Gelişen piyasa ekonomileri (GPE ya da, *Emerging Market Economies*, EMEs) olarak adlandırılan ülkelerde gerçekleştirilen kredi ve mevduat faizlerinin serbest bırakılması, kambiyo kontrollerinin gevşetilmesi ve sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamaların kaldırılması ve deregülasyon¹ uygulamaları bu ülkelere yönelik sermaye girişlerini arttırmıştır. Artan yabancı sermaye girişine paralel olarak yurt içi kredi hacminde önemli bir gelişme yaşanmıştır. Bu durum bu ülkelerde ekonomik büyümenin finansmanını sağlasa da aşırı yurt dışı borçlanma riskiyle karşı karşıya bırakmıştır (Çolak, 2007).

Söz konusu literatüre göre bu durum GPE'lerde görülen bankacılık ve para-kur krizlerinin temel sebeplerinden birisidir². GPE olarak kabul edilen Meksika, Brezilya, Arjantin ve Güneydoğu Asya ülkeleri ve Türkiye 1990'lı yıllarda bu türden krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. Krediyle kanallarının tıkanması kaçınılmaz olarak varlık fiyatlarına etki edeceğinden, bankacılık krizleri yüksek sermaye akımlarının yol açtığı kredi patlaması sürecinin sona erdiği evrede gerçekleşmiştir. 2008 finansal krizi sonrasında gelişmiş ülkelerin uyguladıkları genişleyitici para politikaları sonrası karşılaşılan kredi büyümesi sorunu gelişen piyasa ekonomilerinin en önemli sorunlarından biri haline gelmiştir

Öncelikle kredi piyasasının modern ekonomik yapıdaki rolünün her geçen gün arttığını belirtmek gerekir. OECD'ye göre Türkiye'de, kredi piyasası /GSYİHoranı 1970'li yıllarda %100 iken 2009 yılında %160 olmuştur. Bu veri kredi genişlemesinin dünya ekonomisindeki genişlemeye paralel bir yol izlediği biçimde yorumlanabilir. Gerçekten

¹ Deregülasyon: finansal sisteme yönelik olmak üzere yasal ve kurumsal çerçevesini belirleyen düzenlemelerin azaltılması olarak tanımlanabilir (Çolak, 2007).

² Örneğin Kaminsky ve Reinhart (1999) göre aşırı kredi genişlemesi, 1997 Asya Krizi'nde olduğu gibi cari açık sorununa yol açarak uygulanan kur sisteminin sürdürülemezliğine yönelik inancın güçlenmesine ve buna bağlı olarak sermaye kaçışlarına ve sonucunda finansal krize neden olmuştur. Türkiye'nin karşılaştığı 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerini de benzer bir açıklamaya dahil edebiliriz.

de kredi genişlemesinin ülkelerin finansal sistemine derinlik kazandırdığı ve riski azalttığı bunun sonucu olarak ekonomik büyümeyi desteklediğine dair görüşler vardır.

Bunun karşısındaki görüş yukarıda bahsedildiği gibi kredi genişlemesinin bankacılık sisteminde riskli kararlara neden olabileceği ahlaki tehlike ve ters seçime³ dayalı bu kararların bankacılık sektöründe kredi ve kur riski kanalları yoluyla krizlere yol açacağı üzerinedir . Bu görüşlerin çıkış noktası küresel finansal sermaye akımlarının bollaştığı dönemlerde bankacılık sektöründe kredi balonlarının görüldüğü ancak sermaye akımlarının azaldığı dönemlerde kredilerde daralma ve bunun sonucunda da finansal krizlerin olacağı düşüncesidir.

Kredi genişlemesine yol açabilecek yurt içi ve yurt dışı kaynaklı olmak üzere birden fazla neden sayabiliriz. Aşırı kredi genişlemesi reel iş çevrimlerine bağlı olarak döngüsel olabileceği gibi finansal deregülasyonların sonucu olarak da ortaya çıkabilir (Gorinchas vd, 2001; Tornel ve Westermann, 2002; Mendoza ve Terrones, 2008; Del Arccia vd, 2012). Diğer yandan sermaye akımları ve sınır ötesi bankacılık faaliyetleri de kredi genişlemesine neden olan faktörler arasındadır (IMF, 2011; Bario vd, 2011; Goldberg, 2013)

Bu çalışmasermaye hareketlerinin Türkiye gibi GPE’lerde neden olduğu aşırı kredi genişlemesi (veya kredi balonları) ve finansal istikrarsızlık üzerinde yoğunlaşacaktır. Bu bağlamda ilk önce kredi genişlemesinin tanımı özellikleri ve sermaye hareketleri ile ilişkisi literatüre bağlı olarak açıklanmaya çalışılacaktır.

1.1. KREDİ GENİŞLEMESİNİN TANIMI

Mendoza ve Terrones (2008)’e, göre kredi genişlemesi Kredi /ÖzelSektör Büyüme Oranı oranınınnormal dönemlerden sapması olarak tanımlanabilir. Daha açık biçimde logaritması alınmış toplam kişi başına düşen reel kredilerin uzun dönem trend değerinden sapmaları aşırı kredi genişlemesi olarak hesaplanmaktadır. Mendoza ve

³1997 Asya krizini açıklamaya yönelik Kaminsky ve Reinhard (1999) çalışması ve takip eden literatür söz konusu krizin oluşum nedenleri arasında içinde “Ahlaki Tehlike” ve “Ters Seçim” kavramlarını barındıran “eş dost kapitalizmini de göstermişlerdir. Ülkeye gelen yabancı sermayenin verimsiz ve geri ödenmesi imkansız olan yatırımlarda kullanılmasını olarak tanımlanabilecek bu durum, siyasetçi, iş adamı ve banka üçgeninde gerçekleşen ve dolayısıyla ahlaki tehlikeyi barındıran bir süreci tanımlamaktadır. Ahlaki tehlike, kredi alan firmaların maliyet yapılarının gizlenmesine bağlı olarak bu yatırımlar ters seçim sournu içinde barındırmaktadır. Zira, söz konusu yabancı kaynakların ahlaki tehlike ve ters seçime bağlı olarak verimsiz yatırımlarada kullanılması yerine üretken yatırımlarda kullanılması mümkün olabilirdi.

Terrones'in çalışmasında kullanılan krediler bankaların finansal olmayan özel sektöre kullandıkları kredi düzeyi olarak tanımlanmaktadır. Kredi genişlemesi reel sektöre verilen kredilerin reel olarak önceki dönemlerden oldukça fazla biçimde artmasıdır. Yazarlara göre aşırı kredi patlaması iş çevrimlerine bağlı olarak kredilerin kendi standart sapmasından 1.55 kat daha fazla genişleme biçiminde kendini göstermektedir.

Gourinchas vd. (2001)'egöre de aşırı kredi genişlemesi ele alınan ülkenin normal dönemlerdeki kredi hacminden aşırı şekilde sapması olarak ifade edilmiştir. Küresel faiz oranlarının düşmesine paralel gelişen piyasa ekonomilerinde de faizlerin düşmesi borçlanmanın maliyetini azaltmakla birlikte borç verenlerin daha fazla kazanmak için daha riskli varlıklara yönelmesine neden olmaktadır. Risk iştahının arttığı böyle dönemlerde risk üstlenici davranışlarda artmaktadır.

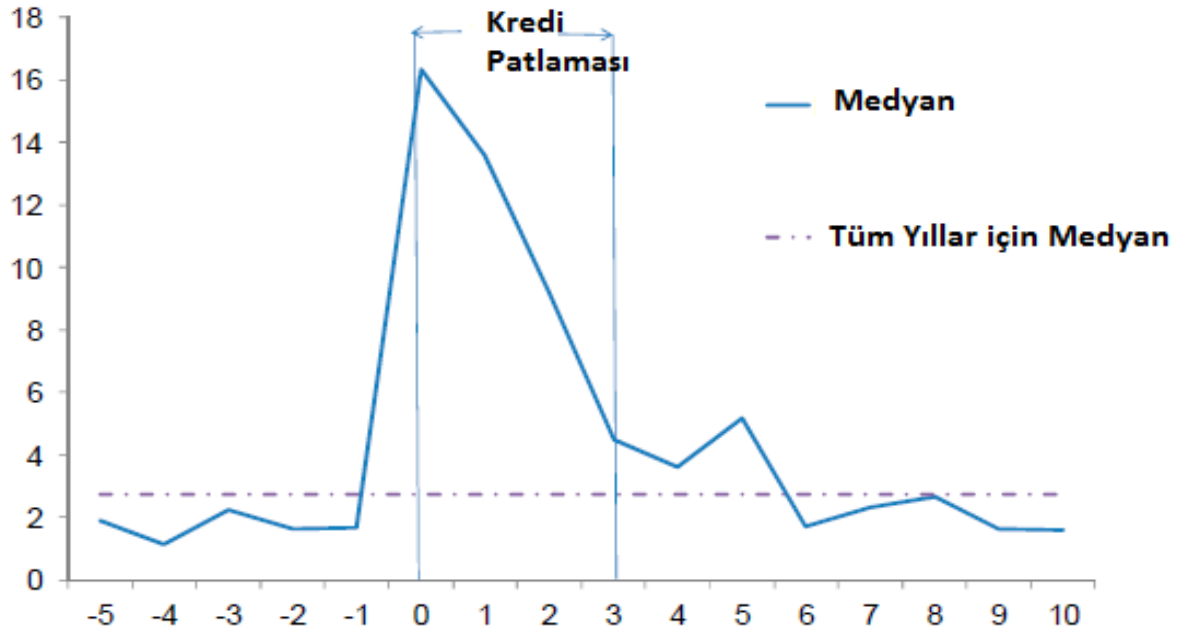
Borio ve Lowe (2004) kredi genişlemesinin ölçütü olarak toplam krediler /varlıklar oranını kullanmıştır. Yazarlara göre bu oranın yüksek olması bankaların ve tüm finansal sistemin şoklar karşısında kırılganlığının arttığına işaret etmektedir. Shin ve Shin (2011) ise toplam krediler /M2 oranına dikkat çekmişlerdir. Yazarlar toplam kredilerin M2 para arzından daha fazla büyümesinin bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin kompozisyonun değişmesine bağlı olduğunu yani banka yükümlülüklerinin büyük oranda mevduatlara dayalı yapısından saptığını ve daha riskli hale geldiğini savunmaktadırlar. Dell'Araccia and Marquez, 2006). kredi genişlemesinde bankaların fon kaynaklarının yabancı para cinsinden artması bankaların bilançolarını olumsuz etkileyen en önemli nedenler arasında olduğunu altını çizmiştir.

Kredi büyümesinin belirlenmesi ülkelere göre değişiklik gösterebilmektedir. Aşırı kredi büyümesi ve patlaması, kredi /GSYİH rasyosunun standart sapmasının 1.5 kat artması veya kredi /GSYİH rasyo değerinin % 20'nin üstüne çıkması olarak tanımlanabilir. Del Ariccia vd (2012) çalışmasında kredi /GSYİH oranının % 14 ve üzeri değerlerin kredi patlaması olarak ifade edilmektedir. Çalışmaya göre faiz oranlarının düşmesi kredi büyümesini arttırmaktadır⁴.

⁴ Borio ve Lowe, (2002); Mendoza ve Terrones, (2008); Schularick ve Taylor, (2009); Mitra vd., (2011), kredi genişlemesi ve finansal kriz arasında ilişki olduğuna dair bulgulara sahiptir. Laeven ve Valencia, (2010); Caprio vd, (2006) çalışmaları da kredi genişlemesinin banka krizlerine neden olduğunu belirtmişlerdir.

Şekil 1.1 de aşırı kredi genişlemesi (kredi balonu veya kredi patlaması) yukarıda bahsedilen literatürün belirttiği kredilerin kendi trend değerinden sapma olarak gösterilmektedir.

Şekil 1.1.Kredi Patlaması (Dikey Eksen Toplm Kredi /GSYİH) Medyan, Yatay Eksen Ekonomik Büyüme: Medyan)



Kaynak: Del Arccia vd. (2012; 7).

1.2. KREDİ GENİŞLEMESİNİN NEDENLERİ VE SERMAYE HAREKETLERİYLE İLİŞKİSİ

Gelişen piyasa ekonomilerinde 2008 finansal krizi sonrası makro ekonomi politikalarının duruşunda görülen zayıflıklar veya konjonktür yönündeki eğilim (*pro-cyclical*) aşırı kredi genişlemesine neden olmuştur. Daha açık biçimde gelişmiş ülkelerin faizlerini düşürmesini takiben gelişen piyasa ekonomileri de kendi politika faizlerini düşürmek zorunda kaldılar. Yine gelişmiş ülkelerde krize karşı uygulanan miktarsal gevşeme ve kredi gevşemesi politikaları küresel likiditenin artmasına yol açmıştır. Her iki nedene bağlı olarak GPE'ler aşırı kredi genişlemesi sorunuyla karşı karşıya kalmışlardır. Yurt içi krediler genişlemesinin arkasında üç temel evre vardır. Yabancı sermayenin yurt içine akması ve finansal derinleşme, krizden çıkış amacına

yönelik olarak krediler artış göstermesi ve son olarak aşırı kredi genişlemesi veya kredi patlamasının gerçekleşmesi. Aşırı kredi genişlemesi finansal dengesizliklerle birlikte görülür. Bu durum nihayetinde bilançoların bozulması ve krizle sonuçlanabilir (Elekdag ve Wu, 2011).

Fernandez De Lis, Marinez, ve Saurina, (2000) bankacılık sektörüne yönelik de regülasyonların veya kredi koşullarının gevşetilmesine yönelik düzenlemelerin bankaların daha fazla risk almasına ve kredi risklerini arttırmalarına yol açmakta olduğunu göstermektedir. Tressel ve Verdier (2014) ise finansal regülasyonların bankaların risk üstlenici davranışları üzerindeki etkisine odaklanmışlardır. Çalışmada düşük faiz oranlarının bankaların aşırı riskli işlemlere yönelmelerine neden olduğu belirtilmiştir.

GPE'lerde görülen bu aşırı kredi genişlemesinin ekonomik büyümeyi sağlamasının yanında varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlaması nedeniyle aşırı kredi genişlemesi para politikası için ikileme neden olmaktadır. Bu ikilem finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme arasında kalmak biçiminde ifade edilebilir (Del Arccia vd., 2012). Gerçekten de artan kredi büyümesi bir taraftan yatırım ve tüketim harcamalarının artmasına neden olarak ekonomik büyüme artışı sağlarken (Levine, 2005), diğer yandan aşırı kredi genişlemesi kaldıraçların artmasına ve varlık balonlarının oluşmasına ve finansal sistemde kırılmanın artmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda kredi patlaması finansal krizlere neden olmaktadır (Reinhart ve Rogoff, 2009).

1.2.1. Kredi Genişlemesinin Nedenleri

Kredi büyümesini tetikleyen nedenleri şu biçimde sıralayabiliriz. Birinci olarak finansal sisteme yönelik reformlar gelmektedir. Finansal derinlik sağlamak üzere atılan adımlar kredi genişlemesine neden olabilmektedir. İkincisi sermaye hareketlerinde görülen dalgalanma veya düzensiz hareketlerdir. Net sermaye hareketlerinin artış göstermesi kredi büyümesini tetiklemektedir. Böyle bir durum bankaların kredi verirken rahat davranmalarına ve riski arttırmalarına neden olabilmektedir. Üçüncü neden olarak ise

kredi büyümeleri, yüksek ekonomik büyüme öncesi veya sonrası görülmektedir (Del Arccia vd, 2012)⁵.

Aisen ve Franken (2010), yurt içi kredi büyümesini etkileyen faktörler olarak, kişi başına düşen gelir, büyüme oranı, dışa açıklık oranı, finansal entegrasyon, dış borç stoku, car açık, yükümlülüklerin dolarizasyonu değişkenleri belirlenmiştir. Çalışma ülkelerin ticari partnerlerinden kaynaklı dış şokların yurt içi kredi büyümesi üzerinde etkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Finansal derinlik ve finansal entegrasyon da kredi genişmesini etkilemektedir. Konjonktür karşıtı para politikası ve küresel likidite yurt içi kredi genişlemede etkili olan bir diğer değişkenlerdir⁶.

Mendoza and Terrones, 2008; Decressin ve Terrones, 2011; ve Magud vd., 2012 çalışmalarına göre kredi genişlemesine yol açan faktörler şu biçimde sıralanabilir:

Finansal sistemde reform bankacılık sisteminin liberalizasyonuna yönelik düzenlemeler
Sermaye hesabını liberalizasyonu ve ekonominin sermaye hareketlerine açık hala gelmesi

Kredi genişlemesi daha çok ekonominin büyüme hızının arttığı dönemlerde görülür. Diğer yandan gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye hareketleri küresel likidite koşullarına bağlı olarak hareket etmektedir.

Yurt içi ekonomik koşullar ve makro ekonomik politikalar sermaye hareketleri ve kredi genişlemesi üzerinde etkilidir. Sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde kredi genişlemesi esnek kur sistemi uygulayan ülkelere göre daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Çünkü bu sistemde para politikası kurun değerine odaklıdır ve faiz üzerinde kontrolü yoktur böyle bir durumda uluslararası faizlerin yurt içi faizlerden düşük olması durumunda sermaye hareketlerini daha fazla çekecek ve yurt içi kredi genişlemesine neden olabilecektir. Genişletici makroekonomi politikaları da yurt içi talebi arttırarak kredi genişlemesine neden olabilecektir. Gevşek para politikasına bağlı olarak faizlerin düşürülmesi borçlanma maliyetini azaltacağı için yurt içi kredi genişlemesini tetikleyecektir. Kredi genişlemesini finansal krize götüren sürecin arkasında kötü makroekonomik performans vardır, yüksek cari açık, yüksek enflasyon, bankaların kötü yönetimi ve varlık

⁵ Söz konusu çalışmanın regresyon analizi bulguları, yüksek cari açık, yüksek enflasyon, bankacılık sisteminin düşük kalitesi ve aşırı hızlı büyümenin kredi balonlarına eşlik ettiği yönündedir. Kötü kredi balonlarının ekonomiye etkisi, kredi /GSYİH oranı büyüdükçe daha fazla olacağı etkisine dayanmaktadır.

⁶ Söz konusu çalışmada 2008 krizi sonrası kredi genişlemesi ele alınmıştır. Çalışma 80 ülke verilerine dayanmaktadır. Söz konusu ülkenin ekonomik performansı, büyüme oranı, ülkenin ticari partnerlerinin büyüme oranı, para politikası faiz oranı, dış ticaret şokları, kamu harcamaları büyüme oranı ve döviz kuru rejimi referans alınarak değerlendirilmiştir.

fiyatlarında oluşan balonlara eşlik eden kredi genişlemesi sonucu finansal kriz kaçınılmaz olmaktadır. Dolayısıyla kötü makroekonomik koşullara sahip ülkelerde görülen kredi genişlemesi genellikle krizlerle son bulmaktadır. Kredi /GSYİH oranı % 25 aşan kredi patlaması finansal kriz gerçekleştiğinde % 60 civarına ulaşmaktaydı (Del Arrica, 2012; Bernanke, 2013).

Mendoza ve Terrones (2008)'e göre, kredi genişlemesi ekonomik büyümeyle beraber görülmektedir. Bilanço yaklaşımı çerçevesinde kredi genişlemesinin konut fiyatlarında ve hisse değerlerinde yükselmeye neden olduğu ve firma-banka kaldıraç oranlarının yükseldiği gözlemlenmiştir. Ayrıca kredi ve cari açığın daha fazla artmasına neden olmuştur. Kredi patlamasının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makro finansal durumuna etkisi üç nedenden farklılaşmaktadır. Birincisi makro ve mikro değişkenlerdeki dalgalanma ve bozulma gelişmekte olan ülkelere çok daha fazladır. İkincisi, bütün kredi patlamaları krizle sonlanmamaktadır ancak gelişen piyasa ekonomilerinin geçmiş tecrübelerinde kaldıraç oranı daha yüksektir. Kredi patlamasıyla sermaye akımları arasındaki ilişki gelişmekte olan ülkelere göre çok daha belirgindir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere endüstriyel üretim artışı ve yurt içi tasarruf artışı ve kredi genişlemesi arasındaki ilişki sermaye akımlarının artışı kadar güçlü değildir. Çalışmaya göre kredi patlaması döneminde tüketim, yatırım ve çıktı kendi trendlerinin çok üstünde gerçekleşmiştir. Bu değişkenlerin değerleri daralma dönemlerinde ise kendi trendlerinin altında seyretmiştir. Çalışma bulgularında kredi genişlemesi ve finansal krizler arasında doğrusal ilişkiye rastlamıştır.

Aşırı kredi genişlemesine ekonomik aktivitelerde artış eşlik etmektedir. ABD'de kriz öncesi konut fiyatlarının yükseldiği ve cari açığın arttığı görülmüştür. Bu gelişmeler Doların değer kaybına neden olmuştur. Kredi genişlemesinin olduğu dönemlerde tüketim, yatırım ve buna bağlı olarak ekonomik büyüme kendi trend değerlerinin üstüne çıkmaktadır, buna mukabil kredi durgunluk dönemlerinde kredi arzı azalmaktadır (Cleassens vd., 2010).

Borio ve Lowe (2002)'e göre, varlık fiyatlarındaki 'e göre 2008 krizi sonrası bankalar için teminat tamamlamaya yönelik düzenlemeler (*margin call* ve *mark to market* üzerine regülasyon) bankaların açığa satış yapmasını arttırarak bilançoların bozulmasına ve kredilerin azalmasına neden olmuştur.

1.2.2. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketleri Arasındaki İlişki

Uluslararası sermayenin düşük tasarruf oranlarına sahip ülkelerin büyüme hedeflerine ulaşmalarında oldukça cazip edici bir yönü vardır. Finansal serbestleşme onlara yabancı tasarruflardan yararlanma imkanı sağlamıştır. Diğer yandan uluslararası sermaye hareketlerine açık bu ülkeler sıkça finansal krizlerle karşı karşıya kalmışlardır. Dolayısıyla sermaye hareketleri, bir taraftan tasarruf açığının kapatılmasına olanak sağlaması açısından cazip edici özellikler taşımakla birlikte finansal istikrarsızlık arasında kuvvetli bağlara sahip olduğu yönünde bulgular literatürde sıkça tartışılmaktadır. Literatürde sıkça tartışılan konulardan biri de sermaye hareketleri ve kredi genişlemesi arasındaki ilişkidir. (Köse vd, 2010; Arslan ve Taşkın, 2014).

Sermaye hesabının liberalizasyonunu destekleyen görüş, bu sayede ülkelerin tasarruf açıklarını kapattığı, makro finansal gelişmelerini arttırdıkları ve ekonomik büyümeyi geliştirdiği inancına dayanır. Diğer yandan uluslararası sermaye hareketleri, enflasyon, döviz kurunun değer kaybetmesi ve artan cari açık, borcun aşırı genişlemesi, kur riski ve varlık balonlarının oluşması gibi makro finansal kırılganlığa neden olabilecek faktörlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda kredi genişlemesi sermaye hareketleri kaynaklı makro finansal risklerin artışına neden olabilecek önemli bir kanaldır. Örneğin aşırı kredi genişlemesi hane halkları ve firmalar için borcun aşırı genişlemesine yol açarak kaldıraç oranlarının artmasına neden olur⁷.

Arslan ve Taşkın (2014), kredi genişlemesi ile sermaye hareketleri arasında pozitif korelasyon olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Çalışma ayrıca kredi genişlemesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki, enflasyon ve kriz dönemleriyle negatif ilişki bulmuştur.

Elekdağ ve Wu (2011) göre, sermaye akımlarındaki artış gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yurt içi kredi artışına neden olmaktadır. Yazarlara göre küresel finansal piyasa koşullarıyla yurt içi kredi artışı arasında güçlü bir ilişki vardır. Örneğin global likiditede artışı yurt içi kredi artışını da etkilemektedir. Ayrıca para politikası başta olmak üzere yurt içi faktörler kredi genişlemesinin yönü üzerinde etkilidirler.

⁷ Sermaye akımlarının liberalizasyonu finansal sisteme yönelik güçlü bir regülasyonla desteklenmediği için düzensiz bir finansal yapı, finansal sektörü sermaye akımları karşısında kur ve vade riski ile karşı karşıya bırakmıştır (Laeven ve Valencia, 2008).

De Bock ve Damyanets (2012), gelişmekte olan ÷lkelere yönelik sermaye hareketlerinin fazlalığıının onların çok fazla dış finansman ihtiyacından kaynaklanmakta olduğunu ifade etmektedir. Artan yabancı sermaye kredi büyümesine ve ekonomik büyümeye neden olmuştur. Diğer yandan kredi daralmasına yol açan sermaye hareketleri kaynaklı şokların finansal kesim ve ekonomi üzerindeki etkisi gelişmiş ÷lkelere göre gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde daha güçlüdür.

Gelişmiş ÷lkelerdeki düşük faiz oranları uluslararası sermayenin Asya başta olmak üzere gelişen ekonomilere ilgisinin artmasına neden olmuştur. Fed başta olmak üzere gelişmi ekonomilerin uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları sonucu ortaya çıkan uluslararası likidite bolluğu ve kredi kolaylığı gelişmekte olan ÷lkelere kredi büyümesine zemin hazırlamıştır. Bu dönemde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yabancı para (dolar) birimi üzerinden kredi büyümesinin arttığı gör÷lmüştür (Avdjiev vd, 2012)⁸.

Magud vd. (2012)' nin çalışmasında, gelişmekte olan ÷lkelere yönelik geniş hacimli sermaye hareketlerinin dönemlerinde esnek döviz kuru sisteminin kredi piyasasına etkisi analiz edilmiştir. Çalışma bulguları sabit kur sistemlerinde sermaye hareketlerinin kredi genişlemesi ve yabancı para kompozisyonunun esnek kur sistemlerine göre daha güçlü olduğu yönündedir.

Mendoza and Terrones (2008)' e göre, daha katı kur sistemlerinde kredi patlamasında önce geniş çaplı sermaye hareketleri gör÷lmektedir bu etki esnek kur sistemlerine göre daha fazla hacimlidir. Bu çalışma daha katı kur sistemlerinde kredi büyümesinin daha yüksek olduğu ve bunun yabancı para kompozisyonunun daha fazla olduğu biçiminde bulgulara sahiptir.

Sahay vd. (2014)'e göre, 2008 finansal krizin ardından gelişmekte olan ÷lkeler yüksek hacimli sermaye akımlarının etkisinde kaldılar. Özellikle 10 büyük GPE oldukça yüksek hacimli sermayeyi ÷lkesine çekti. Sermaye akımları bu ÷lkelerde yurt içi kredilerin büyümesine yol açmıştır. Daha açık olarak GPE gelişmiş ÷lkelerde uygulanan para politikalarının (*Quantity Easing*) etkisinde kalmışlardır. Artan kredi büyümesi bu

⁸÷lkeler arası gerçekleşen ve yabancı para birimi cinsinden verilen kredileri tanımlayan uluslararası krediler gelişen piyasa ekonomilerinde yurt içi kredi genişlemesine yol açmaktadır. Diğer yandan yurt içi kredi genişlemesinin artması yerli ÷lke bankalarını kur riski başta olmak üzere risklere açık hale getirmekte sistemin kırılğanlığını arttırmaktadır. Bu duruma en iyi örnek olarak 1997-98 döneminde gör÷len Asya krizi verilebilir(Avdjiev vd, 2012).

ülkelerinin yurt içi ekonomik yapısından kaynaklanmamaktadır. FED para politikası kararları ve iletişim kanalı kullanarak yapılan açıklamalar GPE'lerin varlık fiyatlarını ve sermaye akımlarının hacmini (ve yönünü) etkilemektedir. Sağlam makroekonomik temeller piyasaların ABD para politikası sonrasında piyasaların verdiği tepkinin yumuşamasına neden olabilmektedir. Daha açık olarak düşük cari açık, fiyat istikrarı, düşük büyüme performansı ve zayıf rezervler sermaye akımlarının ülkeler arasındaki hareketini belirlemektedir. Büyük Merkez Bankalarının iletişim kanalını güçlü ve açık biçimde kullanmaları halinde geleneksel olmayan para politikalarından vazgeçilmesi durumunda finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek volatilitenin etkisini azaltabileceklerdir.

1.3.KREDİ BÜYÜMESİNİN BANKACILIK SİSTEMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Çalışmanın bu alt bölümü sermaye hareketleri, aşırı kredi genişlemesi ve finansal krizler arasındaki ilişkinin tartışıldığı ikinci bölüme giriş özelliği taşımaktadır. Bu kısım da sermaye hareketlerinin GPE banka bilançoları üzerindeki olumlu ve/veya olumsuz etkileri incelenmiştir.

Ülkeler arası gerçekleşen ve yabancı para birimi cinsinden verilen kredileri tanımlayan uluslararası krediler GPE'lerde yurt içi kredi genişlemesine yol açmaktadır. Ancak bu ülkelerdeki yurt içi kredi genişlemesinin artması yerli ülke bankalarını kur riski başta olmak üzere risklere açık hale getirmekte sistemin kırılganlığını arttırmaktadır. Bu duruma en iyi örnek olarak 1997-98 döneminde görülen Asya Krizi verilebilir (Avdjiev vd. 2012). Çünkü sağlıklı işleyen finansal sistemde bankaların kredi artışının arkasında hane halkı mevduatları veya yurt içi tasarrufların olması gerekirken küresel likidite bolluğu ve faizlerin düşmesi bankaların finansman kaynaklarının yönünü değiştirmiş, düşük faizler ve küresel borçlanma kolaylığı bankaların daha riskli kredi vermesine ve kredilerini genişletmesine olanak sağlamıştır. Bu durum bilanço kanalı yoluyla finansal sistemin şoklara karşı daha kırılgan olmasına neden olmaktadır. Yani riskli kredilerin NPLs (*Non Performing Loans*; takipteki krediler) artışına neden olmaktadır (Borio ve Lowe, 2004).

Sermaye hareketlerinin GPE bankacılık sektörü üzerinde daha fazla olumsuz etki göstermesinde bu ülkelerin ekonomik performanslarının etkisi büyüktür. Elekdağ ve

Wu (2011)' ya göre, küresel finansal ve bankacılık verilerinin volatilitesi GPE'lerde yüksektir. Mevduat dışı yükümlülükler /toplam yükümlülükler ve dış yükümlülükler / toplam yükümlülükler rasyolarının yüksek olması bu volatilitenin temel kaynağını oluşturmaktadır. Küresel faizlerin düşmesi gelişen piyasa ekonomilerinde de faizlerin düşmesine yol açmış risk üstlenici pozisyonları arttırmıştır. Kaldıraçlı işlemlerin yükselmesiyle kendini gösteren bu durum dış finansmana bağımlıdır. Daha açık bir ifadeyle küresel likiditenin daralması gelişen piyasa ekonomilerinde dış finansman sorunu doğurmuş, kur ve makroekonomik temellerde dengeler bozulmaya başlamıştır. Finansal kriz sonrası artan uluslararası sermaye hareketlerinin volatilitesi gelişmekte olan ülkelere yönelik bir takım risklere yol açmıştır. Gelişen piyasa ekonomileri, emtia fiyatlarından kaynaklanan şoklar başta olmak üzere küresel ve yurt içi aktarım kanalları yoluyla iç ve dış şoklara da maruz kalabilmektedirler. Yabancı sermaye hareketlerinin yükselmesi karşısında bankaların risk iştahındaki artışı ve buna bağlı uygulamaları konjonktür yönünde politikalar olarak nitelendirebiliriz. Genişleme dönemlerinde riskin azalması bankaları daha fazla kredi vermeye teşvik etmiştir. Varlık fiyatlarındaki artış konut fiyatlarının ve buna bağlı teminatların değerini yükselteceğinden bankaların kaldıraç oranları da artacaktır⁹. Bu durum bankaların daha fazla ve güvencesiz kredilerini arttırmalarına neden olur. Bankaların kredi genişlemesini devam ettirebilmek için yeni fonlara ihtiyaç duyarlar. GPE'ler için söz konusu fonlar dışarıdan yabancı para birimi cinsinden veya içerde kısa vadeli olmuştur¹⁰. Bu uygulamalar bankaların kur ve vade riski artışıyla karşı karşıya gelmelerine neden olmaktadır. Bankaların bilanço kaynaklı risk yapısı artacaktır¹¹ (Claessens vd., 2014).

Durgunluk döneminde makro değişkenler tıpkı genişleme dönemlerinde olduğu gibi trend değerinden sapma gösterirler ancak bu sapma aşağı yönlüdür. Varlık

⁹ Elekdağ ve Wu (2011), banka ve firmalar için önemli bir kırılma göstergesi olarak kaldıraç oranlarını (borç/varlık-borç) ele almıştır. Kaldıraç oranlarının yüksekliği, ortaklık araçlarını (hisse senetleri) desteklemediğini göstermektedir. Bunun anlamı firmaların borcu çevirebilme kabiliyetlerinden gittikçe uzaklaşmalarıdır. Çalışmaya göre banka ve firmalar için bir başka önemli bir risk göstergesi de(ROE, sermaye karlılık rasyosu) dir. Firmaların karlılık artışı yüksek kaldıraçlara dayanıyorsa bilançolarının daha riskli olduğu söylenebilir.

¹⁰ İlk günah sorunu olarak ifade edebileceğimiz bu durum yurt dışından kendi para birimi ile borçlanmama veya yurt içinden kendi para birimi ile uzun vadeli borçlanmama durumlarını ifade etmektedir (Hausmann vd. 2002).

¹¹Nitekim IMF Küresel Finansal İstikrar Raporunda (*global financial stability report*) bankaların risk üstlenici davranışlarının küresel finansal istikrarı tehdit ettiğini öne sürmüştür. Bankaların risk alıcı davranışlarında yönetim kurulunun kar arttırma arzusu, yönetim kurulunun kararlarına bağlı olarak banka müdürlerinin ve kredi veren memurların risk üstlenici davranışları sonucu gerçekleşir. Sonuç olarak artan krediler kısa dönemde bankalar için karlı gözükse de uzun dönem riskler taşımaktadır (IMF, 2014 a).

fiyatlarının azalması kredi dönüşlerini azaltarak takipteki kredilerin (NPLs) hacmini arttırabilecektir. GPE'ler de kredilerdeki yabancı para biriminin payının yüksek olmasına bağlı olarak ani sermaye çıkışının ülke para birimi üzerinde yaratacağı baskı ve değer kaybı borçlular için maliyeti yükseltecek ve kredi ödemelerinin aksamasına neden olabilecektir. Dolayısıyla kur riskine bağlı olarak da takipteki kredilerin (NPLs) hacmi artabilecektir (Cleassens vd., 2010).

Bankaların bilanço kaynaklı risk yapısı, Bernanke ve Gertler (1989), Kiyotaki ve Moore (1997) çalışmalarında ifade edilen finansal hızlandırıcı kuramına göre açıklanabilir. Buna göre bankaların kredi riski, özel sektör banka bilanço ilişkilerine yani bilanço etkisine dayanan asimetrik bilgi ile açıklanmaktadır. Buna göre varlık fiyatlarındaki artış firma ve hane halklarının ödeme güçlerini arttırarak bankaların kredi riskinin azalmasına yol açmaktadır. De Bock ve Damyanets (2012)'e göre, finansal sektördeki aksaklıklar temelde kredi veren ve alan arasındaki asimetrik bilgiye ve buna bağlı oluşan ahlaki tehlikeye dayanmaktadır. Söz konusu asimetrik etkilerden kaynaklı ve banka firmaların varlık kalitesindeki bozulmaya neden olan süreç bilanço yaklaşımıyla analiz edilmektedir. Örneğin artan sermaye hareketleri varlık fiyatlarının artmasına yol açar. Bu durum yurt içi kredi talebini arttıracaktır. Kredi patlaması aynı zamanda teminatların değerinin de yükselmesine neden olacaktır. Ancak daralma dönemlerinde işler tersine dönecektir. Kredi daralması ve ekonomik daralma teminatların değerinin düşmesine ve takipteki kredilerin (NPLs) artmasına neden olacaktır. Bu süreç banka bilançolarının bozulmasına ve banka iflaslarına neden olabilecektir¹².

Bankaların aktiflerinde bulunan varlıkların aşırı değer kaybı veya geri dönmeyen krediler iflas riskini ortaya çıkartmaktadır. Bu nedenle bankaların aktif kalitesi onlar için önemli bir finansal sağlık göstergesidir diyebiliriz. Nitekim Frankel ve Krahen (2007), 2000'li yıllarda Avrupa ve ABD bankacılık sektöründe teminata dayalı kredilendirme veya bono ihraçlarına yönelik işlemlerin arttığından bahsetmiştir. Çalışmaya göre bu tür işlemlerin artmasının nedeni asimetrik bilginin yol açacağı sorunlardan daha az etkilenmektir. Bu türden risklerin başında iflas riski gelmektedir.

¹² Söz konusu çalışma kredi büyümesinin bankacılık-kur ve finansal krizlerin temel nedeni olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Varlık fiyatları ve faiz oranları bankacılık sisteminde varlık kalitesi üzerinde etkilidirler. Varlık fiyatlarının artması borcun ödenme kabiliyetini arttıracığından NPLs düşmesine neden olacaktır. Buna karşılık faiz oranlarındaki artış varlık fiyatları üzerinde olumsuz etki göstereceği için takipteki kredilerin artması sonucunu doğuracaktır (De Bock ve Damyanets, 2012).

Çalışmaya göre bankacılık sektörünün iflas riskinin artması yatırımcı faaliyetlerini de etkileyecektir. Böylece risk bankalardan yatırımcılara doğru genişleyecektir. Bu durumun önüne geçebilmek ve banka bilançosundaki kredi kalitesinin artmasını sağlamak için krediler teminata dayalı olarak verilmelidir.

Piyasa likiditesinin, buraya kadar yapılan açıklamalara ilişkin olarak üzerinde durulması gereken önemli bir kavram olduğu söylenebilir. Piyasa likiditesi varlıkların fiyatlarında önemli bir değişme olmaksızın rahatlıkla işlem görebilmesidir. Fonlama likiditesinden kastedilen ise, ödeyebilme gücüne sahip ekonomik birimlerin yükümlüklerini yerine getirebilmek için piyasadan borçlanabilmesidir. Piyasalarda tansiyonun yüksek olmadığı dönemlerde piyasa likiditesinde yaşanan şoklar kısa süreli olmaktadır. Bu şoklar piyasa oyuncularına karlı yatırım olanakları sunar ve aynı zamanda getiri farklılıklarının yüksek olduğu iki piyasa arasında getiri farklılıklarından yararlanmak için hareket edilmesi nedeniyle derinliği az olan piyasalara likidite sağlar ve fiyat farklılıklarının azalmasına yardımcı olur. Fakat kriz dönemlerinde normal olarak kısa süreli olan şoklar likidite şoku olarak şiddeti ve etkisi artarak finansal piyasaları etkileyerek sistemik riskin oluşmasına neden olur. Bu mekanizmalar doğrudan finansal işlemlerin diğer tarafında yer alan finansal kurumların bilançoları arasında karşılıklı etkileşimin, riskin ortaya çıkmasına neden olur. Piyasalarda stresin arttığı dönemlerde karşı taraf problemleri (*counterparty risk*)“domino” etkisi adı verilen bir mekanizmayardımla ödeme sistemi aracılığı ile birinin varlığı diğerin yükümlülüğü olarak finansal kurumlar arasında şokların yayılmasına neden olarak sistemik riskin ortaya çıkmasına neden olur (Frank vd. 2008; Adrian ve Shin, 2008).

Toparlayacak olursak küresel likidite bolluğuna dayalı sermaye akımları GPE’lerde, kredi genişlemesine dayalı varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlayarak ülkeyi ani duruş problemine karşı finansal olarak istikrarsız hale getirebileceği görülmüştür. Özellikle sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde bankalar kredi koşullarını esnetmekte bu durumda hızlı kredi genişlemesine neden olmakta bunun sonucunda varlık fiyatları hızlı bir biçimde artmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde yurtiçi finansal varlıklara olan talebin artması yerel menkul kıymet (tahvil, bono ve hisse senedi) ihraçlarının hızlanmasına neden olmakta bu ihraçlar sermaye akımlarını absorbe edip varlık fiyatları üzerindeki baskının hafiflemesine neden olmakta fakat kaldıraç oranlarının (borç / öz kaynak) artmasına yol açmakta bu durum ülkenin

net yurtdışı yükümlülüklerinin artmasına neden olarak ani duruş problemine karşı ülkeyi kırılgan hale getirmektedir (Dağlaroğlu vd, 2013; IMF, 2011 a ve Claessens ve Kose, 2013).

2008 finansal krizine kadar olan dönemde GPE'nin karşı karşıya kaldıkları sistemik riskleri azaltmaya yönelik olarak literatürde üzerinde durulan tedbirler, para politikası tedbirlerinin yanında finansal sisteme yönelik regülasyonlar başta olmak üzere mikro ihtiyati tedbirleri içeriyordu. Ancak kriz sonrası IMF başta olmak üzere finansal piyasalar ve para politikasına yön veren kurumlar finansal akımların yönetilmesi ve makro ihtiyati tedbirler üzerinde duran çalışmalara daha fazla yer veriyorlar.

Finansal piyasaların denetimsiz ve kontrolsüz genişlemesi ile başlayan krizin küresel ölçekte yayılması ihtimali ile birleşince, sermaye hareketlerinin denetimi ve kontrolü yönündeki politikaları içeren “Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati” tedbirler 2010 yılından itibaren güçlü biçimde desteklenmeye başlandı (Elekdağ ve Wu, 2011). Bu konu çalışmanın üçüncü bölümünde daha ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

IMF'ye (2014 b)'e göre, özel sektöre verilen kredinin maliyeti, varlık fiyatlarının görece değişimi yurt içi finansal koşulları oluşturmaktadır. Kredi koşulları ve varlık fiyatları, para politikası duruşu, makro ihtiyati politika tedbirleri, kaldıraç oranlarını kapsayan diğer finansal koşullar ve küresel likiditeyi belirleyen ve sermaye akımlarını etkileyen dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Makroekonomik politikaların ve ihtiyati tedbirlerin (makro-mikro) etkinliği, küresel finansal koşullardaki iyileşmeyle desteklenirse finansal sistemin sağlamlığı artabilir. Ancak küresel finansal entegrasyonun artması, özellikle ülkeler arası bankacılık faaliyetlerinin yükselmesi küresel finansal şoklara karşı bankaları daha kırılgan hale getirebilir. Gerçekten de sermaye akımlarının liberalizasyonu finansal sisteme yönelik güçlü bir regülasyonla desteklenmediği için düzensiz bir finansal yapı finansal sektörün sermaye akımları karşısında kur ve vade riski ile karşı karşıya bırakmıştır (Laeven and Valencia, 2008a). Diğer yandan son finansal krizde görüldüğü gibi bankacılık sistemi içerisinde yaygınlaşan ve “gölge bankacılık” olarak ifade edilen bilanço dışı işlemler sisteme yönelik regülasyonların dışında kalmakta ve sistemik riski arttırabilmektedirler. Ayrıca

regülasyonlar faiz kararlarında ve asimetrik bilgi problemi kaynaklı sorunlara karşı önlemleri de içermelidir¹³.

Tressel ve Verdier'in (2014) çalışması ise finansal regülasyonların bankaların risk üstlenici davranışları üzerindeki etkisine odaklanmışlardır. Çalışmaya göre düşük faiz oranları bankaların aşırı riskli işlemlere yönelmelerine neden olmaktadır. Bernanke (2013)'egöre, düşük faiz oranlarının olduğu büyüme dönemlerinde finansal regülasyonların hayati öneme sahip olduğunu ve yetersizlikleri durumunda bankaların riskli davranışları arttırdıklarını anlatmaktadır.

Fernandez De Lis, Marinez, ve Saurina, (2000)'e göre ise, bankacılık sektörüne yönelik de-regülasyonlar veya kredi koşullarının gevşetilmesine yönelik düzenlemeler bankaların daha fazla risk almasına ve kredi risklerini arttırmalarına neden olmuştur. Espinoza ve Prasad'in (2010), çalışması ise banka büyüklüğü ile NPLs arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmıştır¹⁴. Çalışma banka büyüklüğü ve sermaye yapısının NPLs etkilediği bulgusuna ulaşmıştır.

1.3.1. 2008 Sonrası Türk Bankacılık Sisteminin Durumu

2008 krizine Türk bankacılık sektörü oldukça dirençli girmiştir. Güçlü sermaye yapısı, mevduat kaynaklı fonlama yapabilmesi ve düşük kur riski sistemin dayanıklılığının artmasına neden olmuştur. Ancak gelişmiş ülkelerin finansal krize karşı uyguladıkları geleneksel olmayan genişleyici para politikaları (*quantaty easing*), 2010 yılından itibaren Türkiye gibi GPE'lere büyük çaplı sermaye akımlarının gelmesine neden olan sebepler arasında önce çıkmaktadır. Bunun sonucu olarak döviz kuru ve faizler düşmüş ve bankacılık sisteminin aşırı kredi genişlemesine gitmesine ve yüksek kaldıraç

¹³Kapan ve Minoiu (2013) göre güçlü mali yapıya sahip bankalar kriz döneminde bile kredi vermeye devam edebilmektedirler. Çalışmaya göre güçlü finansal yapı kriz döneminde kredi koşullarının iyileşmesi açısından önemlidir. Ayrıca finansal düzenlemeyi kapsayan Basell III kriterlerine uyumu da kolaylaştırır. Çalışma bilanço yaklaşımına göre bilançosu güçlü bankaların varlığında aktarma mekanizmasının daha etkin çalışacağını ifade etmektedir. Çalışma, NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) yüksek olan bankaların Basel III göre finansal olarak dayanıklı bankalar olduğu kabul edildiğini belirtmektedir.

¹⁴Chen ve Wu (2014), Asya için 2009 yılı, Latin Amerika ve Avrupa Birliği gelişen piyasa ekonomileri için 2010 yılı analiz edilen çalışma bulgularına göre, kamu bankaları konjonktür karşıtı davranış sergileyebilmektedirler, ayrıca kamu bankaları kredi genişleme sürecinde daha aktif role sahiptirler. Ayrıca çalışma beklendiği gibi genişletici para politikasının kredi genişlemesini arttırdığı bulgusuna ulaşmıştır.

oranlarına neden olarak finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. İşletmelere verilen yabancı para cinsinden krediler dolaylı olarak sistemin asıl sorununu oluşturmaktadır. Döviz kurundaki büyük bir değişiklik finansal olmayan şirketlerin üstlendikleri kur riskinin bankalara yayılmasına neden olabilir. Böyle bir durumda bu geri dönmeyen krediler (*NPLs*) sistem üzerinde finansal stresin birikmesine yol açabilir. Bu açıklamaların dayandığı rasyolardan oluşturulan Tablo 1 aşağıda verilmiştir (IMF, 2013a).

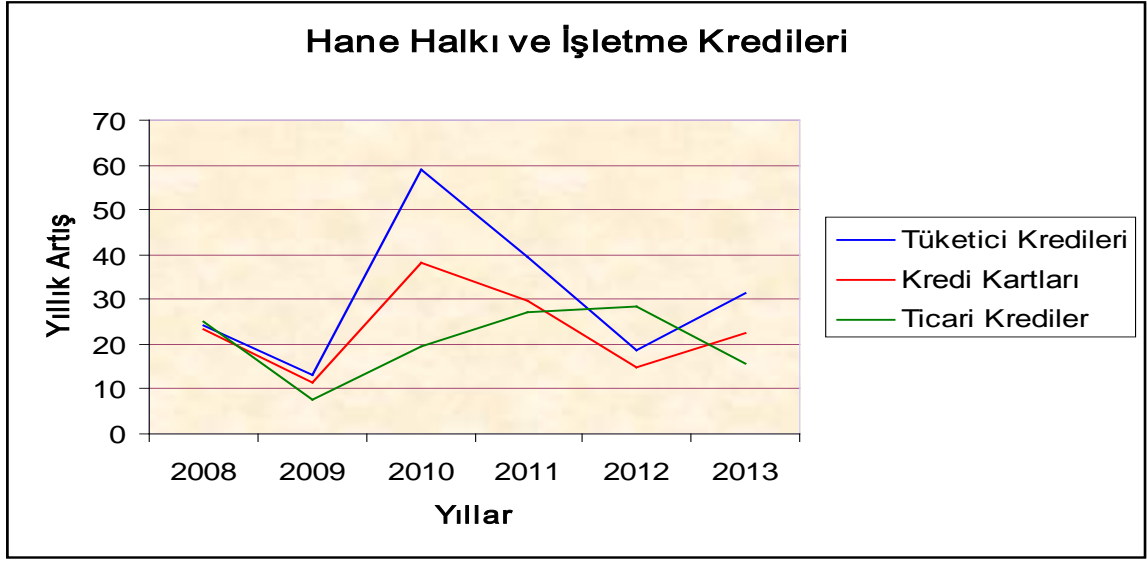
Tablo 1. Türk Bankacılık Sistemi Bilanço Rasyoları (2008-2013/1)

Yıllar	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Varlıklar/GSMH	77.1	87.6	91.6	93.8	96.8	99.5
Krediler /Toplam Varlıklar	50.2	47.1	52.2	56.1	58.0	60.6
DİBS/Toplam Varlıklar	26.5	31.5	28.6	23.4	19.7	18.1
Kredi/Mevduat	80.8	76.3	85.2	98.2	102.9	108.7
Kredi Büyümesi (Yıllık Artış)	28.6	6.9	33.9	29.9	16.4	27.5
Takipteki Krediler /Toplam Krediler	3.6	5.4	3.7	2.7	2.9	2.8
Döviz Kredileri/Toplam Krediler	28.7	26.6	27.7	29.0	26.0	26.4
Döviz Mevduatları/Toplam Mevduatlar	35.3	33.7	29.7	33.9	32.6	33.4
Sermaye Yeterlilik Oranı	18.0	20.6	19.0	16.5	17.6	15.9
Net Aktif Karlılığı (ROA)	2,5	3,3	3,0	2,2	2,4	2,5
Net Özkaynak Karlılığı (ROE)	18,7	22,9	20,1	15,5	15,7	16,0
Bilanço Dışı İşlemler /Toplam Aktifler	65,0	69,5	103,1	134,9	139,1	152,3

Kaynak: IMF Article IV Turkey, December 2013, 36.

Artan kredi genişlemesinin ekonomik yapıyı ve bankacılık sistemini etkileyen önemli bir unsuru da, toplam krediler içerisinde ticari krediler oranının düşük olmasıdır. Grafik 1.1’de gösterilen bu durum enflasyon ve caira açık üzerinde baskı oluşturarak makro ekonomik dengesizliklere ve finansal sistemde kırılganlığın artmasına neden olmuştur (TCBM, 2013 a). Bunun sonucu olarak kredi kartlarına yönelik düzenlemeler ve merkez bankası politika faizlerinin artırılması gibi tedbirler TCMB tarafından 2014 Ocak ayında yürürlüğe konmuştur. Bu bölümde basit olarak ifade ettiğimiz bu durum dördüncü bölümde daha geniş olarak ele alınmıştır. Grafik 1.1’ e göre 2009 yılında hızla artan Tüketici kredileri 2011 de yavaşlama gösterse de 2012 yılında yeniden ivme kazanmış ve makro ekonomik büyüme için kısıt oluşturmuştur.

Grafik 1.1. Hane Halkı ve İşletme Kredileri Gelişimleri (2008-2013 Dönemi)



Kaynak: TCMB EVDS'den sağlanan verilerle tarafımızca hazırlanmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN YURT İÇİ KREDİ GENİŞLEMESİ, MAKRO EKONOMİK PERFORMANS VE FİNANSAL KRİZLERLE İLİŞKİSİ

Gelişmiş ülkelerde 2008 öncesi varlığa dayalı menkul kıymetleştirme veya teminata dayalı borçlanma gibi türev piyasalarda görülen genişleme konut ve işletme kredi piyasalarının finansman kaynağını oluşturmuştur. Konut kredisi piyasası geliştikçe bu tür finansman enstrümanlarının kullanımları da artmıştır. Bu bağlamda 2008 krizine zemin oluşturan nedenleri; türev piyasalarının hızlı gelişimi, merkez ülkelerin kendi aralarında veya ülke içindeki finansal piyasalar arasındaki iletişim veya ihtiyat zayıflığı, yüksek kaldıraç oranlarıyla çalışan finansal kuruluşların varlığı ve konut sektörünün düzensiz gelişimi olarak sıralayabiliriz. Bu süreçte banka, firma ve hane halkı kaldıraç oranlarının yüksekliği varlık balonlarına zemin hazırlamıştır¹⁵.

Başlangıçta yüksek kaldıraç oranları sistemin küçük kayıpları telafi etmesine izin vermektedir. Yani yüksek karlarla çalışılan sistemde küçük kayıplar önemsiz hale gelmektedir. Ancak işler tersine döndüğünde yani ekonomik kriz başladığında finansal kurumların karşılaştığı teminat tamamlamaya yönelik kurallar (*mark to market rules*) varlıkların açığa satışını (*fire sales*) ve kaldıraçların tersine dönme sürecini hızlandırmıştır. Süreç Fisher (1930) çalışmasında anlattığı borç deflasyonu (*debt deflation*) sürecine benzemektedir¹⁶.

¹⁵ 2008 krizi öncesinde Euro bölgesi ticari bankalarında ve ABD'deki gölge bankacılık sisteminde ve yatırım bankalarında kaldıraç oranlarının (borç/varlık) yüksek olduğu saptanmıştır. Ancak kaldıraç oranlarının kriz öncesi düşük olduğu durumlar da vardır. Örneğin Japonya'da gayrimenkul krizi başladığında hane halklarının borç/gelir oranı yüksek iken borç/varlık oranları yani kaldıraçların düşük olduğu görülmüştür (Cleese vd, 2010).

¹⁶ Borç deflasyonu süreci şu biçimde gerçekleşmektedir; finansal türbülansın başlangıç aşamasında azalmaya başlayan likitide ve artan finansal stres bankaların alacaklarını geri çağırmasına neden olmaktadır, banka borçluları borçlarını geri ödeyebilmek için varlık satışlarını hızlandırır, artan satış eğilimleri varlıkların değerini düşürür, azalan likitide firmaların satışlarının azalmasına ve mal fiyatlarının düşmesine neden olur, mal fiyatlarındaki düşüş firmaların karlılıklarını azaltır ve borçlarını ödeyebilmek için varlık fiyatlarının satışını hızlandırır, bu durum varlıkların ve buna bağlı olarak firmaların değerinin düşmesine neden olur, azalan karlar ve varlık fiyatlarının düşmesine bağlı olarak borçların geri ödenememesine, iflaslara neden olur, bu durum bir kötümserlik etkisi yaratarak tüm ekonomiyi sarar, sonuç artan işsizlik ve çıktı kaybı olarak kendini göstermektedir (Wolfson, 1996)

Diğer yandan, küresel finansal bütünleşme, riskin paylaşılması, rekabet ve etkinlik açısından olumlu katkılar yapsa da, riskin ülkeler arasında yayılması ve finansal şokların etkisinin daha fazla olması sonucunu doğurmuştur. Finansal sektörde artan küresel bütünleşme finansal krizlerin, likidite etkisi, borsalar arasındaki bağlantı ve bankacılık sektöründe yaşanan sermaye kayıpları gibi kanallarla yayılma etkisi gösterebilmektedir.

Nitekim Cleassens vd. (2010) ise dış finansal fonlara bağımlı gelişen piyasa ekonomilerinin dışarıdaki bu fon merkezlerinin taşıdığı riskler karşısında kırılganlıklarının artmakta olduğunu ifade eder. Sınır ötesi bankacılık faaliyetlerinin yüksek olduğu dönemlerde ve bu sayede yüksek fon sağlayan ülkelerin finansal sistemi ciddi risklerle karşı karşıya gelmektedir. Ülkelerindeki tasarrufların yetersizliği nedeniyle dış finansmana muhtaç gelişen piyasa ekonomileri böyle bir sürecin dışında kalamamışlardır. Küresel düzeyde kaldıraçların tersine dönmesi yatırımcıların risk algılamasında olumsuzluğa ve ülkeden sermaye çıkışlarına neden olabilecektir. Ani duruş sürecini açıklayan bu durum gelişen piyasa ekonomilerindeki işletmeler için büyük bir borç maliyeti sürecini ifade etmektedir.

ABD’de konut piyasası kaynaklı sorun özellikle Euro Bölgesindeki gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde finansal kırılganlıkla karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. Tıpkı ABD’ de olduğu gibi İngiltere, İrlanda ve İspanya’da da hane halkı borç/gelir oranının yüksek oluşu ve bazı gelişen piyasa ekonomilerinde artan tüketici kredileri bu sorunun temelini oluşturmaktadır.

Kriz sonrasında ise büyük merkez bankaları genişletici para politikası uygulamış ve bu politikalar küresel likidite artışına zemin oluşturmuştur. Örneğin; FED bu amaç için bilançosunu %750 oranında genişletmiştir. Bu politikalar 2009-2013 döneminde Latin Amerika ve Gelişen Asya ülkelerine yoğun sermaye akımlarının girmesine neden olmuştur. Diğer yandan aynı dönemde Euro Bölgesine giden sermayede ise azalma görülmüştür. Portföy akımları ve özellikle yurt dışı borçlanma GPE’ye giden sermaye akımlarının önemli parçasını oluşturmaktadırlar (Sahay vd, 2014). Ahmed ve Zlate (2013)’ e göre, Çin dışarıda bırakılırsa kriz öncesi GPE’ye giden sermaye içerisinde doğrudan yatırımlar (yabancıların yurt içinde yeni bir fabrika kurması gibi)önemli paya

sahipken kriz sonrasında sıcak para akımları ve yurt dışı borçlanma daha fazla artış göstermiştir¹⁷.

2009-2014 dönemi sermaye akımlarında önemli ölçüde artış ve azalış görüldüğü bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. Son beş yıllık döneme baktığımızda net akımlarda meydana gelen oynaklık gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde gelişmiş ülkelerden daha fazladır. Kriz süresince gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik net sermaye akımlarının dramatik bir biçimde düştüğü buna karşılık hemen sonra keskin bir biçimde arttığı görülmüştür. 2010 yılının ilk üççeyreğinde gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımları 2004-07 ortalamasının çok üzerinde gerçekleşmiştir (IMF, 2011 b).

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarında görülen bu artış bu ekonomilerde çıktı açığının azaldığı ve enflasyonun yükseldiği dönemler olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye akımlarında görülen bu artış sıkı para politikası yoluyla yurtiçi talebin kontrol edilmesini imkânsız hale getirmektedir. Aksine sıkı para politikası yurtiçi faizlerin yüksek kalmasına bağlı olarak yeni sermaye girişlerini teşvik etmektedir. Buna ek olarak sermaye akımlarında meydana gelen bu artış yurtiçi ekonomik dengelerin bozulmasına neden olarak finansal istikrarsızlığa ve kırılganlığa neden olmaktadır. Bu akımları absorbe etmeye yönelik yurtiçi tahvil, bono ve hisse senedi halka arzları aynı zamanda varlık fiyatları üzerindeki baskının azalmasına yol açsa da kaldıraçlı işlemlerin artmasına neden olmaktadır¹⁸ (Dağlaroğlu, 2009).

¹⁷ Sermaye akımlarının GPE'ye gelmesinde yurt dışı faktörler giderek daha fazla etkili olmuştur. GPE'lere gelen net sermaye akımlarının %90'ı Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Peru, Polonya ve Türkiye'den oluşan 8 ülke arasında paylaşılmıştır. Bu durum bu ülkelerin belli bir süre yüksek büyüme ivmesi yakalamasına ve finansal derinliği geliştirecek reformlar yapmalarına ve uluslararası kurumsal yatırımların ülkeye çekilebilmesine olanak sağlamıştır. Peru ve Polonya hariç diğer 6 ülkeye ekonomik koşullarının ihtiyacından çok daha fazla sermaye akımı gelmiştir (Sahay vd, 2014).

¹⁸ FED ve ECB gibi büyük merkez bankalarının uyguladıkları sıfır faiz ve genişleyici para politikası global faizlerin düşmesine neden olmuştur. Bu noktada yazar sermaye hareketlerine yönelik kontrollerinin yüksek olduğu 1945-1980 döneminde faiz oranlarının neredeyse sıfıra yakın seviyede olduğunu, sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı 1980-2007 yılında ise faizlerin yükseldiğini ortalama olarak %10.5 seviyesine çıktığını belirtmiştir. Yeniden finansal sisteme veya sermaye kontrollerinin başladığı 2008 sonrasında ise faiz oranlarının yeniden düştüğünü ifade etmiştir. Bu dönemde ortalama faizler %2 civarında seyretmiştir. Faizlerin düşük olmasının yanında tüketim malları fiyatlarındaki artış gelişmekte olan ülkelerin ihracatına katkı sağlamış ve bu yatırımları daha cazip hale getirmiştir. Bu gelişme Latin Amerika'ya (veya aslında gelişen piyasa ekonomilerine) yönelik sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır. Artan sermaye hareketlerin bu ülkelerde kredi genişlemesine-patlamasına (*credit boom*) neden olmuştur. Böyle durumlarda ülke para biriminin değer kaybetmesi ve deflasyon ortaya çıkabilir. Cari açık finansal krizler için en önemli öncü göstergelerden biridir (Burada yazar tarafından verilen atıflar önemli). Risk iştahının arttığı dönemlerde (*risk on*) artan sermaye hareketlerin risk iştahının kapandığı dönemlerde (*risk of*) ülkeden ayrılması bir spekülasyon krizine neden olabilir. Bu sudden stop tehlikesi Rusya (1998) ve Arjantin (2001) de kendini göstermişti (Dağlaroğlu, 2009).

Daha açık bir ifadeyle, finansal piyasaların görece daha sakin olduğu dönemlerde bir başka ifade ile yatırımcıların riske açık (*risk-on*) sanayileşmiş ekonomilerdeki yatırımcılar kaldıraçlı işlemler ile ve/veya portföy yatırımları ile gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik yatırımlarını arttırmakta bunun sonucunda gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin merkez bankaları kurun değer kazanımının önüne geçebilmek için yerli para karşılığında dolar almakta ve hiç istemedikleri bir biçimde rezerv para birimi cinsinden orta vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Bu süreçte gelişmekte olan piyasa ekonomileri yurtiçi yatırımcıyla yerli para birimi cinsinden menkul kıymet ihraç ederek buna cevap vermektedir. Böylece görece finansal piyasaların sakin olduğu dönemlerde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde kaldıraçlı işlemler sonucunda yapılan yatırımlar *swap*' a neden olmaktadır bu işlem rezerv para birimi cinsinden finansal varlık yerine riskli olarak görülen gelişmekte olan piyasa ekonomisine ilişkin finansal varlıklara yatırım olarak ifade edilmektedir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının azaldığı ve finansal piyasalarda oynaklığın arttığı dönemlerde kısacası yatırımcıların risk almaya istekli olmadığı kısaca kapalı olduğu (*risk-off*) durumda ülkeden sermaye çıkışı olmakta bunun sonucunda merkez bankasının uluslararası döviz rezervleri önemli ölçüde azalmaktadır. (Dağlaroğlu vd, 2013).

Literatürde bu konuyla ilgili pek çok çalışma sermaye hareketleriyle, borç stoku, enflasyon, banka krizleri arasında sistemik bir ilişki olup olmadığını sorgulamıştır. Bu noktada enflasyon ve kur krizi tanımlarına özellikle dikkat etmek gerekmektedir. Bu çalışmaların pek çoğunda ülkeye çok fazla yabancı sermaye girişiyle kriz arasında yüksek bir ilişkiye-korelasyona rastlanmıştır. Daha açık olarak yüksek sermaye girişleri kriz öncesi ekonomik yapıyı olgunlaştırmakta veya kırılmalıkları arttırmaktadır. Bu açıkçası krizin tipine göre, bankaların, şirketlerin veya kamu bütçesinin iflas riskini arttırdığını ifade etmektedir. Buna göre, gelişmiş ülkelerin koşula bağlı veya bağlı olmadan krizle karşılaşma olasılıkları gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük olmaktadır.

2.1. GELİŞMEKTE OLAN PİYASA EKONOMİLERİNE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Gelişmiş ülke Merkez Bankalarının 2008 finansal krizi sonrası uyguladıkları genişletici para politikası küresel likiditenin artmasına ve küresel sermaye hareketlerinin hızlanmasına zemin oluşturmuştur. Artan sermaye hareketlerinin yönü ve hacmi sermaye hareketlerini iten ve çeken faktörler tarafından belirlenmektedir.

Kriz dönemlerinde gelişmiş ülke Merkez Bankalarının geleneksel olmayan biçimde para arzını genişletmeleri ve küresel sermaye bolluğu geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları için iten faktörler içerisinde tanımlanırken, düşen küresel faiz oranları karşısında geliştirmekte olan ülkelere yönelik yatırım olanaklarının artması ve küresel yatırımcılarda risk iştahındaki artışlar ise çeken faktör olarak ifade edilebilmektedir (Magud vd., 2012). Özel sektöre verilen kredinin maliyeti ve varlık göreceli fiyatlarındaki değişim yurt içi finansal koşulları oluşturmaktadır. Kredi koşulları ve varlık fiyatları, para politikası duruşu, makro ihtiyati politika tedbirleri, kaldıraç oranlarını kapsayan diğer finansal koşullar ve küresel likiditeyi belirleyen ve sermaye akımlarını etkileyen dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Başta FED olmak üzere gelişmiş ülke Merkez Bankalarının uyguladığı genişletici para politikasına dayalı bu uygulamalar küresel düzeyde aşırı finansal riskin ortaya çıkmasına zemini oluştururken, GPE Merkez Bankalarının uyguladıkları konjonktür yönündeki politikalar da kendi ülke risklerini olumsuz etkilemiştir (IMF, 2014a; IMF, 2014, b).

Woodford (2012) ve Bernanke (2012)'ye göre FED varlık alımları, varlıkların fiyatını yükseltirken faizler sıfıra yakın olduğu için bonoların getirisini düşürmüştür. Varlık fiyatlarındaki artış, servet etkisi yoluyla tüketimin de artmasına yol açmıştır. Artan varlık fiyatları şirketlerin yatırım kararlarını da olumlu etkilemiştir. Zira uzun dönem faizlerin düşük olması yatırımın maliyetini azaltıcı bir etki göstermiştir.

FED'in uyguladığı Miktarsal gevşeme (QE) sonrası varlık fiyatlarının artması ve bono faizlerinin düşmesi finansal piyasalarda küresel bütünleşme sayesinde diğer ülkelerde de varlık fiyatlarında yükselme ve faizlerde düşme görülmüştür. Uluslararası aktarma kanalı FED para politikalarının diğer ülke ekonomileri üzerindeki etkisini açıklamaktadır. Bu kanal finansal ve ticari entegrasyonun varlığı altında geçerli olur. Daha açık bir ifadeyle dışa açıklık oranı yüksek ve sermaye hareketlerine açık

ekonomiler FED politikalarının kendi ekonomileri üzerindeki etkisini daha net hissetmişlerdir (Dahlhause vd. 2014).

Uluslararası sermaye akımları ve buna bağlı olarak ülkeye ilişkin risk algılaması, gösterge olarak risk primleri kullanılmak üzere yatırımcıların risk iştahına duyarlı olabilmektedir. Risk iştahı yatırımcıların belirsizlikten nefret derecesine bağlı olarak değişmektedir. Belirsizliğin derecesi ise makroekonomik ortama bağlı olmaktadır. Sermaye akımları üzerinde risk davranışlarının etkisini belirleyebilmek için yapılan çalışmalarda “risk almanın” göstergesi olarak yüksek getirili (BBB) kredi değerliliğine sahip ABD şirket tahvilleri ile ABD hazine bonoları arasındaki getiri farklılıkları ele alınmıştır (Dağlaroğlu, 2009). Yüksek Risk primleriyle (riskten kaçınmanın göstergesi olarak) GPE’ye yönelik fon akımlarıyla arasında negatif, kredi değerliliği (rating) ile ise pozitif yönlü korelasyona sahiptir (Jeanneau ve Micu, 2002; Gelos vd, 2004; Rozada ve Levy Yeyati 2006).

Yatırımcının risk iştahının bir göstergesi olan VIX endeksi riski fiyatlamının alternatif bir ölçüsü olarak kabul edilmektedir¹⁹. Bu endeks risk primleri üzerinde global finansal ortamın etkilerini araştıran çalışmalarda kullanılmaktadır (Dağlaroğlu, 2009). VIX endeksi ve yatırımcının riske bakış açısı, sermaye akımları üzerinde oldukça önemli role sahip olan kredi değerliliğinin en önemli iki belirleyicisidir. Bu bağlamda küresel risk VIX ile belirlenmektedir. VIX doğrudan risk iştahı üzerinde ve portföy akımı üzerinde etki etmekle kalmayıp aynı zamanda sermaye akımlarını iten çeken faktörlere de etki ederek dolaylı olarak da GPE’lere yönelik sermaye akımları üzerinde etki etmektedir (Guavin vd., 2014; IMF, 2007)

Uzun soluklu olan genişletici para politikaları finansal sistemde risk üstlenici kararları teşvik etmiştir yani portföy tercihleri riskli varlıklara yönelmiştir ayrıca bu politikalar bilançoların kaldıraçlı işlemlerle büyümesine olanak sağlamıştır. Bu yapı kriz sonrası küresel finansal riskin yeniden büyümesine neden olmuştur. Bu dönemde ülkelerinin risklilik düzeyinin iyileşmesine yurtdışı faktörler önemli katkıda bulunmuştur. VIX’in azalması önümüzdeki dönemde borsa endeksinin oynaklığının azalacağını göstermesi açısından önemli olduğu gibi ayrıca riski fiyatlamının alternatif bir ölçüsü olarak ve

¹⁹ Günümüzde piyasa oyuncuları tarafından gelişmiş ülkelerdeki volatilitenin bir göstergesi olarak iki endeksten söz edebiliriz: Bunlardan ilki VIX volatilité endeksi, S&P 500 endeks opsiyonun volatilitésini gösteren ve diğeri ise Alman DAX endeksi opsiyonun volatilitésini gösteren endekstir (Dağlaroğlu, 2009).

küresel anlamda yatırımcının risk iştahının göstergesi olarak kullanılmaktadır²⁰. Bu endeksin azalması gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin risk primlerinde önemli düşüğe neden olmuştur (Rozada ve Levy Yeyati, 2006; Özatay vd., 2008).

GPE'lerin risk primlerinde azalışa neden olan dışsal faktörlerden ikincisi FED'in uygulamış olduğu aşırı gevşek para politikasıdır. Risk primlerindeki azalışın arkasında yatan temel faktör, özellikle başta ABD olmak üzere sanayileşmiş ülkelerin merkez bankasının izlemiş olduğu gevşek para politikası faiz oranlarının düşmesidir. Faiz oranlarındaki azalış sanayileşmiş ülkelerdeki yatırımcıların ihtiyaç amacıyla daha az nakit tutmak istemelerine neden olmuştur. Böylece getiri aramak amacıyla yatırımcıların riskli varlıklara yönelik talepleri artmış ve bunun sonucunda risk primleri düşmüştür. Sonuç olarak bu dönemde ABD izlenen aşırı gevşek para politikasının risk primlerindeki azalışa katkısı ise 85 baz puan olmuştur (IMF, 2013b). Aynı zamanda gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları bu ülkelerdeki yatırımcıları getiri elde etmek amacıyla (*search for yield*) risk alma konusunda teşvik etmektedir (Dağlaroğlu vd, 2013; Rajan, 2005; Hoenig, 2010).

Gelişmiş ülkelerdeki gevşek para politikasına ek olarak kriz, risk ve getiri arasındaki algılanmanın da değişmesine neden olmuştur. Bu açıdan gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin kamu borç dinamikleri çoğu gelişmiş ülkelerin borç dinamikleri ile karşılaştırıldığında daha iyi olması gelişmekte olan ülkelerin finansal varlıklarına olan talebin artmasına neden olan bir diğer faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (IMF, 2010). GPE'lere yönelik sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer önemli faktör büyük merkez bankaların para politikası duruşlarındaki belirsizliktir. Nitekim Pastor ve Veronesi (2013), FED faizlerinin artıracığı bilgisi gibi politika haberlerine bağlı şoklar ekonomik şok etkisi göstermekte ve küresel risk primi etkilemekte olduğunu belirtir.

Guavin vd (2014), büyük merkez bankalarının politika belirsizliğinin GPE'nin portföy akışını azalttığını öne sürmüştür. Politika belirsizliği yatırımcıların risk iştahında azalmaya neden olarak gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik bono talebini düşürmektedir. Yazarlar, ABD politika belirsizliği durumunda yatırımcıların riskli gördüğü GPE'lerden çıkarak güvenli liman olarak baktıkları ABD varlıklarına yöneldikleri yönünde güçlü ampirik bulgular olduğunu öne sürmektedirler.

²⁰IMF (2006) göre, VIX volatilité endeksindeki bir puanlık standart sapma risk primlerinde yüzde 29'luk bir artışa neden olmaktadır.

Sermaye hareketleri üzerinde hangi faktörlerin daha etkili olduğu yönündeki görüşler literatürün son dönem tartışma konuları arasında önem kazanmıştır. 1990'lı yıllarda yapılan çalışmalarda sermaye hareketlerini etkileyen iten ve çeken faktörlerin etkisinin ülke ve zaman ve sermaye akımın türüne göre değişiklik gösterdiği bulgusu vardır. Ancak Fratzscher (2011)' e göre, kriz döneminde sermaye akımlarını hareketini belirleyen temel faktörlerin küresel (iten) faktörler olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Yurt içi (çeken) faktörler ise dinamik faktörlerdir ve kriz sonrası GPE' ye yönelik sermaye akımları üzerinde etki göstermişlerdir. Küresel likidite bolluğu ve gelişmiş ülkelerde azalan faizler sermaye hareketlerinin gelişen piyasa ekonomilerine akışını hızlandırmaktadır. Yurt içi faktörler gelen sermayenin yönünü belirlemekte etkilidir. Bu bir kaç kanaldan olmaktadır örneğin küresel sermaye tercihini, borsa, gayrimenkul veya firmaların bonolarına yönelik olarak kullanabilir (Carderelli vd 2009).

Ananchotikul ve Zhang (2014)' e göre, VIX, varlık fiyatlarının volatilitesi üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir. Bono piyasasının VIX' e duyarlılığı enflasyon ve cari açık gibi makro ekonomik temellerdeki bozulmaya bağlıdır. Yazarlara göre GPE'lere yönelik sermaye akımları üzerinde küresel faktörlerin yurt içi faktörlere göre daha etkilidir²¹. Bu bulgular Fratzscher (2011) ile uyumludur. Küresel risk iştahındaki değişimler ve varlıkların getirisi dahil küresel faktörler (iten faktörler) GPE'lere yönelik sermaye akımlarının temel belirleyicisi konumundadırlar (iten faktörler temel belirleyici).

VIX'in sermaye hareketleri üzerindeki belirleyici rolüne değinen bir başka çalışma Nier vd (2014) çalışmasıdır. Yazarlara göre, VIX küresel sermaye hareketleri üzerinde doğrusal olmayan bir etkiye sahiptir. VIX'in düşük olduğu riske açık (risk on) dönemlerde VIX'in küresel sermaye hareketleri üzerindeki etkisi düşüktür ve sermaye hareketleri diğer faktörlere (fundamental) bağlı olarak hareket etmektedir. Buna karşılık VIX'in yüksek olduğu risk iştahının kapandığı dönemlerde küresel sermaye hareketleri VIX tarafından belirlenmektedir ve diğer faktörlerin etkisi de düşüktür. VIX üzerinde

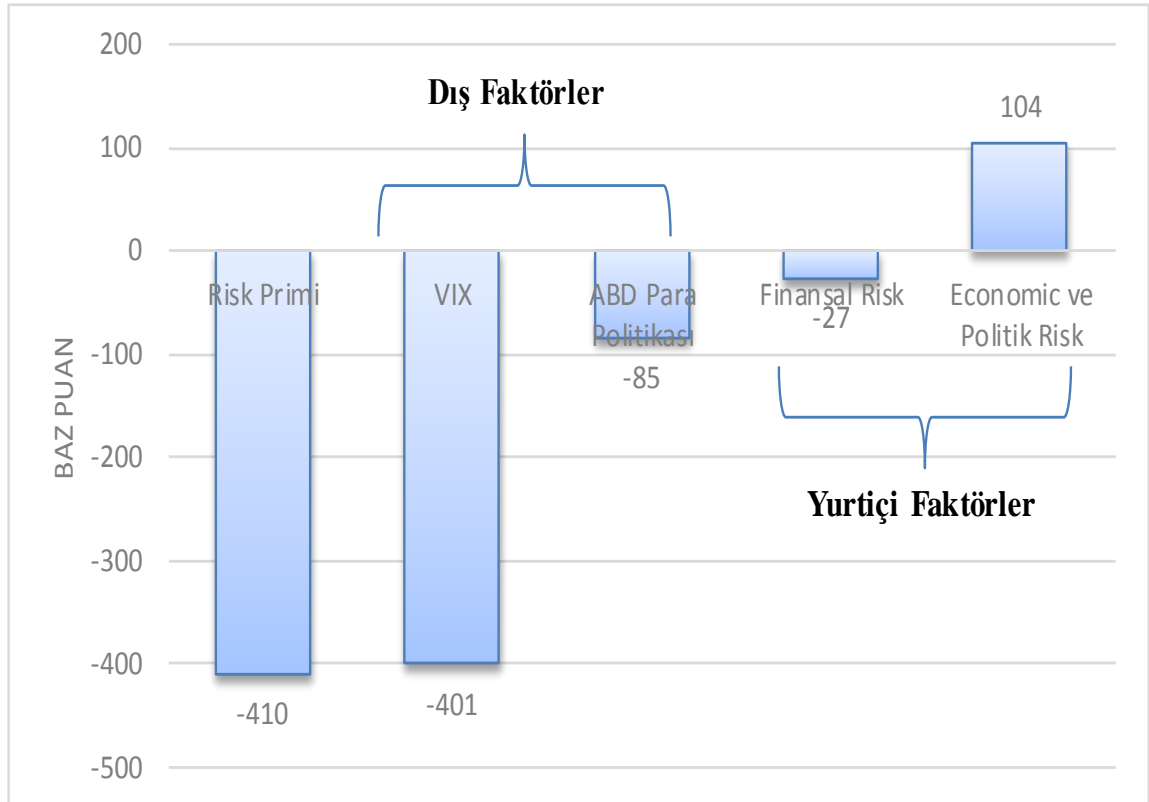
²¹ Çalışma ayrıca portföy akımların varlıkların getirisi üzerinde yüksek etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Bu etki hisse senetleri için tüm bölgelerde kriz döneminde daha belirgin olmakla birlikte gelişen Avrupa da çok daha güçlüdür. Bono piyasasında ise bu durum gelişen Asya için geçerlidir. Döviz kuru üzerindeki etki ise Latin Amerika ve gelişen Asya da daha belirgindir. VIX deki artış küresel risk iştahının kapandığının göstergesidir. Bu artışın varlık fiyatları üzerindeki etkisi incelendiğinde en fazla etkinin bono piyasasında olduğu görülmektedir. Bu etki gelişen Avrupa da diğer bölgelere göre çok daha fazladır. VIX'in kur üzerindeki etkisi hisse senetleri üzerindeki etkisinden daha fazladır. Latin Amerika ülkelerinde bu etki çok daha güçlüdür. VIX etkisi finansal açıklık derecesi yüksek ülkelerde daha belirgindir. VIX'in bono fiyatları üzerindeki etkisi makroekonomik istikrarla uyumludur. Makro ekonomik istikrarsızlık artarsa VIX etkisi de yükselmektedir.

Fed para politikası etkilidir. Fed genişletici para politikası risk iştahının artmasına ve VIX in düşük düzeyde kalmasına neden olmaktadır.

G4 ülkeleri arasındaki büyüme farklılıkları ve küresel finansal koşullar GPE yönelik sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi konumundadırlar. Faiz oranı farklılıkları sermaye hareketlerinin belirleyen önemli faktörler arasındadır. Ayrıca sermaye hareketleri finansal sistemi gelişmiş ülkelere daha fazla giderken kamu borç stoku yüksek olan ülkelere daha az gitmektedir. VIX'in etkisi finansal açıklık veya dış açıklık derecesine bağlı olarak artmaktadır. Faiz farkının yüksek olduğu koşullar altında VIX etkisi azalmakta ve sermaye hareketlerinin belirleyicisi faiz farkları olmaktadır (Bekaert vd., 2013; Rey, 2013; Nier vd., 2014).

IMF (2013 b) bulgularının yansıtıldığı Şekil 2.1. Fratzscher (2011) ve takip eden literatürü desteklemektedir. Şekilde görüldüğü gibi dış faktörler GPE'lerde risk primi daha fazla etkilemekte ve sermaye hareketleri üzerinde temel belirleyici rol oynamaktadırlar.

Şekil 2.1.GPE Risk Primlerindeki Değişimin Ayrıştırılması (2008-2012)



Kaynak: IMF (2013b: 38; aktaran Dağlaroğlu vd., 2013)

2.2.SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Küresel risk iştahındaki hoşnutsuzluğu yansıtan VIX deki değişimin borsaları etkilemesi söz konusu ülkenin sermaye hesabının açıklık derecesiyle yüksek korelasyona sahiptir. Bu toplam dış yükümlülükler/GSYİH rasyosuyla ölçülebilmektedir. Ülke ne kadar sermaye hareketlerine açıksa küresel finansal şokların olumsuz etkisine kapılması ve dış şokların bu ülkenin yurt içi finansal piyasalarını etkilemesi o kadar büyük olur²². VIX'in etkisi ülkenin uyguladığı kur sistemiyle de yakından ilgilidir²³. Bu bağlamda yönetimli kur sistemleri uygulayan ülkelerde küresel risk iştahındaki değişimlerin yurt içi piyasaları etkilemesi esnek kur sistemi uygulayan ülkelere göre daha düşük olmaktadır. Buna karşılık sabit kur sistemleri bir şok emici olmadığı için ve rezervlere bağlı olduğu için yönetimli kur sistemlerinde VIX'deki değişimlerin bu ülkelerdeki bono getirinin volatilitesine etkisi daha fazladır (Ananchotikul ve Zhang 2014).

Kredi genişlemesi, yatırımların, tüketimin artmasına ve uzun dönemde finansal derinleşmeye katkıda bulunabilir. Diğer yandan aşırı kredi genişlemesi banka ve firma bilançolarının bozulmasına ve finansal kırılganlığa neden olabilir. Kredi patlamasını tetikleyen faktörler olarak finansal sisteme yönelik deregülasyonlar ve finansal sistemin liberelize edilmesi gösterilebilir. Finansal liberalizasyon ülkeyi sermaye hareketlerine açık hale getirir ekonomik büyümeyle beraber yabancı sermaye akışı da fazlalaşır. Sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki bozucu etkisi sabit kur sistemlerinde daha fazladır. Artan sermaye hareketleri bankacılık sektörü başta olmak üzere finansal ve finansal olmayan kesimde bilanço kırılganlıklarına ve makroekonomi politikaları etkisizleştirebilmektedir. Diğer yandan küçük açık ekonomilerde döviz kurundaki

²²Guavin vd (2014) doğrusal regresyon analizi kullanılan çalışmalarında, ABD politika belirsizliğinden kaynaklanan şokların GPE'lere yönelik borsa ve bono talebini önemli ölçüde azaltacağı bulgusuna ulaşılmıştır. Buna karşılık Euro Bölgesi politika belirsizliği kaynaklı şoklar bono talebini azaltırken borsaya yönelik sermaye akımlarını arttırmıştır. ABD kaynaklı şok yatırımcılar için güvenli liman etkisi yaratırken, Euro Bölgesi kaynaklı şok benzer etkiyi ortaya çıkartmadığı görülmektedir. Euro bölgesi kaynaklı şokun doğrusal olmayan bir etki gösterdiğini ancak ABD kaynaklı şokun doğrusal bir etki gösterdiğini söyleyebiliriz ve küresel risk belirsizliğini doğrusal olmayan biçimde ifade edebiliriz. Burada doğrusal olmamasının nedeni EU kaynaklı şokun GPE'lere yönelik bono ve hisse senedi talebinde farklılık göstermemesi olarak açıklanır.

²³ Gourinchas ve Obstfeld (2012), göre döviz kurunun değer kazanmasına kaldıraç oranlarının yükselmesine neden olarak gerileme dönemlerinde GPE'leri finansal krizlere sürüklemektedir. Buna ek olarak yüksek sermaye hareketleri makroekonomik ve finansal istikrarı tehdit etmektedir.

volatiliteye eşlik eden sermaye hareketlerindeki artış finansal dolarizasyona yol açarak kredi patlamasının yukarıda bahsedilen büyüme üzerindeki beklenen etkisini yitirmesine neden olmaktadır. Maliye politikaları gecikme etkileri nedeniyle kredi patlamasının sona erdiğinde etkisin gösterebilmektedir. Bununla kredi büyümesi döneminde dengeli bütçe uygulayabilen ülkeler sermaye hareketlerinin tersine dönüşünde finansal sisteme destek olabilirler (Carderelli vd., 2009; Dell Arriccia vd., 2012).

Sermaye akımlarının hacminin artması ve küresel risk algılamalarındaki olumsuzluklar GPE varlık fiyatlarının volatilitésinin artmasına neden olmaktadır. Bu ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin volatilitésini hayli yüksektir. Küresel finansal bütünleşme sermaye hareketleri yoluyla gelişmiş ülkelerdeki politika değişikliklerinin GPE ekonomilerini etkilemesine yol açan bir aktarma kanalı oluşturmaktadır. Bu nedenle küresel finansal piyasalarda biriken stres GPE ekonomilerini başta yurt içi finansal piyasalar olmak üzere olumsuz etkilemektedir. Küresel likidite bolluğu ve artan sermaye hareketleri gittiği ülkede kredi genişlemesine neden olmaktadır. Kredilerin aşırı büyümesine GDP büyümesi eşlik eder ancak finansal ve reel sektör bilançolarının bozulması ve takip eden kriz sonrası GSYİH düşme keskin olur. Kredi büyümesi bankaların bilançolarında bozulması sonu ortaya çıkan bankacılık krizi sektörün ve ülkenin kredibilite kaybı anlamına gelir. Kredilerin aşırı büyümesi ve kriz dönemlerinde cari açığa keskin değişiklikler ortaya çıkar. Kriz döneminde cari açığa ki değişimin arkasında iç talep azalması vardır (Calvo vd., 2006; Abiad vd., 2011; Ananchotikul ve Zhang 2014).

Carderelli vd (2009) göre sermaye hareketleri gelişen piyasa ekonomilerinde önce büyüme üzerinde pozitif güçlü bir etkiye neden olsa da uzun dönemde ekonomik daralmaya neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin arttığı dönemde yurt içi tasarruf oranı düşerken cari açık daha da arttıracaktır. Bunun nedeni varlık fiyatlarındaki artış ve iç talepteki genişlemedir.

Daha açık bir ifadeyle yazarsak, GPE'ler de dış sektör volatilitésini gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Bu durum cari açık sermaye hesabı ve döviz kuru arasındaki ilişkiden kaynaklanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde cari açığın finansmanı belirlilik gösterirken ve ekonomi için önemli sorun teşkil etmezken gelişen piyasa ekonomilerinde banka kanalı kullanımı yaygındır. Özellikle kredi patlamasının yaşandığı dönemi takip eden

dönemlerde ortaya çıkan yüksek cari açığın finansman sorunu gelişen piyasa ekonomileri için önemli bir sorundur (Elekdağ ve Wu, 2011).

2008 finansal krizi sonrası GPE'ler de görülen makroekonomik gelişmelere ait bulguları yukarıdaki literatürü desteklemektedir. Yazarlara göre FED'in miktarsal gevşeme politikasını takiben birçok ülkede sermaye akımlarına eşlik eden aşırı kredi büyümesi görülmüştür. Bu kredi büyümesi GPE'lerin hızlı bir toparlanma sürecine girmesine olanak sağlamıştır. Bunun nedeni tüketim ve yatırım harcamalarını destekleyecek dış finansman olanakların kolay ulaşabilmelerinde yatmaktadır. Bankacılık sektörü bu kredi genişlemesine yol açan aktarım mekanizmasının temelini oluşturmaktadır. Diğer yandan bazı GPE'ler de gölge bankacılık sistemin geliştiği görülmektedir. Borçlanma araçlarını kullanma konusunda en fazla öne çıkan ülkeler ise Türkiye ve Hindistan olmuşlardır. Firma kaldıraçlarının artması ekonomik büyüme ve getiri eğrisi finansal koşullara oldukça duyarlı hale gelmiştir. Bir diğer nokta sermaye hareketlerinin artmasıyla yükselen yurt içi krediler ve talep ve güçlü yerli para birimi bu ülkelerde cari açığın kronik bir sorun olmasına yol açmıştır. Bazı ülkelerde artan kısa dönem borçların finansmanı da cari açıkla birlikte ciddi bir sorun haline gelmiştir. Krizden önceki döneme göre GPE dış kaynaklara-borçlara ihtiyacın daha fazla olması GPE'leri küresel finansal koşullardaki değişimlere karşı daha kırılgan yapmıştır. Nitekim 2013 yılında FED varlık alımlarını sonlandırmaya başlayacağı (*Tapering*) açıklamasından sonra GPE'lerde hızlı sermaye çıkışlarıyla birlikte (özellikle Türkiye ve Güney Afrika başta olmak üzere Kırılgan Beşli) kur ve faizde trend değerinin üzerinde görülen değişimler ve bozulan makro ekonomik dengeler bu kırılganlığın en açık göstergesi olmuştur (Sahay vd. 2014; Onaran, 2013)

Son olarak sermaye hareketleri ve kredi genişlemesinin enflasyon üzerindeki etkisine bakacak olursak. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde kredi genişlemesinin enflasyon üzerinde doğrudan etkisi olmasa da, dışa açıklık derecesinin yüksek oluşu yurt içi talepte dengesizliklere yol açarak cari açığın artmasına ve ülke parasının aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Bu nokta da örtük veya açık enflasyon hedeflemesi politikası kredi genişlemesine ve onun yaratacağı finansal dengesizliklere çözüm sağlamayacaktır. Enflasyon kredi patlamasının ilk evresinde trenden sapma göstermemesi politika başarısı olarak da kabul edilmemelidir (Bean vd. 2010). Ancak kredi genişlemesinin yol açacağı finansal kriz ve döviz kurunun sıçraması aynı zamanda

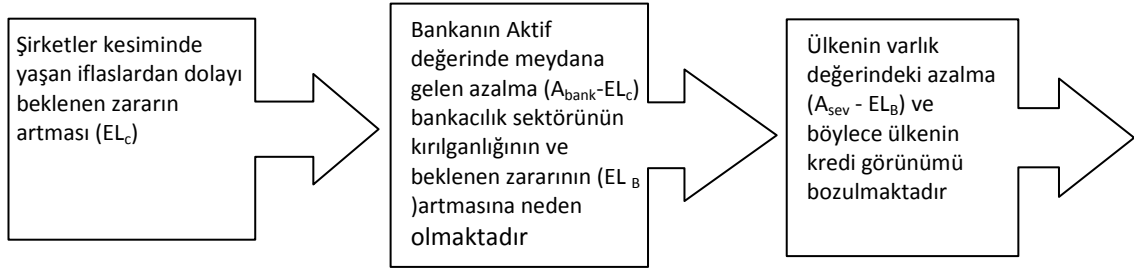
enflasyon oranında da ani sıçramalara neden olacaktır. Bu bağlamda konjonktür yönündeki para ve maliye politikaları kredi genişlemesine zemin hazırlamakta ve ani duruş tehlikesine açık hale gelinmesine neden olmaktadır.

2.3.SERMAYE HAREKETLERİNİN FİNANSAL KRİZLERLE İLİŞKİSİ

1990'lardan itibaren gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal krizlere baktığımızda krizlerin temelinde varlıklar ve yükümlülükler arasındaki vade uyumsuzluğunun neden olduğu borcun çevrilememesi probleminin rol oynadığı görülmektedir. 2007 Ağustos ayında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan kredi krizinde de uzun vadeli kompleks yapılandırılmış finansal ürünlere yapılan yatırımlar kısa vadeli fonlarla finanse edildiğini görmekteyiz. Bu durum aynen 1990'ların ortasından itibaren gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal krizleri akla getirmektedir. Meksika 1994-95, Brezilya 1998-99 kriz öncesinde kamunun borcu ve 1997'den sonra Güney Kore, Tayland ve Endonezya'da ve Türkiye 1994 ve 2000-01 yaşanan finansal krizler göstermiştir ki bu krizlerde kamunun ve özel sektörün kısa vadeli borç stoku önemli rol oynamıştır (Dağlaroğlu, 2009). Cole ve Kehoe (1998), hükümetler veya özel sektör büyük miktarda kısa vadeli döviz cinsinden yükümlükler taşıyorsa ülkenin risklilik derecesinin artmasına ve kimi zaman ise ülkenin borçlarını ödeyememesine (*default*) neden olabilmektedir.

Faiz oranlarında, döviz kurlarında veya risk iştihasında ortaya çıkan bir değişme firma ya da bankanın aktiflerinde bozulmaya yol açmaktadır. Böyle bir durum firma veya bankanın (veya tüm sektörün) iflasını gündeme getirmektedir. Bilançolar arasında riskin transfer edilmesine neden olabilecek böyle bir durum karşısında yaygın iflaslar görülebilmektedir. Risk transferi şirketler kesiminden bankacılık sektörüne ve neticede ülkenin bilanço yapısına yansımakta yani "tavana" çıkmakta ve ekonominin bütünü etkileyen finansal krize neden olmaktadır. Literatürde bu risk değerlendirmesine "makro finansal" risk veya "şarta bağlı yükümlülük (*Contingent Claims Approach, CCA*) yaklaşımı denilmektedir (Keller vd. 2007). Aşağıdaki Şekil 2.2 bu durumu göstermektedir.

Şekil 2.2. Makro Finansal Risk ve Şarta Bağlı Yükümlülük Yaklaşımı



Kaynak: Dağlaroğlu (2009), Keller vd (2007:9)

Son finansal krizin yansıması olarak şarta bağlı yükümlükler kamu sektörünün finansal pozisyonunun değerlendirilmesinde gittikçe önem kazanmaktadır. Bu yükümlülükler hükümetlerin karşısına birden çıkmaktadır. Finansal ve ekonomik kriz dönemlerinde bankaların, belediyelerin, kamu iktisadi teşekküllerinin hatta özel sektör işletmelerinin iflasına karşı üstlenmiş olduğu zımni yükümlükler sonucu ortaya çıkan maliyet kamu borç stokunu sürdürülemez seviyelere çıkartabilmektedir²⁴ (Cebotari, 2008).

2008’de yaşanan kredi krizinde bankaların ellerinde tutmuş oldukları varlıkları satarak kaldıraçlarını azaltmaları onlar için oldukça problematik sonuçlara yol açmıştır. Zira likit olmayan piyasa koşullarında bankaların ellerinde tutmuş oldukları varlıkları ellerinden çıkarmaları veya varlıkların değerini o andaki piyasa fiyatından değerlemeleri (*mark-to-market*) zararların ortaya çıkmasına ve sermaye kayıplarına yol açarak kaldıraç çarpanlarının artması sonucunu doğurmuştur. Menkul kıymetlerinin fiyatlarının sürekli düştüğü bir ortamda bankaların ellerinde tutmuş oldukları menkul kıymetleri

²⁴ Cebotari’ye göre zımni yükümlülükler oldukça maliyetlidir. S&P’nin tahminlerine göre son bankacılık krizinin 2008 yılı ilk altı ayı itibariyle rating verilen 75 ülke arasında finansal sektörden kaynaklanan riskin boyutu GSYİH’nın yüzde 27’sine denk gelmektedir. ABD ekonomisi için bakıldığında, Eylül sonu itibariyle finansal sektöre yönelik önlemler (Fannie Mae ve Freddie Mac dahil olmak üzere) GSYİH’nın % 24 ½ ‘sine denk gelmektedir (Cebotari, 2008: 7). Konuyu biraz daha açmak gerekirse global finansal kriz öncesi Avusturya Doğu Avrupa ülkeleri ile arasındaki güçlü ticari ve finansal bağlar sayesinde önemli kazanımlar elde etmiştir. Ancak finansal kriz sonrası bu bağlantı Avusturya hükümeti için kırılganlık kaynağı olmaktadır. Bunun nedeni Avusturya bankalarının geçiş ekonomileri olarak adlandırılan ekonomilerdeki önemli yatırımlarıdır. BIS’in konsolide bankacılık verilerine göre Avusturya bankalarının Gelişmekte olan Avrupa kategorisinde yer alan ülkelerdeki alacaklarının yüzdesel dağılımı şu şekildedir: Çek Cumhuriyeti (% 17.9), Romanya (% 16), Macaristan (% 12.6), Hırvatistan (%12.3) ve Slovakya (%10.6) (Maechler ve Ong, 2009: 18). Bu ülkelere açılan kredilerin toplam tutarı 278 milyar ABD doları bir başka ifade ile Avusturya’nın GSYİH’nın yüzde 65’dir ve bu durum Avusturya hükümetinin karşılaşılabileceği şarta bağlı yükümlülüklerin artması anlamına gelmektedir (Becker, 2009: 2-3).

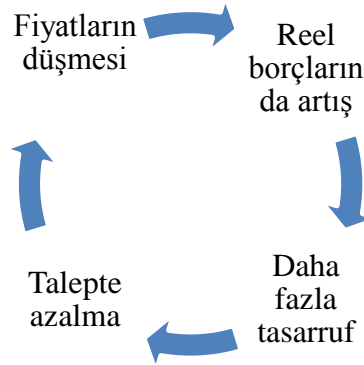
sürekli piyasa fiyatından değerlendirmeleri bankaların kaldıraç oranlarının artması bilançolarını bozmuş ve bankaların kredi değerliliğinin azalmasına neden olmuştur²⁵ (Dağlaroğlu, 2009). Bu durumun sonucunda başlangıçta kredi krizi olarak başlayan kriz likidite krizine dönüşmüştür. Varlık balonunun patlaması sonucunda finansal kurumlar-bankalar açısından ortaya çıkan bir diğer istenmeyen durum ise bilanço dışı yükümlülüklerinde meydana gelen artışlar ve vermiş oldukları krediler karşılığında almış olduğu teminatların değerinde meydana gelen azalışlardır (IMF, 2009a)

Küçülme dönemlerinde finansal piyasalarda kaldıraçlı işlemlerin etkilerine baktığımızda, varlık fiyatlarının düşmesi sonucu teminatların değerinde azalma meydana gelmekte bu azalış kredi koşullarını sıklaşmasına neden olmaktadır. Bu durumda likidite sıkıntısı içindeki borçluların ellerindeki varlıkları acilen elden çıkarmaları varlık fiyatları düşmesine ve bankaların sermaye yapılarının, likidite durumlarının hızlı bir şekilde bozulmasına yol açmaktadır. Böyle bir durum banka kredilerinin durması sonucunu doğuracaktır (*credit crunch*). 2008 finansal krizi, Büyük Depresyon (1929 krizi) ve Asya krizi ile bu açıdan aynı özelliklere sahip krizlerdir (IMF, 2009a).

Bu durum borç deflasyonu sürecini ifade etmektedir. Reel ve finansal servette meydana gelen büyük çaplı azalış ekonomik birimleri ihtiyat amacı ile daha fazla tasarruf etmelerine, belirsizlik nedeniyle ekonomik birimlerin “bekle ve gör” davranışı içerisinde olmalarına ve kredi koşullarında ortaya çıkan daralma nedeni ile toplam talepte büyük çaplı bir azalmalara neden olmakta ve deflasyon riskini arttırmaktadır (Spilimbergo vd., 2008).

²⁵ Kaldıraçlı işlemler (borçlanarak yapılan yatırım) konjonktür ile örtüşen (*procyclical*) bir yapı sergilemekte ve finansal konjonktürün (*cycle*) yardımı ile büyümektedir (Adrian ve Shin, 2008; Frank vd. 2008).

Şekil 2.3. Deflasyonist Döngü



Kaynak: Citibank (2009:45).

De Bock ve Damyanets (2012) artan sermaye hareketleri ve kredi genişlemesi konusunda verilen kredilerin kalitesi oldukça önemlidir. Takipteki kredilerin toplam krediler içindeki payının arttığı daralma dönemlerinde bankacılık sektörünün kırılganlığı artmaktadır. Söz konusu çalışmanın bulguları bu sonucu desteklemektedir. Çalışma bulgularına göre dış şokların neden olduğu daralma dönemlerinde kredi hacmi daralmakta aynı zamanda NPLs artmaktadır. NPLs artması bankacılık sektörünün daha kırılgan olduğunun önemli göstergelerinden biridir. Bu birbirini takip eden bir süreçtir ekonomik daralmaya neden olan bir şok NPLs artmasına ve kredi daralmasına neden olmaktadır. Bu açıkça bir borç deflasyonu sürecidir²⁶.

Sorunu GPE'ler için ele aldığımızda banka-firma veya kamu borç dış stokunun ülke ekonomisi için kırılganlık yarattığı görülmektedir. Bu bağlamda Catao ve Milesi-Ferretti (2013), çalışması yurt dışı yükümlülüklerin ve bu yükümlülüklerin kompozisyonuna odaklanarak finansal krizlerin belirleyicilerini analiz etmeyi amaçlamıştır. Çalışmaya göre Net Yabancı Varlıklar /GSMH rasyosu ve finansal kriz arasında pozitif yönlü korelasyon vardır. Buna göre dış yükümlülükler /GSMH rasyosunun %50'nin üzerinde olması kriz sinyali sayılmaktadır. 2008 yılında Net Yabancı Varlıklar /GSYİH % 70 ve üzeri olan Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İrlanda 2010 borç kriziyle karşılaşan ülkeler karşılaşan ülkeler olması bu korelasyonu geçerli kılmaktadır. Dış yükümlülüklerin varlığı altında gelişmekte olan ülkeleri bekleyen en

²⁶ Söz konusu çalışma Türkiye'de finansal sistemin işleyişinin konjonktür yönünde olduğunu belirtmiştir.

önemli risk sudden stop etkisidir²⁷. Cari açık, borcun sürdürülebilirliği ve buna bağlı olarak ülke riski kırılganlık için önemli göstergelerdir. Çalışma cari açık açığı ve reel döviz kuru açığı olarak iki değişken tanımlamış ve bunların net dış borç üzerindeki etkisine bakmıştır. Ayrıca VIX ve ülkelerin kredi derecesinin net dış borç üzerinde etkili olan dışsal faktörler olarak belirtmiştir. Yani reel döviz kurundaki değişme, bütçe açığı küresel finansal piyasalarda volatilité artışı (VIX'in yükselmesi) net dış borçların olumsuz etkisini arttırmaktadır.

2.3.1Krizin Gelişmekte Olan Ekonomilere Yayılması

Gelişmiş ülkelerde yaşanan şoku geliştirmekte olan ülkelere etkisini analiz eden çalışmalar iki temel bulguya ulaşmışlardır. Bu bulgulardan birincisi, krizin yayılmasında yaygın faktörlerin etkisinin olduğudur. Yaygın faktörler, tüm geliştirmekte olan piyasa ekonomilerinde aynı etkilere yol açan faktörlerdir. İkincisi ise ülkeye özgü faktörlerdir. Bu geliştirmekte bölgeler arasında, geliştirmekte olan ülkeler ve sanayileşmiş ülkeler arasında birlikte hareket olarak adlandırılır. Burada ortak faktörün global şoklar olduğú söylenebilir. Bu şoklara örnek global anlamda piyasanın algılamasında ve riskten kaçması verilebilir (IMF, 2009b).

Bu noktada ülkeye özgü faktörleri açmak gerekirse, ülkeye özgü faktörler ise iki grupta toplanmaktadır: GPE ve kalkınmakta olan ülkeler arasındaki finansal ve ekonomik bağlar ve uygulanan politikalardan veya yapısal faktörlerden kaynaklanan kırılganlıklar. Şoklara karşı ülkelere özgü finansal kırılganlık kaynakları, yurtiçi bilanço kırılganlıkları ve açıklık ile ilgili olmaktadır. Bu faktörler ülkeleri yatırım yapan ekonomiler kaynaklı şoklara karşı ülkeyi ödemeler bilançosu ve döviz kuru krizi ile yüz yüze getirmektedir. Bunun yansıması risk primlerinde artış ve hisse senedi fiyatlarında düşüş olarak karşımıza çıkmaktadır (IMF, 2009b). Küresel kriz geliştirmekte olan piyasa ekonomilerini iki kanaldan etkilemektedir²⁸: Bu kanallardan ilki; global anlamda kaldıraçlı

²⁷ *Sudden Stop* (Ani Duruş): Ülkeye gelen sermaye hareketlerinin makro finansal riski ön görerek ve/veya güvenli piyasalarda bir toparlanma veya güvenli piyasalara yönelme durumunda bulunduğu ülkeden kaçış olarak ifade edilebilir.

²⁸ Thomas (2009), yılındaki çalışmasında küresel krizin geliştirmekte olan piyasa ekonomilerine olan maliyetini tahmin etmiştir. Yazara göre, hiç sermaye akımının gerçekleşmediği ve yerel olarak bankacılık krizinin yaşandığı ekonomilerde çalışma sermayesine, uzun vadeli finansman olanakları ve dış ticaret kredilerinde meydana gelen azalma nedeniyle ithalat hacminde yüzde 5-6'lık bir düşüş olacağını tahmin etmiştir.

pozisyonların tersine çevrilmesi sonucu sermaye akımlarının aniden durması – çıkması ve ikinci kanal ise; global resesyonun ihracat talebini azaltmasıdır

Sermaye hareketlerinin GPE'lere girmesi ve çıkmasıyla ifade edebileceğimiz kanal basitçe faiz kanalı olarak ifade edilebilir. Bu noktada Küresel faiz oranlarının gelişen piyasa ekonomilerini finansal krize götüren süreç veya faiz kanalı basitçe şu biçimde anlatılabilir: Düşük faiz oranları borçlanmanın maliyetini düşürerek firmaların kaldıraçlı işlemler yapmasına neden olur. Bu durum finansal piyasalarda volatilitenin artmasına neden olacaktır. Düşük faiz oranları risk üstlenici kararları harekete geçirmiştir. Kredi genişlemesinin ilk evrelerinde toplam sermaye harcamaları içerisinde dış finansman payını gösteren (RZ) indeksi artmıştır. Bu basitçe zayıf makro ekonomik görünüme neden olacak zincirin halkalarını oluşturmuştur. Bu kötü makro ekonomik performansın en önemlisi artan cari açıkların istikrarsız yabancı fonlarla finanse ediliyor olmasıdır (Elekdağ ve Wu, 2011).

Bu krizde banka kredileri gelişmiş ülkelerde yaşanan finansal stresin gelişmekte olan ülkelere yayılmasına neden olan temel mekanizma olarak karşımıza çıkmaktadır. Batı Avrupa bankaları önderliğinde gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının boyutu sanayileşmiş ülkelerin GSYİH'nın yüzde 10'a denk gelmektedir (Danninger vd, 2009).

2.3.2.Sermaye Hareketleri Varlık Balonlarının Oluşumu Ve Finansal Krizler

Küresel ekonomide sermaye hareketlerindeki hızlı artış ve azalışlar ile finansal krizler arasında bağlantı kurulan dönemlerin incelenmesinde küresel likidite kritik kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülkeler arası bankacılık faaliyetleri küresel finansal sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır ve bazı dönemlerde volatilitesi oldukça yüksektir. Küresel sermaye hareketleri üzerine olan çalışmalarda küresel risk iştahı, belirsizlik ve riskin dağılımı, para politikası duruşu (para politikası çerçevesinin çizdiği), küresel finansal koşullar ve bankacılık sektörünün risk iştahı uluslararası sermaye akımlarını etkileyen faktörler olarak ön planda çıkmaktadırlar (Cerutti vd., 2014),

Cerutti vd (2014), göre sermaye akımları ile ABD, İngiltere ve Euro Bölgesi getiri oranları arasında negatif yönlü bir ilişkiye rastlanmıştır. Buna karşın kısa vadeli faiz

oranları ve parasal genişlemeyle uluslararası banka kredileri arasında güçlü bir bağ yok. Sermaye hareketlerinin regülasyonu bankalara yönelik sermaye hareketlerini azaltırken sermaye hareketlerinin kontrolü banka dışı kesime yönelik sermaye akımlarının da azalmasına olanak sağlar. Ülke ekonomilerinin yapılsa durumu, esnek döviz kuru sistemi altında sermaye hareketlerinin kontrolüne yönelik politikalar banka ve banka dışı özel kesime yönelik sermaye hareketlerini engelleyebilir. Sermaye hareketlerini etkileyen faktörler; finansal piyasalardaki belirsizlik ve risk algısı, küresel bankaların fonlama koşulları, parasal büyüklüklerin gelişimi, ülkelerin para politikaları, finansal yenilikler ve finansal regülasyonlar. Bu kanallar yurt içi ve küresel bankaların kredi koşullarını etkilemektedir.

Kredi büyümesi 2008 sonrası gelişen piyasa ekonomilerinin karşılaştığı en temel olgulardan bir tanesidir. Kredi büyümesi gelişmekte olan ülkelerde finansal krize zemin oluşturacak riskler taşımaktadır. Bu durum birçok GPE için geçerlidir. Krediyle borçlanma kaçınılmaz olarak varlık fiyatlarına etki etmek isteyecektir. Bankacılık krizleri yüksek sermaye akımları kredi patlaması sürecinin devamında gerçekleşmiştir. Çin örneğinden yola çıkarsak varlık balonları ve kredi büyümesi sayesinde Çin 2011 büyüme oranı 10.6 iken 2012 yılında 7.7 olmuştur. Fitch'in Latin Amerika bankacılık sektörü görünümünü değerlendirdiği çalışmasında kredi büyümesinden sonra bankaların kredilerini azalttıkları rapor edilmiştir (Onaran, 2014).

Bu noktada sermaye hareketlerinin banka ve finansal kırılganlığa yol açtığı süreçte, kaldıraçlı işlemlerin artması ve buna bağlı olarak varlık balonlarının oluşması önemli bir rol oynamaktadır. Son dönem literatürde varlık fiyatları ve kaldıraç oranları arasındaki ilişki risk alma kanalı ile açıklanmaktadır. Bu kanal finansal hızlandırıcılar modelinin açıklama gücünü arttırmaktadır. Bu kanal düşük faiz oranlarında bankaların varlık ve teminatlarını bozucu bir biçimde aşırı risk alıcı davranışları ve merkez bankasının aktarma kanalının etkinliğini analiz etmektedir.

Diamond ve Rajan (2000) çalışmasında kredi büyümesi, kredi talebini etkileyen faktörler, arzını etkileyen faktörler ve finansal değişkenler arasındaki ilişki panel veri kullanılarak analiz edilmiştir. Varlık fiyatlarıyla kredi genişlemesi arasında ilişki kuran varlık fiyatları balonu teorisi Allen ve Gale (2000) çalışmasında ortaya atılmıştır. Çalışma Merkez Bankasının aktarma mekanizmasının etkin çalışması için kredi kanalını olumsuz etkileyen varlık fiyatlarındaki balonları dikkate almalıdır önerisi getirmektedir.

Linda Goldberg (2013) göre de, bankacılık sektöründe küreselleşme yoğunlaştıkça esnek kur sistemi altında bile merkez bankasının faiz üzerindeki kontrol gücü zayıflamaktadır.

Finansal kurumların aşırı risk alma güdüsü, örneğin aşırı kaldıraçlı işlemler yapmaları, ellerinde tutmuş oldukları riskli finansal varlıklar nedeniyle taşımış oldukları risk ve kırılgan bir yükümlülük yapısının bulunması kısa dönemde döngüsel olarak balonların oluşmasını ve sonrasında ortaya çıkan ekonomik maliyetin şiddetini arttırabilmektedir. Dolayısıyla son yaşanan kriz finansal sistemden kaynaklanan sorunların mevcut olduğu bir ekonomide refahın sadece fiyat istikrarı ile sağlanamadığını ortaya koymuştur. Ekonomik refahın maksimizasyonu için finansal istikrarın ek faaliyet hedefi olarak kullanıldığı makro basiretli politikalara ihtiyaç duyulmaktadır (IMF, 2013 b).

Varlık balonları pozitif verimlilik şokları gibi bankaların kaldıraç oranlarının ve buna bağlı olarak üstlendikleri risklerin artmasına yol açmaktadır. Adrian ve Shin (2010) çalışmasına göre de varlık balonları ve ABD yatırım bankalarının kaldıraç oranları arasında pozitif bir korelasyon vardır. Bilançoların genişlemesine yol açan bu durum kriz döneminde teminat tamamlama sorunu ile birlikte açığa satışları ve varlık erozyonunu beraberinde getirmektedir. Adrian ve Shin'e göre ekonomik büyüme dönemlerinde varlık fiyatları hızla yükselir bankaların varlık değerlerinin artması kaldıraçların yükselmesine neden olarak bankaların daha fazla varlık alımıyla sonuçlanır.

Ancak bu mekanizma daralma dönemlerinde hızla tersine döner ve varlık erezyonlarına neden olur. Kredi kanalının yeni yaklaşımında bankaların olası likidite riski nedeniyle yaşadıkları güven problemi önemli bir yere sahiptir. Elbette banka büyüklüğü, sermaye yapısı gibi kredi kanalını etkileyen diğer faktörler de göz önüne alınmıştır. Diğer yandan bankanın işletme modeli, piyasa fon kaynaklarına bağlılık ve faiz getirmeyen gelir kaynakları gibi yeni faktörlerde yeni yaklaşımda yer almıştır (Gambacorta ve Marques-Ibanez, 2011).

Mishkin (2010) ve Claessens ve Kose (2013) göre varlık balonlarının hepsi aynı olmamaktadır. Özellikle 1990'ların sonunda Asya'da görülen kredi artışı nedeniyle varlık fiyatlarında oluşan balon (*credit-driven bubble*) ekonomiler açısından en tehlikeli olanıdır. Bir ekonomide artan kredi hacmi ile varlık fiyatlarında ortaya balon şu şekilde çıkmaktadır. Ekonomiye ilişkin aşırı iyimser beklentiler veya finansal piyasalarda

yaşanan yapısal değişim kredilerde artışa neden olmaktadır. Kredi hacminde meydana gelen artış varlık talebinin ve fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Varlık fiyatında meydana gelen artışlar bu kredilerin alınması sırasında kullanılan teminatların değerini artırmaktadır. Teminatların değerinde meydana gelen artış borçlanma imkanını kolaylaştırmakta bunun sonucunda tekrar varlık talebi ve fiyatları artmaktadır. Varlık balonu bu şekilde oluşmakta patladığında ise, varlık fiyatlarında önemli düşüşler meydana gelmekte bunun sonucunda teminatların değeri azalmakta teminatların değerinde meydana gelen azalış sonucunda kredi koşullarında daha fazla sıkılaştırmaya neden olmakta böyle kredileri geri çağırılmasına neden olmaktadır. Böylece varlık talebi, fiyatları ile birlikte kredi arzı da daralmaktadır. Geri dönmeyen krediler ve varlık fiyatlarında meydana gelen azalışlar finansal kurumlarının bilançolarını olumsuz etkilemekte bunun sonucunda tüm varlıkları ve kesimleri kapsayacak bir şekilde krediler ve yatırımlar azalmaktadır. Bu durum ise ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarını olumsuz etkilemekte bunun sonucunda ekonomik küçülmeye bağlı olarak kredi piyasalarında makroekonomik risk artmaktadır.

Avdjiev vd. (2012) göre krizle karşılaşan ülkelerde görülen en önemli özelliklerden birisi de banka dışı özel sektörün (finansal ve finansal olmayan) yurt dışından sağladığı kredilerin toplam krediler içindeki payının yüksek olmasıdır. Kriz döneminde bu oranların hızla düştüğü görülmüştür. Bir başka özellik yurt dışından sağlanan bu kredilerin ağırlığının yabancı para cinsinden olmasıdır, toplam yükümlülükler içinde döviz yükümlülüklerinin artmasına neden olan bu durum firmalarda kur riskine bağlı olarak bilanço kırılganlığının artmasına neden olmuştur. Çalışma doğrudan kredilerin toplam yurt dışı krediler içindeki payının düşük olduğu kredilerin büyük bölümünün dolaylı olarak gerçekleştiği bulgusuna sahiptir. Çalışmanın bunu destekleyen önemli bulgusuna göre uluslararası kredilerin toplam krediler içindeki payı % 1 artarsa toplam kredi /GSYİH olarak tanımladığımız kredi genişlemesi %1.6 artmaktadır. Resesyondan çıkış dönemlerinde kredi/GSYİH oranı hızla artmaktadır. Bu çalışmada gelişen piyasa ekonomilerinin dış finansmana ihtiyacından bahsetmektedir. Caryy trade tarzı dış finansman ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerin artması GPE hükümetlerinin kredi büyümesine yönelik politikalarını zayıflatmaktadır

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASINDAKİ DEĞİŞİMLER VE YURT İÇİ KREDİ GENİŞLEMESİNE YÖNELİK POLİTİKALAR

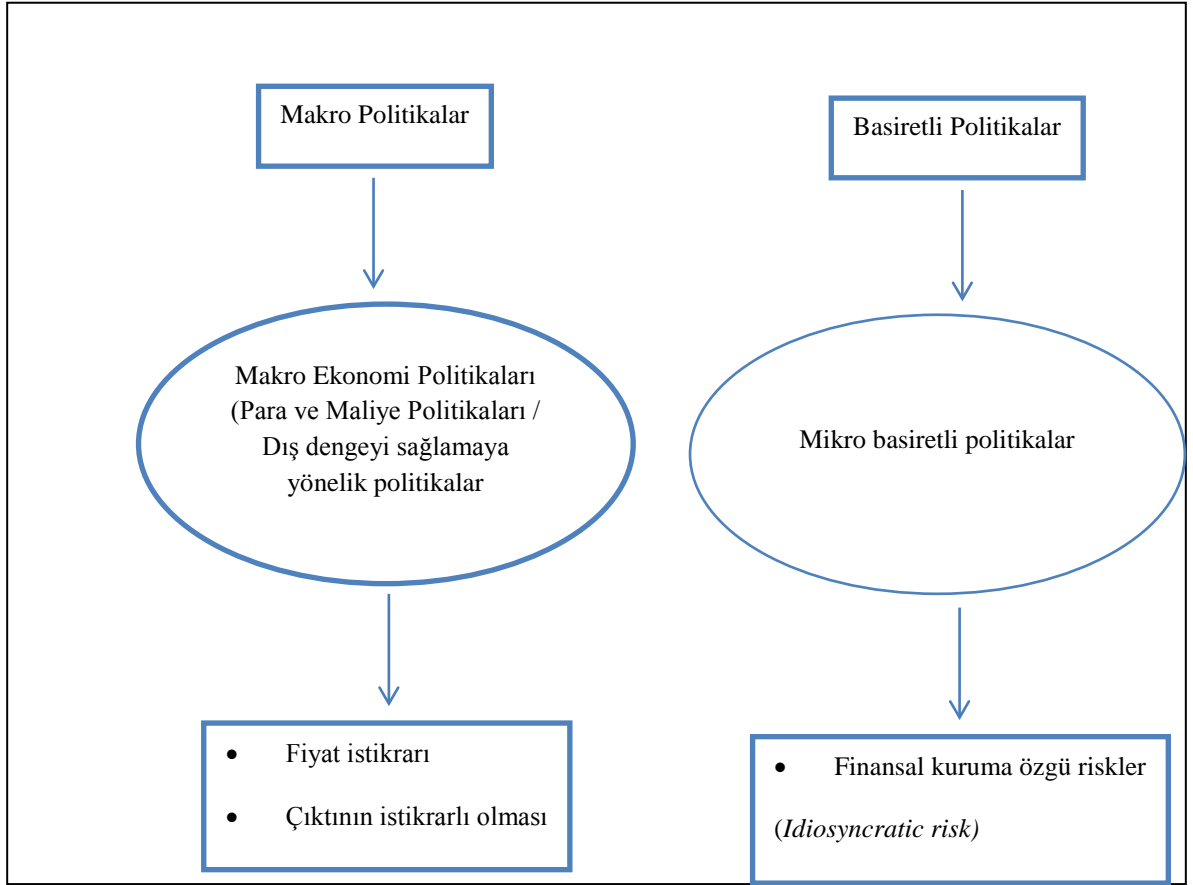
Blanchard vd. (2010 ve 2013)'egöre,küresel kriz sonrası küresel anlamda para politikasının çerçevesinde önemli değişimler olmuştur. Para politikasının çerçevesinde ve merkez bankacılığında meydana gelen bu değişimler literatürde üç başlık altında toplanabilir. Birincisi, artık merkez bankalarının sadece fiyat istikrarı hedefine odaklı bir para politikası yürütmemesi gerektiği aynı zamanda ekonomik büyümeyi de göz önünde bulunduracak para politikası izlemesinin gerekliliği üzerinedir. Küresel kriz öncesi makroekonomi/para politikası yönetimindeki hakim görüş; fiyat istikrarına odaklı para politikasının tek politika aracı olarak kısa vadeli politika faizlerin ön plana çıkartılmasıdır. Bunun nedeni fiyat istikrarının sağlanması durumunda çıktı açığını oluşmayacağı ve böylece finansal istikrarın kendiliğinden sağlanacağı düşüncesinin hakim olmasıdır. Fiyat istikrarının sağlanmasında temel araç ise kısa vadeli politika faiz oranıdır. Ancak krizle birlikte merkez bankasının yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanması durumunda çıktının potansiyel düzeyine yakın bir seviyede oluşacağı durumunun kendiliğinden finansal istikrarı sağlayacağı düşüncesinin geçerli olmadığı görülmüştür.

Kriz sonrası para politikasında meydana gelen değişimlerden ikincisi ise, merkez bankalarının finansal istikrarı gözetken ve sağlayan bir para politikası uygulamasıdır. Yani kriz sonrası merkez bankaları finansal istikrara verdikleri önemi arttırmışlardır. Krizden önce savunulan temel görüş bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanması ve çıktının istikrarlı olmasının finansal istikrarı da sağlayacağı biçiminde olmuştur. Daha açık olarak ifade edersek, krizden önce büyük ılımlılık dönemi (*Great Moderation*) olarak adlandırılan makro ekonomik değişkenlerde düşük oynaklığın görüldüğü dönemde literatürde ve politika uygulayıcılar arasında makro ekonomik ve finansal istikrar için merkez bankasının sadece fiyat istikrarı hedefine odaklanması gerektiği ve politika faizinin krizlere neden olacak dengesizlikleri ortadan kaldırması için ideal bir araç olduğu görüşünün hakim olduğu görülmektedir. Bu nedenle büyük ılımlılık dönemi

merkez bankalarının finansal sistemde yaşanabilecek riskleri göz ardı ettikleri bir dönem olmuştur.

Elbette büyük dönemde finansal istikrarın sağlanmasına yönelik bir başka görüş de politika faizine ek olarak mikro ihtiyati (*micro-prudential*) politika araçlarının finansal istikrarı sağlayabileceği üzerinedir. Bu görüşe göre merkez bankaları sadece para politikasından sorumlu olmalıdırlar. Finansal sistemde uygulanan politikalar ve politika araçları ise tüm finansal sistemi kapsayacak şekilde uygulanmalıdır. Finansal sistemin tamamına yönelik olarak uygulanacak ihtiyati düzenlemeler ve denetlemeler bankaların aşırı riskli davranışlarının önüne geçerek finansal istikrara katkıda bulunacaktır. Bu görüş açıkça kriz öncesinde fiyat istikrarına ve finansal istikrara yönelik politikalar arasında dikotominin varlığının kabul edildiği anlamına gelmektedir (Eichengreen vd., 2011; Hahm vd., 2012). Ancak son finansal kriz, para politikası ve finansal istikrara yönelik politikalar arasındaki kabul edilen bu dikotominin geçersizliğini göstermiştir. Daha açık olarak sadece finansal kurumlara yönelik mikro basiretli düzenlemeler ve denetlemelerin sistemin tümünden kaynaklanan riskleri ortadan kaldırmakta yetersiz olduğu görülmüştür (Unsal, 2011). Bu dikotominin geçersizliği kriz sonra para politikasında görülen gelişmelerin üçüncüsünü oluşturmaktadır.

Şekil 3.1. Krizden Önce Politikalar ve Amaçlar



Kaynak: Dağlaroğlu vd., (2013); IMF, (2013c: 6)

Büyük ılımlılık döneminde para politikası ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar arasındaki görülen bu dikotomi ekonomideki sektörel dengesizliklerin oluşmasına ve bu dengesizlikleri büyütürken global bir krize neden olmuştur. Dolayısıyla global finansal kriz kriz öncesi temel politika araçları olarak görülen politika faiz oranına ve mikro ihtiyatı politikalara olan güveni derinden etkilemiştir (Hahn vd., 2012). Yaşanan bu son kriz merkez bankalarının sistemik finansal istikrarı sağlama konusunda iki önemli ders çıkartmalarına sebep olmuştur (IMF, 2012).

Birincisi yukarıda da bahsedildiği üzere fiyat istikrarının sağlanması ve çıktının istikrarlı olması gibi faktörlerin bir ekonomi açısından önemli olduğu sürdürülebilir makro ekonomik istikrarı sağlayamadıklarının görülmesidir. Dolayısıyla merkez bankaları para politikası uygularken makro basiretli politikalarla finansal istikrarı da göz önünde bulundurmalarının gerekli olduğunu anlamışlardır (Unsal, 2011). Zira IMF (2010) da belirtildiği gibi finansal sektörde yaşanan gelişmelerin ekonomik faaliyetlere olan etkisi geçmiş dönemler ile kıyaslandığında daha büyüktür. Finansal sistem

kaynaklı sorunlar karşısında merkez bankaları sistemik riski büyütecek döngüsel hareketlerin (*pro-cyclicality*) önüne geçebilmeli ve yapısal kırılganlıkların oluşumuna engel olmalıdırlar. Kısacası merkez bankalarının makro ihtiyati düzenleyici çerçevenin içerisinde bulunması zorunlu hale gelmiştir ve bu durumun göz önüne alındığı makro ihtiyati politikaların çerçevesi oluşturulması gerekmektedir (IMF, 2012).

Merkez bankalarının sistemik finansal istikrarı sağlama konusunda çıkarttıkları derslerden ikincisi, merkez bankalarının para politikasının çerçevesini oluştururken (enflasyonla mücadele sonucu) sahip oldukları kredibiliteye zarar vermeyecek biçimde finansal sistemdeki riskleri ve gelişmelere yer vermesi gerekliliğidir (Unsal, 2011; IMF, 2012). Bu noktada literatürde tartışılan temel sorun merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak amacıyla varlık piyasalarda oluşan balonlara nasıl tepki vereceği üzerinedir (IMF, 2010). Çünkü, varlık fiyatları para politikasının aktarım mekanizması kanalı içerisinde önemli bir role sahip olduğu gerçeği altında optimal para politikası çerçevesi oluşturmak için merkez bankasının varlık fiyatlarına tepki vermesi para politikası hedeflerinde istenilen sonuçlara ulaşılabilmesi açısından önemlidir (IMF, 2010).

Kriz başladığında FED gibi büyük merkez bankaları finansal ve reel sektörlerde ortaya çıkan güven sorununu ortadan kaldırmak ve finansal sistemin tekrar işletmelere ve hane halklarına kredi vermelerini sağlamaya yönelik olarak politika seçeneklerini değerlendirdiler. İlk olarak faiz oranlarını sıfıra yaklaştıran (geleneksel) para politikası tedbirlerini uygulayarak piyasanın ihtiyaç duyduğu likidite desteği sağlamayı denediler. Ancak bu başarılı olmayınca MB'nın son ödünç eren olma görevini hatırlayarak "Miktarsal Gevşeme ve Kredi Gevşemesi (*Quantative Easing ve Credit Easing*)" politikalarıyla bu görevlerini de yerine getirmiş oldular. Maliye politikasının açısından başlangıçtaki rolü ise genişleyici olmuştur.. Bu durum artan işsizlik karşısında işsizlik fonlarının otomatik istikrarlandırıcı olarak devreye girmesiyle yakından ilgilidir. Ayrıca vergi oranlarının düşmesi de sonradan vergi gelirlerindeki azalmaya bağlı olarak bütçe disiplini üzerinde bozu etkiye neden olmuştur. Bu kriz maliye politikası açısından da politika yapıcılar için çok önemli dersler çıkartmıştır. Birincisi, kriz dönemlerinde genişleyici bütçe politikası (veya konjonktür karşıtı) uygulayabilmek için ekonominin iyi olduğu dönemlerde bütçe disiplinin sağlamak gerekmektedir. İkinci ders, eğer kriz dönemlerinde maliye politikasının etkin olması bekleniyorsa politika faiz oranı mutlaka

sıfıra yaklaştırılmalıdır. Bu durum genişleyici maliye politikasının yaratabileceği dışlama (*crowding-out*) etkisini ortadan kaldıracaktır. Krizde finansal sektörün aşırı risk üstlenici davranışlarının rolü ortadayken bu sektöre regülasyonun ve üst yönetim kurumunun gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda makro ihtiyati tedbirler ve makro ihtiyati araçlar finansal istikrar için önemli hale gelmiştir (Yellen, 2014).

Toparlayacak olursak, yaşanan finansal krize karşı iki tip politika tepki verilmiştir bunlar; Stabilizasyon Politikaları ve Canlandırma politikalarıdır. Stabilizasyon politikaları; bilançolarda meydana gelen bozulmayı iyileştirmeye ve aynı zamanda küresel ekonominin ve finansal sistemin kısır döngüye girmesini engellemeye yönelik politikalarlardır. Stabilizasyon politikaları para, maliye ve finansal sektöre yönelik politikaları olmak üzere üç başlık altında inceleyebiliriz (Hannoun, 2009).

Para politikası kısa dönemde ekonomik konjonktürde meydana gelen dalgalanmaları azaltmak ve böylece ekonomik büyümeyi sağlamak, uzun dönemde ise fiyat istikrarını korumaya yönelik olarak politika faiz oranlarını değiştirerek tepki göstermeyi gerektirir. Maliye politikası ise, duruma göre uygulanan mali canlandırma (*discretionary fiscal stimulus*) paketlerinden daha çok otomatik istikrarlandırıcılar (*automatic stabilisers*) adını verdiğimiz politikalar aracılığı ile reel gelirden meydana gelen dalgalanmaları yumuşatmayı içerir. Finansal sektöre yönelik politikalar da, büyük finansal kurumların olası iflası durumunda ortaya çıkacak sistemik risklerini gözeterek para, maliye ve düzenleyici araçları içeren politikaları ifade eder. Kısacası finansal kurumların likiditeye erişiminin sağlanması, zor durumdaki finansal kurumların belirlenmesi ve sorunlarının üstesinden gelinmesi ile faaliyetine devam etmesi mümkün finansal kurumların yeniden sermayelendirilmesi olarak ifade edebiliriz (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010).

3.1. PARA VE MALİYE POLİTİKALARINA YENİDEN BAKIŞ

3.1.1 Para Politikası

Merkez bankalarının küresel krizde vermiş oldukları tepkileri birkaç başlık altında toplayabiliriz:

Birincisi faiz oranlarının düşürülmesidir; reel faizlerin pozitif olduğu durumda merkez bankaları politika faiz oranlarını düşürerek tepki verebilirler. Bu politika “Geleneksel Para Politikası” olarak ifade edilmektedir. Son krizde Lehman’ın iflasından önce FED agresif biçimde politika faiz oranında indirim gitmiştir. Bu olaydan sonra, 2009 yılında İngiltere Merkez Bankası (BOE) yüzde 5 olan faiz oranlarını hızlı bir biçimde Mart 2009’da yüzde 0.5 düşürmüştür. 2007’de Avrupa Merkez Bankası’nın enflasyon konusunda çekincelerinin olması nedeniyle Temmuz ayında politika faiz oranlarını yüzde 4’den yüzde 4.25’e çıkartmıştır. Takip eden ayda da politika faiz oranlarını 50 bps düşürmüştür. Bu süreçte Avrupa Merkez Bankası, FED ve İngiltere Merkez Bankası’ndan daha yavaş faiz indirimine gitmiştir. Mayıs 2009’da FED ve İngiltere Merkez Bankası faizleri yüzde 1 düşürmüştür. Global krizin başlangıcında ise; Japon Merkez Bankası TÜFE’nin pozitif olması ve deflasyondan yeni çıkması nedeniyle Temmuz 2006’da politika faiz oranını yüzde 0’dan 0.25’e ve Şubat 2007’de 0.5’e çıkarmıştır. Lehman Brothers’ın batmasından sonra Japon Merkez Bankası Ekim 2008’de politika faiz oranını 0.2 bps düşürerek 0.3’e çekmiş ve Kasım ayında 0.2 bps düşürerek 0.1’e çekmiştir. Kasım ayındaki duyurusunda Japon Merkez Bankası atıl rezervlere (*excess reserve*) yüzde 10 faiz ödeyeceğini duyurmuştur (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010).

Merkez bankalarının izlediği para politikasının duruşu, kısacası izlenen para politikası sıkı mı yoksa gevşek mi olduğuna karar verilirken reel faiz oranlarına bakılması, oldukça elverişli bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla ABD’de ve Japonya’da 2008’in sonunda geleneksel para politikası fonksiyonlarını yitirmiştir. Para politikasının görünümü Temmuz 2008’den sonra dramatik bir biçimde değişmiştir. ABD’de ve Japonya’da Ağustos 2008’den Haziran 2009’a kadar reel faiz oranları yükselmiş, düşük faiz oranları enflasyonda meydana gelen düşüşü telafi edemeyecek kadar düşük düzeylere, sıfır sınırına gelmiştir. Ancak Eylül 2008’den Lehman

Brothers'in iflası ve diğer büyük finansal kurumların da iflasın eşiğine gelmeleri nedeniyle finansal piyasalarda panik artmış, merkez bankaları geleneksel para politikası araçları ile toplam talebin daralmasının ve kredi piyasalarındaki tıkanmanın önüne geçemediklerini görmüşlerdir (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010; Ito, 2009).

Daha açık olarak, faiz indirimlerinin enflasyon beklentilerindeki düşüşle ve buna bağlı olarak reel faizlerin gerilemesine neden olması ve aktarım mekanizmasının düzgün işlememesinden dolayı politika faiz oranlarının reel ekonomiye etkisinin ortaya çıkmaması, önemli finansal kurumların sermaye yeterlilik rasyosu ile ilgili kuşular, repo piyasasında baskının giderek yoğunlaşması ve tüm bunlara bağlı olarak bankaların kredi koşullarını sıkılaştırmaları, özel sektör varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının çökmesi, hane halkının ve iş aleminin kredi maliyetlerinin artması gibi nedenlere bağlı olarak geleneksel para politikasının işlerliği ortadan kalkmıştır. Bu ortamda, merkez bankaları geleneksel para politikası uygulamalarını terk etmiş, likidite operasyonlarının miktarını ve amacını dramatik bir biçimde değiştirerek farklı derecelerde kredi piyasalarına doğrudan destek sağlamaya başlamıştır. Bu amaca yönelik olarak merkez bankaları finansal piyasalardan doğrudan kamuya ait borçlanma enstrümanlarını satın almış ve bilançolarını oldukça büyütmüş, faiz oranlarını uzunca bir süre sabit tutacaklarını kamuoyuna açıklamışlardır. Bu politikalar, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının özünü oluşturmaktadır (Çaşkurlu ve Dağlaroğlu, 2010). Geleneksel olmayan para politikalarının bankacılık sistemi orta dönem kredi riskini arttırdığını savunmaktadır. Geleneksel olmayan para politikası; faiz oranını sıfıra yakın belirlemeye dayanan (*near zero bond*) aynı zamanda beklentileri yönetmeye amaçlayan (*forward guidance*) ve bu süreçte varlık alımları yoluyla MB'larının bilançolarının genişlediği bir politika çerçevesi olarak tanımlanabilir. Bankacılık sistemi bu politikayla hem riskli varlıklarını elden çıkartmış olur hem de kısa dönem borçları uzun dönem borçlara dönüştürerek bilançolarındaki vade uyumsuzluğu riskini azaltabilecektir. Ancak orta dönemde risk primlerindeki (*spread*) artışla beraber gelirlerde azalma olurken risk azalmasına yönelik eğiliminde tersine döndüğü gözlemlenmiştir (Lambert, ve Ueda, 2014). Aşağıdaki Tablo 3.1'de geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası arasındaki farklılıkları ortaya konmaktadır.

Para politikası faizleri sıfıra yaklaştığında merkez bankaları 4 biçimde ek parasal canlandırma önlemleri alabilmektedir. Tabi şunu da belirtmek gerekir ki, bu işlemlerin

sonucu olarak geleneksel olmayan para politikasında merkez bankaları bilançoları büyütmektedir. Bu yollardan birincisi, merkez bankasının açık bir biçimde ekonomik canlanma gerçekleşene kadar politika faiz oranlarını düşük düzeylerde tutacağını belirtmesidir. İkincisi ise, merkez bankalarının finansal kurumlara geniş anlamda likidite desteği sağlaması yani bankalara kredi olanaklarını kullandırmaları için kaynak yaratmasıdır. Üçüncüsü, merkez bankasının geniş çaplı finansal varlıklar arasında risklilik düzeyinden bağımsız bir biçimde hazine kağıtlarını satın alarak risksiz faiz oranlarını düşürerek uzun vadeli faiz oranlarını etkilemek istemesidir. Dördüncüsü ise, merkez bankalarının direkt spesifik segmentte yer alan kredi piyasalarına müdahalede bulunmasıdır. Bunu merkez bankaları finansal olmayan kurumlara kredi sağlanması, özel şirkete ait menkul kıymetlerin alınması veya merkez bankasından fon sağlanırken bazı varlıkların teminat olarak kabul edilmesidir (Klyuev, de Imus ve Srinivasan, 2009).

Tablo 3.1. Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası

Geleneksel	Para politikası araçları	Basiretli (Prudential) politika araçları
Enflasyon odaklıdır. Dolaylı bir biçimde finansal durumu ve Varlık fiyatlarını etkileme yaklaşımı vardır	Politika faiz oranı Zorunlu rezervler	Sermaye yeterliliği Likidite zorunluluğu
Geleneksel olmayan	Merkez bankası bilançosu araçları	
	Yurtiçi finansal piyasalara müdahale	Döviz piyasalarına müdahale
Enflasyondan ziyade niceliksel büyüklüklere odaklanılması söz konusudur. Finansal piyasalara doğrudan müdahale söz konusudur.	Bankalararası para piyasası Kamu menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasalar Kredi piyasaları (varlığa dayalı menkul kıymetler) Konut kredisi piyasası	Döviz kurlarına müdahale Döviz rezervlerinin arttırılması Döviz swap anlaşması

Kaynak: Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, (2010), Hannoun ve Hervé, (2010: 2).

Cleassens vd (2010), göre de 2008 krizi sonrası gelişmiş ülke MB'larının krize karşı uyguladıkları politikalar bir kaç başlık altında toplanabilir. Öncelikle likidite ve kredi koşulların nasıl yapılacağına ilişkin planların hazırlanmıştır. İkinci olarak kısa dönem toptancı (bankacılık) piyasası desteklenmiştir. Üçüncüsü, mevduat ve diğer fon kaynağı sahiplerine garanti sağlanmıştır. Dördüncüsü, takipteki krediler ve likiditesi düşük varlıkların satın alınması başlanmıştır. Burada amaç banka bilançolarını rahatlatmaktır. Sonuncu olarak bankalara doğrudan likidite sağlanmıştır. Bu noktada krize karşı önlemlerin başarısı için para ve maliye politikaları arasında eşgüdüm önemlidir.

FED tarafından uygulanan ve geleneksel olmayan para politikaları miktarsal gevşeme (*Quantativ Easing; QE*) ve kredi genişlemesi (*Credit Easing*) olarak ifade edilmektedir. Ancak her ikisi birden miktarsal gevşeme olarak belirtilebilir²⁹.

Literatürde geleneksel olmayan para politikalarının bankacılık sektörü üzerindeki etkilerinin karlılık üzerine mi yoksa risk üzerine mi olduğu açık değildir. Ancak yinede yeni para politikası çerçevesinin bankacılık sektörü fayda ve maliyetleri üzerinde etkisi vardır Bu durum banka hisse senetlerinde ani değişimler ve/veya bono riskinde değişme biçimde gerçekleşebilir. FED açık piyasa komitesinin toplantı sonucu yaptığı açıklamaların banka varlık fiyatlarında ani değişmelere yol açması muhtemeldir. FED varlık satın alımları, bankacılık sektörü karlılığı ve risk yapısı ve bilanço düzeltmesi üzerindeki etkisi araştırılmıştır

Joyce ve Spaltro (2014), göre QE ilk uygulamalarının bankaların kredi hacminde düşük ancak istatistiki olarak anlamlı bir etkiye neden olmuştur. Bu etki büyük bankalardan çok küçük bankalarda görülmüştür. Miktarsal gevşeme politikasıyla banka dışı kesimin varlıklarının alınmasının bankacılık sektörüne etkisi iki biçimde olur. Bu sayede bankalar hem mevduatlarını hem de bu sayede Merkez Bankası bilançosundaki rezervlerini arttırmışlardır. Rezerv artışı bankaların daha likit varlıklara sahip olmaları anlamına gelmektedir. Ayrıca artan mevduatlar bankalara ilave kredi kullandırma

²⁹**Kredi gevşemesi:** Merkez bankasının belirli menkul kıymetlerde getirileri azaltabilmek için menkul kıymet satın alınmasıdır. Örneğin bankalar arası para piyasalarında, bankaların birbirleriyle gerçekleştirdikleri işlemlerde oluşan faiz oranı yüksekse, merkez bankası faizleri düşürebilmek için bankalar arası para piyasasında taraf olarak rol alabilir. Böylece merkez bankasının bilançosu büyümeyecek ve kur üzerinde herhangi bir baskı oluşmayacaktır.

Niceliksel gevşeme: Merkez bankasının bilançosunu, örneğin uzun vadeli kamu kağıtlarını satın alarak büyütmesidir. Fakat bu strateji merkez bankaları açısından doğru bir politika olmamaktadır. Çünkü; gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde deflasyonist bir eğilim mevcut değildir. Aksine bu; piyasa oyuncuları tarafından enflasyonist bir genişleme politikası olarak anlaşılabilir (Ghosh vd., 2009).

olanağı sağlamıştır. Ancak finansal kriz sürecinde bankalarda kaldıraçlı işlemlerin tersine dönmesi ve teminat tamamlama durumları nedeniyle artın mevduatlara rağmen ilave kredi kullanımı beklendiğinden düşük gerçekleşmiştir. Çalışma ayrıca bankaların mevduat artışının kredi genişlemesine yol açtığı yönünde güçlü bir kanıt bulamamıştır. Bunun nedeni QE uygulamasının mevduatlar üzerindeki etkisinin beklenenden düşük çıkmasıdır. Yukarıda belirttiğimiz gibi bankaların sermaye yeterliliklerinin düşük çıkması (*capital ratio*) da kredi genişlemesinin düşük olmasına neden olmuştur.

Lambert, ve Ueda (2014), göre QE orta dönemde banka kredi riski üzerinde negatif etkiye sahiptir ve riski arttırmaktadır. Ancak bankanın varlık değeri üzerindeki etkisi açık değildir. Burada beklenen bir etkiden değil para politikası kaynaklı beklenmeyen bir etkiden söz edilmektedir³⁰. Daha açık olarak cari politika hedefinden sapma (*target policy rate change*) ya da orta dönem politika hedefinden sapma (*forward guidance*) olarak ifade edilebilir. Para politikasındaki sürpriz değişimler veya bildirimler (Forward Guidance çerçevesinde) hisse senedi fiyatlarını etkileyecektir. Bu çalışmaya göre LIBOR, politika faiz oranına ilave olarak bankaların kredi riskini hızlandıran değişkenlerden biridir. Bu nedenle bu günkü politika faiz oranına bağlı olarak bankaların gelecekteki kredi riski ile ilgili beklentilerin değişmesi aynı zamanda 1 yıldan uzun vadeli Euro-Dolar fonların getirilerindeki beklenen değişmeyi de yansıtmaktadır. Bu durumda eğer bu günkü politika faiz oranı kredilerdeki gevşemeyi azaltırsa bir yıldan uzun vadeli Euro Bondların faizlerinin de artmasına yol açabilecektir. Uzun dönem Euro Bond ve politika faiz oranı arasındaki ilişkiye dayalı regresyon çoklu bağlantı problemine (veya içsellik problemine) yol açabilir. Zira bonoların getirisi ekonomik gelişmeye bağlıken ekonomik gelişme ise bu günkü para politikası tarafından etkilenmektedir. Çalışma banka kredi riskini banka bonoları ve hazine bonosu arasındaki spreadlerdeki günlük değişimler olarak hesaplamıştır. Geleneksel olmayan para politikası sürecinde politika faiz oranına ilişkin sürpriz

³⁰ Gelecekteki para politikası **faiz oranlarına ilişkin beklentiler**: Merkez bankasının faiz oranlarını beklenenden daha uzun süre düşük tutacağına kamuoyu ile paylaşılmasıdır. Böylece merkez bankaları enflasyon beklentisinin azalmamasını, reel faizlerin yükselmemesini ve toplam talebi canlandırmayı amaçlar. Bernanke, Reinhart, ve Sack (2004), FED iletişim politikasının piyasa beklentileri üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmada şu sonuca varmışlardır: Yazarlara göre; FED'in kamuoyuna yapmış olduğu açıklamalar gelecekte piyasanın para politikası faiz oranları konusunda beklentileri üzerinde önemli etkiye neden olmuştur. Buna karşılık, Şubat 1999 ve Mart 2001'den itibaren Japon Merkez Bankası'nın uygulamış olduğu sıfır faiz politikası (zero interest rate policy) ve Japon Merkez Bankası'nın yapmış olduğu açıklamaların bir yıl sonraki beklentiler üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığını fakat getiri eğrisinin biçimini etkilediği sonucuna ulaşmışlardır (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010).

açıklamalar (kredi gevşemesindeki sürpriz gelişmeler) 1-3 ve 3-5 yıllık vadeli bonolar da bozulma yaratırken daha uzun vadeli bonolara etkisi istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Çalışmaya göre makro ihtiyati politikalar, bankaların risk alıcı davranışlarının azalmasına böylece borçların ve mevduatlardan kaynaklı maliyetlerin azalmasına yol açabilmektedir.

Son olarak aşağıdaki Tablo 3.2 de FED (ABD Merkez Bankası), BOJ (Japonya Merkez Bankası), ECB (Avrupa Merkez Bankası), BOE (İngiltere Merkez Bankası) ve BOC (Kanada Merkez Bankası) gibi büyük merkez bankalarının küresel kriz sonrası uyguladıkları geleneksel olmayan para politikası uygulamaları özetlenmiştir.

Tablo 3.2.G 7 Ülkeleri Merkez Bankalarının Almış Oldukları Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

	FED	Japon Merkez Bankası (BOJ)	Avrupa Merkez Bankası (ECB)	İngiltere Merkez Bankası (BOE)	Kanada Merkez Bankası (BOC)
Faiz oranlarının sabit tutulacağı taahhüdü	Evet	Hayır	Hayır	Hayır	Evet
Finansal kurumlara likidite desteğinin sağlanması	Evet Mevduat kabul eden kurumlara likidite desteği (Term Auction Facility, TAF), piyasa yapıcılara likidite desteği (primary dealer credit facility, PDF) ve piyasa yapıcısı bankalardan diğer menkul kıymetlerin karşılığında hazine kağıtlarının alınması (term securities lending facility ,TSLF)	Evet Teminatların kapsamının genişletilmesi, Japon hükümet kağıtlarının alınması, özel amaçlı fon operasyonlarının yürürlüğe girmesi	Evet Uzun vadeli finansman için likidite desteği, teminatların kapsamının genişletilmesi	Evet Açık piyasa işlemlerinin vadesi uzatıldı, teminatların kapsamı genişletildi ve Özel likidite programı yürürlüğe girdi.	Evet Kredi kolaylığı ve teminatların kapsamı genişletildi.
Kredi piyasalarına likidite desteği	Evet Fed doğrudan SPV'lerden kredi değerliliği düşük ve varlığa dayalı menkul kıymetleri, geri ödemesiz bir biçimde bankalara yüksek kalitede varlığa dayalı menkul kıymetleri alması için kredi kullandırdı, kredi değerliliği yüksek finansal kurumlar tarafından piyasaya çıkarılan vadesi 90 güne kadar olan mevduat sertifikaları , banknotlar ve ticari kağıt alımına yönelik likidite, konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerin alımı , TALF olarak adlandırılan menkul kıymetleştirme ile geri ödemesiz bir biçimde tüketicilere ve şirketlere kredi verilmesi.	Evet Ticari kağıtların ve şirket tahvillerinin alımı (vadesine 1 yıldan daha az kalmış olanların)	Evet Konut kredilerinin nakit akımına dayalı menkul kıymetlerin (covered bond) alımı	Evet Ticari kağıtların ve şirket tahvillerinin alımı	Evet Özel sektör kağıtlarının alımı
Uzun vadeli menkul kıymetlerin alımı	Evet Hazine ,kamu kurumlarının (government-sponsored) çıkartmış olduğu menkul kıymetler	Evet Kamu kağıtları	Hayır	Evet Gilt adı verilen BOE tarafından piyasaya sürülen menkul kıymetler	Hayır

Kaynak: Dağlaroğlu ve Çaşkurlu (2010).

3.1.2.Maliye Politikası

Mali önlemler yaşanan krizlerin kendine özgü sorunlarını çözmeye yönelik olarak tasarlandığında toplam talep üzerinde önemli etkilere sahip olabilmektedirler. Ancak krizlerle mücadele etmek için ihtiyaç duyulan mali olanaklar (fiscal space) bütçe açıkları tarafından kısıtlanmaktadır³¹. Bu durum kriz dönemlerinde konjonktür karşıtı maliye politikası uygulamaları için kısıt oluşturmaktadır (IMF, 2009b). Son finansal kriz de GPE içerisinde yer alan bir çok ülke ve gelişmiş ülkelerin bir kısmı, kamu açığının yanı sıra; istikrarsız sermaye akımları, yüksek iç ve dış borçluluk seviyesi ve yüksek risk primleri gibi bazı ek kısıtlamalarla da karşı karşıya kalmıştır (Spilimbergo vd., 2008).

Yaşanan küresel finansal krizde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının çoğu faiz oranlarını reel terimlerle negatif oluncaya kadar düşürmüşler ve para politikası araçlarının kullanım alanı neredeyse kalmamıştır. Buna karşılık finansal kurumların iflastan kurtarılmasından en önemli kredi piyasalarında borçlulara ve yatırımcılara doğrudan nakit sağlanmasına ve finansal kuruluşların bilançolarındaki risklerin giderilmesi için yükümlülük ve varlıkların satın alınmasına kadar büyük çaplı devlet müdahaleleri gerçekleştirilmiştir. (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010; Caldentey ve Vernengo, 2010)

Bu bilgiler ışığında maliye politikası kaynaklı iki soru aklımıza gelmektedir. Birincisi kriz sırasında hangi ülkeler konjonktür karşıtı veya genişleyici maliye politikası uygulayabilirler? İkinci sorusu ise; kriz sırasında uygulanan ve bütçe açıklarını daha da büyüten mali genişlemeler borç krizine ve ekonominin küçülmesine neden olabilirler mi? Bu ikinci soru genişleyici maliye politikaları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi de açıklamaktadır. Maliye politikasıyla ilgili bu bölümde söz konusu sorulara cevap arayacağız.

Reinhart ve Rogoff, (2010), çalışması bu konu hakkında son dönem literatürü geliştiren temel kaynaklar arasındadır. Reinhart ve Rogoff, Borç Stoku /GDP oranının %90

³¹G – 7 ülkeleri açısından bütçe açıkları krizin başlangıç aşamasında belirgin boyutlardadır (Tablo 9). Söz konusu ülkeler açısından mali olanakların görece olarak genişliği resesyon sürecinde genişletici maliye politikalarına olanak tanımıştır bu nedenle mali denge açık vermektedir. Ancak he ne kadar 2014 yılına ait tahmini rakamlar kriz sonrası daraltıcı maliye politikaları uygulanması zorunluluğunu yansıtsa da uygulanmakta olan politikaların finansmanı nedeniyle yüksek kamu borcunun ortaya çıkması ve bunun önemli ölçüde problem yaratacağı söylenebilir (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010).

aşmasının ekonomik aktiviteleri azaltacağı ve büyüme üzerinde negatif etki göstereceğini savunmuşlardır. Yazarlar, böyle durumdaki ülkeler için (ABD, Japonya, Yunanistan ve İtalya örnekleri gibi) bütçe açığının azaltılmasına yönelik kemer sıkma politikalarını önermektedirler. Reinhart vd (2012), 1800-2011 dönemini kapsayan ve gelişmiş ve gelişen piyasa ekonomilerinin ele alındığı çalışma bulguları Reinhart ve Rogoff (2010) bulgularını desteklemektedir. Çalışma bulguları, Borç Stoku /GSMH oranının %90'ı aşması durumunda ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip olacağını göstermektedir. Ancak borç ve büyüme arasındaki bu negatif ilişkiye yüksek faizler eşlik etmemektedir. Daha açık bir ifade ile yüksek borç stoku ve düşük büyüme görülen ülkelerde aynı zamanda faiz oranlarının düşük olduğu gözlemlenmiştir. Çalışma görüşünü son beş yılda yüksek Borç Stoku /GSMH oranına sahip gelişmiş ülkelerde görülen finansal kriz ve resesyon deneyimleriyle güçlendirmektedir. Yunanistan ve Euro Bölgesi borç krizinin ekonomik durgunluğa ve daralmaya neden olması, %200 Borç Stoku /GSYİH oranına sahip Japonya'nın uzun durgunluk deneyimi ve ABD 2010 yılında sahip olduğu %90 üzerindeki oranı ve yaşadığı durgunluk bu duruma kanıt teşkil etmektedirler.

Brender vd (2013), Borç Stoku /GSYİH oranının artmasının ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu görüşünü paylaşmaktadır. Bu kamu borçlanmasının limiti kavramı karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bu limit kamunun borç servisi kapasitesini ifade etmektedir. Bu noktada toplam borç ve net borç kavramları önem kazanmaktadır. Borç stoku /GDP kavramı oranı gibi Borç Stoku / Kamu Gelirleri oranı da dikkatle takip edilmesi gereken bir orandır. Her iki oranda Yunanistan ve İtalya riskli ülkeler arasında ilk üçte yer almaktadır (Japonya birinci). Böyle bir durum ülkenin iflas riskini arttırarak borçlanma maliyetini yükseltmekte ve ekonomik daralmaya zemin hazırlamaktadır.

Pescatori vd. (2014), de Reinhart ve Rogof (2010) çalışmasına atıf yapan bir başka çalışmadır. Çalışma borç stoku ve büyüme arasında uzun dönem nedensellik analizi yapmıştır. Elde edilen bulgulara göre, orta dönemde borç ve büyüme arasında zayıf bir nedensellik bulurken borç seviyesinin ekonominin ileri dönem büyüme sürecine referans olacağını belirtmektedir. Yani yüksek fakat zaman içinde azalan borç stokuna sahip ülkede ekonomik büyüme borç stokundaki azalışa paralel olarak artmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ortalama büyüme oranının %2.25 ve Borç Stoku /GSMH oranının

%55 olarak kabul edildiği çalışmaya göre eğer bir ülke % 90 üzerinde oranına sahipse ekonomik büyümesi %2'nin altında yer alırken bu oranının %90'ın üzerine çıkması durumunda büyüme performansı da % 2'nin üstüne çıkmaktadır.

Ghosh vd (2013), gelişmiş ülkeler için sürdürülebilir kamu borcunun çevresini belirlemeyi amaçlamıştır. Birincil açığın artışı ve sürdürülemez noktaya gelmesi mali tükenmişliğin ve borcun ödenememe tehlikesinin temel kaynağıdır. Hazine bonusu risk primlerinin giderek artması iflasın yaklaştığı sonucunun çıkarılmasına neden olur. Bu durum zamanlar arası bütçe kısıtı ile yakından ilgilidir. Eğer birincil bütçe açığının gecikme değerleri gittikçe artan biçimde pozitif bir seyir izliyorsa, söz konusu ülkenin zaman aralığında bütçe performansını iyileştirdiği düşünülür ve iflas riskinden veya zayıf sürdürülebilirlikten uzaklaştığı sonucu çıkartılabilir. Çalışmaya göre borç stoku ülkenin hesaplanan borç limitini aştığında iflas riski ortaya çıkmaktadır. Yunanistan örneğinde olduğu gibi maliye politikası şokları birincil açığın aniden yükselmesi iflas riskini arttırmaktadır³².

Faini vd (2006), bütçe açığının iki etkisi üzerinde durmaktadır. Birincisi, geleneksel tek ülke yaklaşımı çerçevesinde bütçe açığının toplam tasarruflar üzerindeki azaltıcı etkisi ve bunun faizlerde artışa yol açması ve dışlama (*crowding-out*) etkisinin ortaya çıkması. İkincisi, mali genişleme finansal piyasalarda bütçe açığının sürdürülemez olduğu algısı yaratırsa iflas riski artacak, finansal stresin yayılması diğer ülkelerin finansal piyasalara yönelik desteklerini artıracaktır. Bu durumda diğer ülkelerin de bütçe performansları bozulacak ve dışlama etkisi yayılacaktır. Sonuç olarak küresel faiz oranlarının artması net borçlu ülkeleri olumsuz yönde etkileyecektir. Faiz oranlarının artması hükümetleri vergileri yükseltmeye zorlayacak ve bu durum gelir dağılımına olumsuz etki etkileyecek ve iflas riskini arttıracaktır.

Kriz koşullarında mali istikrarın sağlanmasına yönelik önlemlerinin başarısı çoğunlukla, diğer değişkenler sabit olmak koşuluyla, parasal genişleme ile desteklendiğinde ortaya

³²Lane (2012) mali disipline uyum sorunu Euro Bölgesi borç krizini doğuran risk artışına neden olmuştur. Mali disiplinin sağlanamaması Euro Bölgesi kurumsal yapısının dizayn sorunundan kaynaklanmıştır. Bu yapı birçok kanaldan borç krizinin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Örneğin 1990'lardan itibaren İtalya ve Yunanistan'ın Borç Stoku /GSMH rasyosu % 90 civarındaydı ve para birliğine üye olduktan sonra bile hiçbir zaman Maastricht kriteri olan % 60 düzeyine düşmemiştir. Almanya ve Fransa'nın Borç stoku / GSMH rasyosu ise kriz öncesi dönemde % 60 civarındaydı. Portekiz ise 2000 yılından itibaren borç stokunu sürekli arttırmıştır. İrlanda ve İspanya mali disiplin sağlama konusunda (diğer çevre ülkelere göre) görece daha sağlıklı bir yapıya sahiplerdi. Yazara göre çevre ülkeleri krize sürükleyen en önemli olgu 2002-2007 döneminde görülen aşırı kredi genişlemesi ve cari açık olmuştur. Yazar bütçe açığının merkez ülkelerde büyüme üzerindeki etkisinin daha düşük olduğunu, buna karşılık çevre ülkelerde nominal GSMH artışına neden olduğunu ancak reel artışın bunun gerisinde kaldığını ifade etmiştir.

çıkmaktadır ³³ . Parasal genişleme ile mali yetersizlik azalabilirken, borçlanma oranlarındaki iyileşme ya da faiz oranlarındaki düşme gibi durumlara bağlı olarak mali otorite yapısal birincil dengenin sağlanmasına yönelik önlemlerin gevşetilmesine yönelik uygulamaları arttırırsa, mali iyileştirme önlemleri etkisini yitirebilecektir. Mali iyileştirme planlarının güvenilirliği para politikasının nasıl düzenleneceğinin belirlenmesinde temel bir faktördür. İyileştirme paketinin yapısı da güvenilirlik için önemlidir (Ahrend vd, 2006).

3.2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Literatürde merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki balonlara nasıl tepki vermesi gerektiği ile ilgili görüşler iki grupta toplanmaktadır. Birincisi, merkez bankalarının varlık fiyatlarında oluşan balonlara karşı durması (lean against wind) görüşüdür (Blanchard, 2000; Borio ve White, 2003). İkincisi ise, merkez bankalarının varlık fiyatlarına doğrudan tepki vermemesi ancak varlık balonu patladıktan sonra çıktı ve enflasyonu istikrarlı hale getirmeye yönelik politikaların uygulanmasının savunulduğu görüştür. Bu durum literatürde merkez bankasının varlık balonu patladıktan sonra bunun temizlemesi (clean) biçiminde ifade edilmektedir (Bernanke ve Gertler, 1999 ve 2001). Merkez bankasının varlık fiyatlarına müdahale edilmemesi görüşü literatürde Greenspan doktrini olarak da bilinir. Bu doktrine göre varlık fiyatları para politikasının yürütülmesinde önemlidir. Dolayısıyla, varlık fiyatları enflasyon ve istihdam üzerinde tahmin edilebilir etkilere sahip olmaktadır. Bundan dolayı merkez bankaları ile varlık balonlarının önüne geçmek yerine varlık balonu patladıktan sonra çıktı ve enflasyonu istikrarlı hale getirmeye çalışmalıdır. Para politikasının Greenspan doktrine bağlı olarak uygulanmasını savunanların bu konudaki savları beş başlık altında toplanmaktadır. Birincisi; Varlık balonlarının belirlenmesi son derece zordur. İkincisi; Faiz oranları varlık balonunun oluşmasını engellemek için etkin bir araç olmayabilir. Zira faiz oranları varlık balonunu engellemek amacıyla arttırıldığı da piyasa katılımcıların

33 Geçmiş deneyimlerden hareketle maliye politikaları çerçevesinde çeşitli belirlemeler yapılabilir (Spilimbergo vs. 2008):Finansal krizlerden çıkışın başarıya ulaşmasında etkili faktör, sürdürülebilir bir büyümenin sağlanmasına yönelik ön hazırlıklardır.

Finansal krizlerin çözümü, makroekonomik krizlerin çözümünün başlangıcını olduğu söylenebilir. Finansal krizler, bilançoların kötüleşmesiyle sonuçlanarak hanehalkı ve firmaları etkilediğinde mali teşvikler çok yararlı olmaktadır.

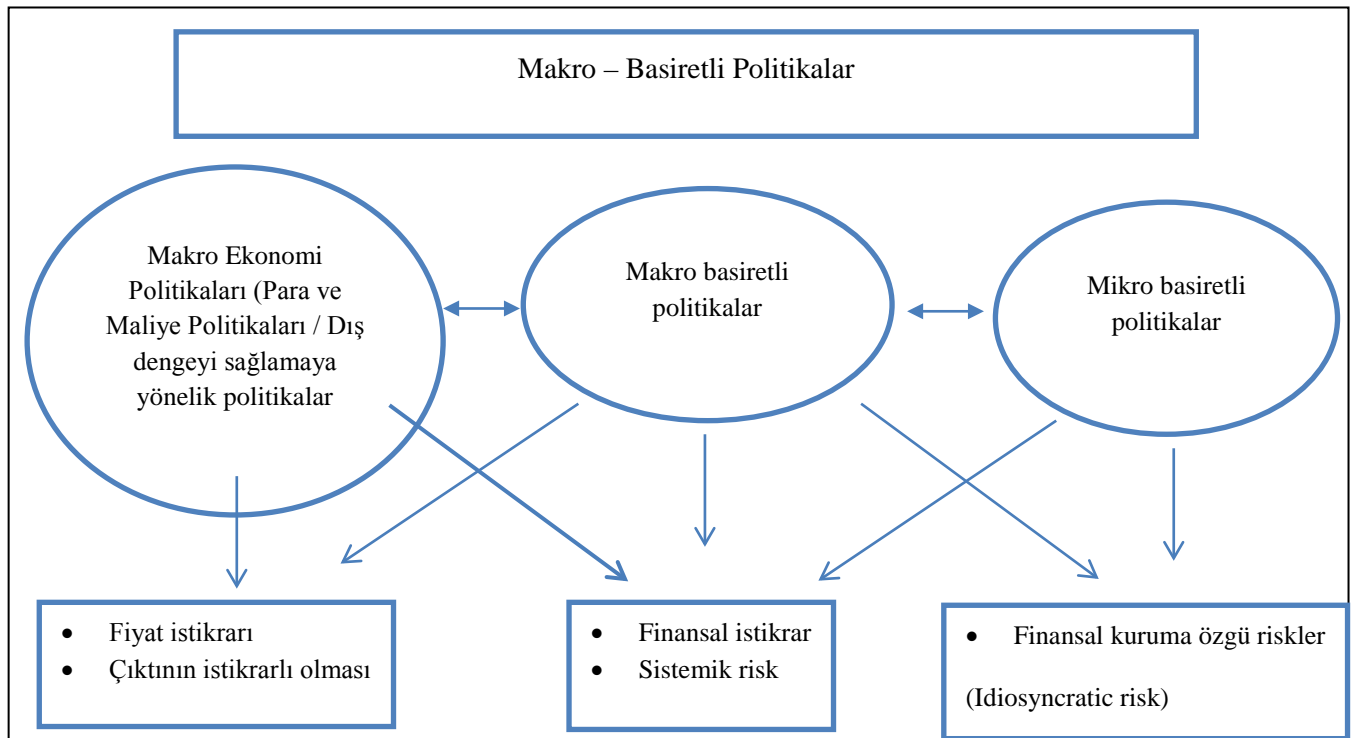
balonun oluştuğu varlıkların getirilerinin yůkseleceđine dair beklentileri de artabilecektir. Bu durum riskli varlıkların hacmini ve toplam riski arttırabilecektir. ncüsü ise; Piyasalarda bir çok varlık bulunmaktadır, dolayısıyla oluşan balon toplam varlıkların belirli bir kısmını temsil etmektedir. Ancak para politikası uygulamaları sadece balonun oluştuğu varlıkları değil tüm varlıkların fiyatlarını etkileyebilir. Dördüncüsü; Merkez bankasının faiz oranlarını arttırması sonucu varlık balonun patlamasının ekonomiye olan etkisi tahminlerden daha büyük olabilir (Mishkin, 2010). Mishkin (2010), Claessens ve Kose (2013) alışmalarına göre varlık balonlarının hepsi aynı değildir ve 1990'ların sonunda Asya'da görülen kredi artışı nedeniyle oluşan varlık balonu (*credit-driven bubble*) ekonomiler açısından en tehlikeli olandır. Yazarlara göre, her hangi bir ekonomide artan kredi hacmine bağlı olarak varlık fiyatlarında ortaya çıkan balon řu biçimde olmaktadır:

Ekonomiye ilişkin aşırı iyimser beklentiler veya finansal piyasalarda yaşanan yapısal değişim kredilerde artışa neden olmaktadır. Kredi hacminde meydana gelen artış varlık talebinin ve fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Varlık fiyatında meydana gelen artışlar bu kredilerin alınması sırasında kullanılan teminatların değerini arttırmaktadır. Teminatların değerinde meydana gelen bu artış borçlanma imkanını kolaylaştırmakta ve sonucunda varlık fiyatları tekrar artmaktadır. Bu şekilde oluşan varlık balonları patladığında, varlık fiyatlarında önemli düşüşler meydana gelmekte bunun sonucunda teminatların değeri azalmakta ve buna bağlı olarak kredi koşullarında sıkılaşmak artmaktadır. Bankalar böyle dönemlerde teminatları düşen kredileri geri ağırmaktadırlar. Bütün bunların sonucu olarak da varlık fiyatları düşmektedir. Geri dönmeyen krediler ve varlık fiyatlarında meydana gelen düşüşler finansal kurumlarının bilançolarını zayıflatmakta ve ekonomideki tüm varlıkları ve tüm kesimleri kapsayacak biçimde krediler ve yatırımlar azalmakta ve ekonomik küçülme gerçekleşmektedir. Ekonomik küçülmeye bağlı olarak kredi piyasalarında makroekonomik risk artmaktadır³⁴.

³⁴Bernanke, Gertler and Gilchrist (1999), çalışmasında yer alan finansal hızlandırıcılar yaklaşımına göre firma bilançolarını bozan geçici şoklar ekonomi üzerindeki etkisi uzun dönemde ortaya çıkmaktadır. Model firma ve hane halkı bilançolarına odaklanmıştır. Finansal sistem kaynaklı şoklar aktarma kanalıyla reel sektörü etkilemektedir. Aktarma kanalı teminatlar üzerinden çalışmaktadır. Modele göre finansal sistemde kredi kanalının tıkanması borçluların varlıklarını teminat olarak kullanıp hızla satışa çıkartmalarına neden olmakta ve bunun sonucu olarak varlık fiyatları hızla düşmektedir. Varlık fiyatlarındaki azalma ve güven bunalımı yatırımların düşmesine ve ekonominin küçülmesine neden olmaktadır.

Finansal kurumların, aşırı risk alma güdüsü, kaldıraçlı işlemlerin oldukça yükselmesi gibi nedenlerle, ellerinde tutmuş oldukları riskli finansal varlıklar onların taşımış oldukları riskleri arttırarak kırılgan bir yükümlülük yapısına sahip olmalarına neden olmuştur. Bu durum kısa dönemde döngüsel olarak balonların oluşmasını ve sonrasında ortaya çıkan ekonomik maliyetin şiddetini arttırabilmektedir. Bu nedenle son kriz finansal sistemden kaynaklanan sorunların mevcut olduğu bir ekonomide refahın sadece fiyat istikrarı ile sağlanamadığını ortaya koymuştur³⁵. Ekonomik refahın maksimizasyonu için finansal istikrarın, fiyat istikrarının yanında ek hedef olarak kullanıldığı makro ihtiyati politikalara ihtiyaç duyulmaktadır (IMF, 2013c). Makro ihtiyati politikaların uygulanması potansiyel finansal kırılganlıkların oluşmasını engelleyecektir.

Şekil 3.2. Krizden Sonra Politikalar ve Amaçları: Makro Basiretli Politikaların Rolü



Kaynak: Dağlaroğlu vd, (2013), IMF, (2013 c: 6)

35 2008 finansal krizinde olduğu gibi varlık fiyatlarındaki sürekli düşüşler, bankaların kredi koşullarını sıkılaştırmaları ve finansal sistemde görülen güven problemi gibi nedenlere bağlı olarak finansal şok reel ekonomileri etkilemiş ve enflasyon sıfır oranına yaklaşmıştır. Ekonomi aktivitelerde görülen bu azalış, finansal kurumların yükümlülüklerini yerine getirme imkanını da etkilemiş ve tıpkı 1929 krizinde olduğu gibi bir borç-deflasyonunun yaşanmasına neden olmuştur (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010).

Bario (2014), Makro ihtiyati politika çerçevesi, finansal istikrarın kalıcı olması amacına yönelik çözümün bulunmaz bir parçasıdır. Para ve Maliye politikaları kendi rollerini oynamadan tek başına makro ihtiyati politika araçları finansal istikrar için çözüm olamaz. Makro ihtiyati politika tedbirleri, ihtiyati araçlar ve üst yönetim (BDDK gibi) düzenlemelerini kapsar. Elbette bu kurallardan-regülasyonlardan tüm finansal kurumlar sorumludur. Ancak makro ihtiyati tedbirler finansal sistemin tamamına yönelik sorunlarla ilgilidir. Bu noktada mikro ve makro ihtiyati tedbirler arasındaki farklara bakmak lazım. Mikro ihtiyati tedbir yaklaşımı riskin kaynağıyla ilgilenmektedir (varlık fiyatları, kredi koşulları ve makro ekonomi gibi). Ancak finansal sistemin bütününe yönelik risklere odaklanmamıştır. Mikro ihtiyati tedbir yaklaşımı şokları dışsal olarak tanımlamıştır. Buna karşılık makro ihtiyati tedbirler finansal sisteminin bütününden kaynaklanabilecek risklere önleyecek araçlara sahiptir. Yani şokları dışsal değil içsel olarak tanımlar. Daha fazla açarsak amaç bankaları finansal sistem kaynaklı şoklardan korumak ve aynı zamanda finansal sistemi banka risklerinden korumayı amaçlayan bir politika çerçevesini ifade etmektedir. Ayrıca sistemin ekonominin iyi gittiği dönemlerde güçlenmesini sağlamak dayanıklılığını arttırmak ikinci önemli amaç olmuştur. Finansal sistemi düzenleyici makro ihtiyati tedbirler öncelikle aşırı borçlanmanın önüne geçebilmeli ve finansal sistemin kriz dönemlerinde konjonktür karşıtı politika uygulayabilmesini sağlamalıdır. Daha açık olarak kriz dönemlerinde genişleyici kredi uygulanabilmesi için genişleme dönemlerinde kredi artışının önüne geçilmesi ve bankaların riskli kredi vermelerinin engellenmesi gerekmektedir. Diğer konu bankaların fon kaynaklarının ve aşırı riskli borçlanmalarını da önüne geçmektir. Önemli bir diğer görüş finansal istikrarın veya finansal krizlerin ekonomi için enflasyondan daha önemli riskler taşıdığına yöneliktir. Sonuç olarak yeniden tekrarlamak gerekirse “Makro İhtiyati Politikalar” finansal istikrar için araç sağlar ve çözümün bir parçasıdır ama çözümün tamamı değildir.

IMF (2014 a), Ekonomik ve finansal risk üstlenici davranışların artması makro ekonomi ve para politikalarının başarısı ve reel sektöre yönelik risklerin azaltılması için makro ve mikro ihtiyati tedbirlerin uygulanmasına neden olmuştur. Bu bağlamda finansal politikalar ekonomik ve finansal risk üstlenici davranışlar arasında yeni küresel dengesizliğin çözümüne olanak sağlayabilirler. Öncelikle ekonomik risk üstlenici davranışlara yardım eder bankaların uygun bir işletme modeli geliştirmelerine bu sayede

özel sektöre kredi vermelerine olanak sağlayabilir. İkinci olarak, Makro ihtiyati politika araçları finansal istikrarı tehdit eden aşırılıkların önlenmesine para politikasına yardımcı olurlar. Son olarak, politika yapıcılar finansal sistemdeki riskleri öngörebilmek için gerekli verilere ulaşmaları gerekmektedir. Varlık alımlarına dayalı genişletici para politikaları, bankaların sermaye yapılarını güçlendirse kredi vereceği işletmelerin sürdürülebilir bir işletme modeline sahip olmamaları reel ekonomide beklenen iyileşmenin tam olarak gerçekleşmesine engel olmaktadır.

Park(2011), Merkez Bankaları dolayısıyla bu sistemik riskin yönetilmesi sürecinin bir parçası olmak durumundadırlar. Tüketici harcamalarında ve/veya varlık fiyatlarında oluşan belirgin sapmalar para politikası otoritesinin dikkate almak zorunda olduğu durumlardır. Bu bağlamda Merkez Bankaları çıktı volatilitelerini gözlemlemek zorundadırlar. Ancak fiyat istikrarını tek amaç olarak gören enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan merkez bankaları için bu zor bir konudur. Zira politika faiz oranının yüksek olması varlık balonlarının oluşmasını engelleyebilir, ancak özellikle enflasyon hedef oranın altında kalırsa ekonomi durgunluğa sürüklenebilir yani çıktı boşluğu genişler. Bu noktada merkez bankalarının elini kuvvetlendirebilecek en önemli araçlar makro ihtiyati tedbirler olarak görülmektedir. Makro ihtiyati politikalar kaldıraçlı işlemlerin başarıyla yönetilebilmesine ve bu sayede banka kredilerindeki aşırı genişlemenin reel ve finansal varlık spekülasyonlarının önüne geçebilir. Makro ihtiyati politikalar, ihtiyati politika araçları kullanılarak finansal sistemde istikrarın oluşmasına yönelik düzenlemeler olarak tanımlanabilir.

Bu noktada makro ihtiyati politika araçlarına bakmak gerekirse; İhtiyati politikalar (prudential), sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların yol açabileceği finansal istikrarsızlığı önlemek için makroekonomik politika tedbirlerinin yanında ekonomi içerisindeki kurumların aşırı risk üstlenici davranışlarda bulunmalarını önlemek için uygulanabilecek tedbirler olarak açıklanabilir (Bulut ve Demirel, 2012; Ostry, Ghosh vd., 2011).

Tablo 3.3. Makro İhtiyati Politikaların Genel Özellikleri

Makro İhtiyati Politikalar: Bu politikalar daha çok sistematik risk kavramına açıklık getirmeyi amaçlamıştır. Makro ihtiyati politika araçları, mikro ihtiyati politikaları kapsamakla birlikte daha çok makro-f finansal gelişmişlik ve sistematik risk göstergeleri üzerine yoğunlaşmıştır. Bunlar:

- **Şoklara bağlı olarak gerekli karşılıkların değişmesi,**
- **Şoklara bağlı olarak borcun karşılık oranının değişmesi,**
- **Yükselen konjoktüre bağlı sermaye şartı (Basel III),**
- **Sermaye/Likidite oranı,**
- **Aşırı oynaklık gösteren fonlar üzerine vergi,**
- **Kredi büyümesinin engellenmesi,**
- **Yüksek rezerv gerekliliği.**

Kaynak: Bulut ve Demirel (2012, 296).

Vinals (2011) göre, makro ihtiyati politikaların temel görevi sistematik risk oluşumlarını engelleyerek finansal istikrarın tesis edilmesidir. Yani finansal istikrarın sağlanmasında birinci görev makro ihtiyati politikalara aittir. Diğer politikalar tamamlayıcı niteliğe sahiptir. Son olarak aşağıdaki Tablo 3.4 finansal istikrara yönelik politika karması gösterilmektedir.

Tablo 3.4. Finansal İstikrarı Güçlendirmeye Yönelik Politika Karması

Politika Seti	Amaçlar	Araçlar
Mikro İhtiyati Politikalar	Kurumların karşı karşıya kalabilecekleri ekonomik çöküntülere –iflaslara engel olmak	Sermayenin kalitesi/miktarı ve kaldıraç oranları ile ilgili düzenlemeler
Makro İhtiyati Politikalar	Tüm finansal sistemi tehdit edecek geniş çaplı bir çöküntüye engel olmak	Dengeleyici sermaye gelirleri
Para Politikası	Fiyat istikrarı	Politika faiz oranı
	Likidite yönetimi	Munzam karşılıklar, reeskont penceresi ve politika koordinasyonu
	Finansal dengesizliklere karşı direnç	Politika faiz oranı, rezerv yeterliliği, gerekli likidite temini, uluslararası rezerv yeterliliği
Maliye Politikası	Toplam talebin yönetilmesi	Vergiler, otomatik istikrarlandırıcılar, ihtiyati dengeleyici önlemler
	Ekonominin gelişme evrelerinde kamu tasarruf fazlası sağlamak	Kamu borç seviyesini azaltıcı önlemler, finansal sistemden vergi sağlamak
Sermaye Kontrolleri	Özellikle döviz kuru uyumsuzluğuna sınır getirilmesi	Yabancı para cinsinden açık pozisyonlara sınır getirilmesi, yabancı para cinsinden varlıklara sınır getirilmesi
Altyapı Politikaları	Finansal sistemin daha sağlıklı işlemesine yönelik alt yapı politikaları	Borsalarda türev araçlarla işlem yapılmasına yönelik düzenlemeler

Kaynak: Bulut ve Demirel (2012: 299), Galati ve Moessner, (2011:8).

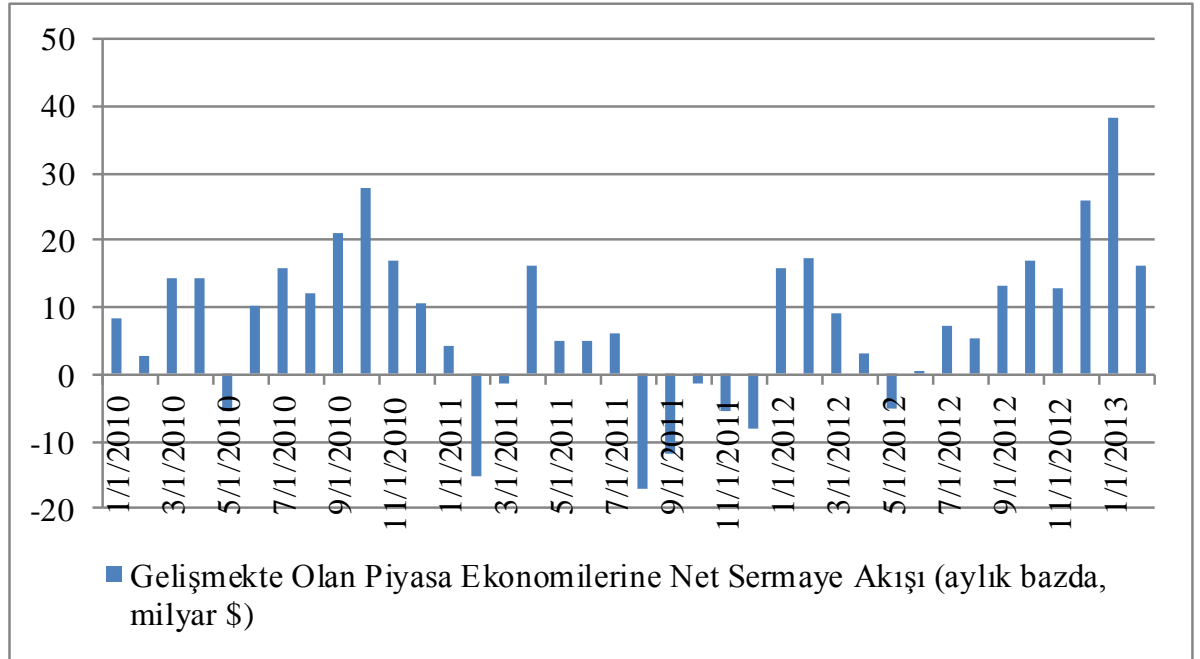
3.3.FİNANSAL KRİZ SONRASI GELİŞMİŞ ÜLKE PARA POLİTİKALARININ GPE'LERE ETKİSİ VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİNİN ÖNEMİ

Geleneksel olmayan para politikası uygulamaları küresel sermaye akımlarında oynaklığı arttırmıştır. Sermaye akımlarındaki bu oynaklık sanayileşmiş ekonomiler açısından çok büyük problemlere neden olmamaktadır. Fakat GPE'leri makro ekonomik istikrar ve finansal istikrar olmak üzere iki açıdan tehdit etmekte ve uygulanan politikaları karmaşıklştırmaktadır. Birincisi; Doğrudan cari işlemler açığı ve toplam talep üzerinde meydana getirmiş olduğu etkilerdir. Sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde çıktı açığı azalırken enflasyon yükselmekte ve reel döviz kuru orta vadeli denge değerinden sapmaktadır. Bu durum ekonomi açısından oldukça maliyetli olmaktadır. Karşılaşılan ilk maliyet enflasyon olurken, ikincisi dış ticarete ülkenin rekabetçiliğini kaybetmesidir. Bu durum karşısında merkez bankası yurtiçi talebi dengeleyebilmek ve enflasyonu kontrol altında tutabilmek amacıyla faiz oranlarını arttırmak durumunda kaldığında bu durum ülkeye yönelik sermaye akımlarının tekrar artmasına neden olmakta ve tekrar başa dönülmektedir. Böylece bu ekonomilerde sermaye akımları yurtiçi makro ekonomik dengeleri bozmaktadır (Claessens ve Kose, 2013; Dağlaroğlu vd, 2013)

Sermaye akımlarının ekonomi üzerinde ikinci etkisi kredi genişlemesine dayalı varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlayarak ülkeyi ani duruş problemine karşı finansal olarak istikrarsız hale getirmektedir. Özellikle sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde bankalar kredi koşullarını esnetmekte bu durumda hızlı kredi genişlemesine neden olmakta bunun sonucunda varlık fiyatları hızlı bir biçimde artmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde yurtiçi finansal varlıklara olan talebin artması yerel menkul kıymet (tahvil, bono ve hisse senedi) ihraçlarının hızlanmasına neden olmaktadır. Bu ihraçlar sermaye akımlarını absorbe edip varlık fiyatları üzerindeki baskının hafiflemesine neden olmakta fakat kaldıraç oranlarının (borç / öz kaynak) artmasına yol açmakta bu durum ülkenin net yurtdışı yükümlülüklerinin artmasına neden olarak ani duruş problemine karşı ülkeyi kırılgan hale getirmektedir (IMF, 2011; Claessens ve Kose, 2013; Dağlaroğlu vd, 2013)

Şekil 3.3 2010 yılında G-4 merkez bankalarının (İngiltere Merkez Bankası, Japonya Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve ABD Merkez Bankası) uyguladıkları niceliksel gevşeme politikasının sonucu aylık bazda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinin hızlandığını göstermesi açısından önemlidir (IMF, 2010).

Şekil 3.3. Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerine Net Sermaye Akışı



Kaynak:Dağlaroğlu vd (2013).

Geleneksel olmayan para politikası uygulamalarıyla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama konusunda karşılaşmış oldukları sorunlardan en önemlisi büyük çaplı ve oynaklığı yüksek sermaye akımlarında meydana artışıdır. Bu durum bankacılık sektörü aracılığı kredi artışına ve kaldıraçlı işlemlerin artmasına neden olarak finansal istikrarı tehdit etmektedir. Ülkeler arasındaki bu yüksek faiz farklılıkları bankacılık sektörü aracılığı ile ülkeye yönelik sermaye akımlarının hızlanmasına neden olmakta bunun sonucunda yerli para değer kazanmakta ve ekonomide aşırı ısınmaktadır. Bu durum gelişmekte olan piyasada sistemik riski büyütecek döngüsel hareketlerin (*pro-cyclicality*) oluşmasına yol açarak yapısal kırılmalıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Dağlaroğlu vd, 2013).

FED uyguladığı geleneksel olmayan para politikası (varlık alımları) ABD hazine bonusu ve GPE hazine bonoları arasındaki risk primi üzerinde etkilidir³⁶. Dolayısıyla gittikçe önem kazanan soru esnek kur sisteminin dışsal şoklara karşı yurt içi parasal koşulları ne kadar koruyabileceği üzerinedir. Daha açık ifadeyle varlık fiyatları ve faizler FED kaynaklı geleneksel olmayan para politikasının etkisi altındadır. Ayrıca GPE finansal olmayan özel kesim bu süreçte hızlı dış-yabancı para cinsinden borçlanmasını arttırmıştır. Bu koşul altında GPE bankaları fiyat istikrarı hedeflerini sürdürürken finansal istikrarı da hedef olarak belirleyebilirler. Ani çıkış etkisinin sonucu olarak oluşabilecek kurdaki volatiliteye müdahale etmek GPE'lerini kur riskine karşı koruyabilirken MB için kredibilite kaybı anlamına da gelebilir. Diğer bir öneri MB faiz ve kur volatilitesine sınırlama getirerek sermaye akımlarının olumsuz etkisini azaltabilir. Ancak bu görüşe göre MB bu amaca (parasal ve finansal istikrara ulaşmak için) ulaşmak için birden fazla araç kullanmak zorunda kalacaktır.

Örneğin IMF (2013 c)'e göre, ABD genişleyici para politikası sonucu Brezilya'ya gelen oldukça yüksek hacimdeki uluslar arası sermaye ülke ekonomisini kırılgan hale getirmiştir. Ancak küresel risk iştahı kapandığında sermaye hareketlerinin tersine dönmesi sonucu finansal sistem kırılganlığı sistemi istikrarsız yaparken kur istikrarı da bozulabilecektir. Makaleye göre emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar da finansal sistemin istikrarını tehdit etmektedir. Çalışma bu bağlamda dışsal faktörlerin bankacılık sektörünün kredi riskini ve kredi hacmini etkilediğini ifade etmektedir. Konut fiyatları ve hane halkının borç ödeme kabiliyeti de kredi riskini belirleyen faktörler arasında gösterilmiştir. Diğer yandan çalışmaya göre, devlet garantili hazine bonolarıyla yapılan repo işlemleri bilançolarda önemli yer tutuyorsa taşıdıkları düşük risk nedeniyle bankaların sağlamlıklarını arttıracaktır.

BIS (2014)'e göre, 2008 finansal kriz sonrası FED gibi büyük merkez bankalarının uyguladığı varlık alımlarına dayalı bilançolarını genişletme politikası küresel likiditenin

³⁶Uzun dönem faiz oranları finansal istikrarın temelidir. İflas riski olmadığında hazine bonoları risksiz uzun dönem yatırımlar için gösterge olur. Uzun dönem faizler en düşük seviyesine geldiğinde uzun dönem varlıkların fiyatları da en üst seviyeye gelecektir. Bu bonolar borçlular açısından (veya yatırım yapmak isteyenler için) yeni krediler için önemli bir teminat olacaktır. Bu noktada temel sorun yatırımcıların genişleme döneminde üstlendikleri kaldıraçlı işlemlerdir. Uzun dönem varlıkların (yatırımların) kısa dönem fonlarla finanse edilmesi vade riskini oluşturmaktadır. Bu kaldıraçlı işlemlerin kaynağını oluşturmaktadır. Kriz öncesi karlı olan Hazine Bonosunu alabilmek için kısa dönem finansman yönteminin kullanıldığı görülmektedir. Bu finansal sistem için vade riskinin kaynağını oluşturmaktadır. Zira bu çok yeni finansal ürün vade riskini maskeleymektedir (Philip, 2014)

artmasına düşük faizler karşısında yatırımcıların risk alıcı davranışlarda bulunmalarına yol açmıştır. Risk iştahının arttığı böyle dönemlerde EME için para politikası çerçevesinin oluşturulmasında aşağıdaki üç durum göz önüne alınmalıdır.

1-Hangi Yurt parasal koşullar EME etkiler? Bu koşullar EME için parasal ve finansal istikrarsızlığın nedeni olabilir mi?

2-EME merkez bankaları bu dışsal şoklara nasıl tepki vermeli

3-EME para birimleri küresel ekonomide önemli role sahip olabilirler mi? Yabancılar geçen on yıla göre daha fazla EME hazine bonosu ve hisse senedini satın almışlardır.

Bu bağlamda sermaye akımlarına karşı GPE'lerinin verebileceği üç temel politika tepkisi vardır. Bunlardan birincisi; sıkı maliye politikası uygulamaktır. Sermaye hareketlerinin hızla arttığı dönemlerde uygulanacak sıkı maliye politikası harcamaların azalmasına ve varlık fiyatlarındaki yukarı yönlü baskının düşmesine yardımcı olabilir ve yurt içi faizlerin düşmesine yol açar döviz kurundaki aşağı yönlü baskıyı azaltarak para politikasına enflasyonla mücadelede esneklik sağlayabilir. Ancak ekonominin gerekli büyümeyi sağlayacak finansman ihtiyacı ve bunun için yetersiz yurt içi tasarruflar bu politikanın uygulanmasını güçleştirir. (BIS, 2014; Eichengreen, 2013).

İkinci politika yaklaşımı merkez bankalarının finansal sisteme yönelik spesifik risklere odaklanmasına imkan veren makro ihtiyati politika araçlarının kullanılmasıdır. Bu araçlar riskin büyüdüğü sektöre doğrudan etki edebilmeyi sağlamaktadırlar.

Üçüncü yaklaşım sermaye akımlarının sınırlandırılmasına yöneliktir. CGFS (2009)'e göre, sermaye akımlarının hacmini ya da volatilitelerini yönetmeye yönelik para politikası tedbirleri sermaye akımlarının daha istikrarlı olmasını sağlayacak bir modifikasyona yol açabilir. Bununla birlikte sermaye hareketlerini kısıtlayıcı tedbirlerin maliyetleri hesaplandığında bu maliyetlerin varlığı kısıtlamaya yönelik tedbirlerin etkinliğini azaltacaktır.

Parasal olmayan tedbirler makro ihtiyati politikalar olarak ifade edilebilir. Makro ihtiyati politika tedbirleri çeşitli tipteki fonlama maliyeti ve kur uyumsuzluğundan kaynaklı maliyetlerin azalmasına yol açacaktır. Makro ihtiyati politika önerileri ayrıca sermaye akımlarının yol açabileceği yurt içi kredi genişlemesinin önüne geçebilir. Birçok GPE'de makro ihtiyati politikalar bankacılık sektörü üzerinde uygulanmaktadır. Elbette bu politika araçları finansal istikrarı sağlamaya yöneliktir ve bir den fazla aracı barındırır.

Makro ihtiyati politikalar gelişen piyasa ekonomilerinde ve bazı gelişmekte olan ülkelerde sistemik finansal risklerin etkisini azaltmayı amaçlayan politika çerçevesi olarak tartışılmaktadır. Makro ihtiyati politika araçları etkin olup olmadıkları yeteri kadar bilinmese de bankacılık sektörü kredi genişlemesini ve/veya döviz kurundaki aşırı sapmaları azaltmak için uygulanmaktadır. Makro ihtiyati politikaları konu alan çalışmalar genellikle bu politikaların bankacılık-finansal sistemdeki kırılganlığı azaltıp azaltamayacağına yönelik analizlere yöneliktir.), Makro ihtiyati politikaların cari açık ve dış yükümlülükleri azaltmada etkili araçlara sahip olabileceğini ve dış yükümlülüklerin yol açabileceği risklere karşın ülkelerin sigortası olabileceği belirtilmiştir. Burada dış yükümlülüklerden kastımız, dış borç, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar olmak üzere üç biçimde tanımlanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar dışında ki diğer seçenekler bilanço kırılganlığına neden olabilecektir. (Catao ve Milesi-Ferretti, 2013; Claessens vd., 2014)

IMF (2014) göre özel sektöre verilen kredinin maliyeti, varlık fiyatlarının görece değişimi yurt içi finansal koşulları oluşturmaktadır. Kredi koşulları ve varlık fiyatları, para politikası duruşu, makro ihtiyati politika tedbirleri, kaldıraç oranlarını kapsayan diğer finansal koşullar ve küresel likiditeyi belirleyen ve sermaye akımlarını etkileyen dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Çalışmaya göre, makro ekonomik politikaların ve ihtiyati tedbirlerin (makro-mikro) etkinliği, küresel finansal koşullardaki iyileşmeyle desteklenirse finansal sistemin sağlamlığı artabilir. Ancak küresel finansal entegrasyonun artması, özellikle ülkeler arası bankacılık faaliyetlerinin yükselmesi küresel finansal şoklara karşı bankaları daha kırılgan hale getirebilir.

Dolayısıyla Ostry vd (2010) göre GPE sermaye akımlarının bu ekonomiler üzerinde yol açtığı riskler makro ekonomik ve makro-ihtiyati tedbirlerin uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Çalışmaya göre sermaye hareketleri döviz kurunun değer kaybetmesi –cari açık, rezerv birikimi-enflasyon korkusu-sterilizasyon ve kredi büyümesinin yol açtığı bilanço risklerini taşımaktadır. Çalışmaya göre sermaye hareketleri döviz ağırlıklı olmak üzere yurt içi kredi genişlemesine yol açmaktadır. Bu krediler döviz geliri olmayan hanehalkı ve/veya firmalar tarafından kullanıldığında ve kur riski hedge edilmediği için kredi riskini arttırmaktadır. Artan sermaye hareketlerinin yol açabileceği kredi genişlemesine yönelik makro ihtiyati tedbirler alınmadığında veya kredi piyasasına yönelik regülatif tedbirler uygulanmadığında finansal sistemin kırılganlığı

artabilecektir. Yüksek sermaye hareketleri yurt içi finansal sistemin istikrarına yönelik ilgiyi arttırmıştır. Makro ihtiyati tedbirler sermaye hareketlerinin finansal sistem üzerindeki bozucu etkisini azaltabilirler. Örneğin bankaların açık pozisyonlarına sınırlama getirilerek finansal sistem üzerindeki kur riski azaltılabilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Küreselleşmenin giderek hız kazandığı 1990'larla beraber ülkelerin finans sisteminde ortaya çıkmaya başlayan gelişmeler; serbestleşme eğilimleri, uluslararasılaşma, menkul kıymetleştirme ve entegrasyon olarak sıralanabilir. Küreselleşmenin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki olumsuz etkileri ekonomik krizler olmuştur. Para-kur krizleri, bankacılık krizleri şeklinde ortaya çıkan krizler daha sonra ekonominin reel kesimi üzerinde ve diğer ülkelere yayılarak etkilerini göstermişlerdir (Çolak, 2007).

Konuyu Türkiye ekonomisi üzerinde ele alacak olursak. Türkiye ekonomisi, 1980 öncesinde çeşitli boyutlarda ve farklı yapıda krizlerle karşılaşmıştır. Bu krizlerin bir bölümü, 1929 ekonomik buhranı, Körfez savaşı sonrası ortaya çıkan ekonomik gelişmeler, Asya -Rusya krizi gibi kendi ekonomik yapısının dışındaki gelişmelerden kaynaklanırken, 1958 devalüasyonu, 1979 borç krizi, 1994 ve 2001 krizleri gibi krizler kendi politika hatalarından kaynaklanmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2008).

Türkiye ekonomisi için kendi başına yarattığı krizlerin etkisi oldukça önemlidir. Bu krizler sonrası alınan politika tedbirleri ve bunların uygulamaları bir sonraki dönem içinde belirleyici olmuştur. Özellikle 1979 krizi sonrası alınan 24 Ocak 1980 kararları Türkiye ekonomisi için çok önemli değişimlere neden oluşturmuştur. 24 Ocak kararları ile birlikte ekonominin yönü ithal ikameci kalkınma modelinde ihracata dönük kalkınma modeline doğru olmuştur. 24 Ocak kararları sonrasında mal ve emek piyasalarının yanı sıra döviz, sermaye ve para piyasaları gelişmiştir. Daha net bir ifade ile 1980 kararları sonrası Türkiye ekonomisi finansal serbestleşme yolunda adım atmıştır (Parasız, 1994).

Türkiye ekonomisinin karşı karşıya kaldığı 1994 ve 2001 krizleri temelinde de işte bu 1980'lerin ortalarında başlayan özellikle 1990'lı yıllarda ağırlaşan makro ekonomik bozulmaların temelinde 1980 kararlarına çerçevesinde 1989'da uygulamaya konan sermaye hesabının serbestleşmesi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan finansal kırılganlıklar yatmaktadır.

Bu bağlamda Türkiye ekonomisinin temel kırılma faktörlerinden birisi de sermaye hareketlerinin hacmi ve volatilitesidir. Çalışmamızda Türkiye ekonomisinin son dönem görünümü ve değişen koşullardaki para politikası tercihlerini belirttikten sonra Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin temel belirleyicileri (iten ve çeken faktörler) üzerine uygulama yapılacaktır.

4.2.TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON DÖNEM GÖRÜNÜMÜ

2013 yılının son çeyreğinde uluslararası finansal kuruluşların Türkiye Ekonomisine yönettikleri eleştiriler yoğunlaşırken para politikasını yöneten TCMB da bu eleştirilerden nasibini almıştır. Bu eleştiriler cari açığın yüksekliği ve Türkiye ekonomisinin büyümek için dış finansmana aşırı bağımlılığı, finansal olmayan özel sektörün FX pozisyon açıklarının yüksek olması ve iç talep kaynaklı baskı sonucu fiyat istikrarında istenilen başarının sağlanamaması üzerine odaklanmıştır.

Morgan Stanley 2013 Ağustos ayındaki ekonomi raporunda Hindistan, Endonezya, Brezilya, Güney Afrika ve Türkiye'den oluşan kırılma beşli olarak ifade edilen gruptan bahsetmişti. Bu ülkelerin kırılma beşli olarak adlandırılmaları FED'in 22 Mayıs'ta miktarsal gevşeme ve kredi gevşeme politikası çerçevesinde uyguladığı varlık (devlet, mortgage ve diğer varlıklar) alımlarını azaltacağı yönündeki açıklamasından sonra gerçekleşmiştir. Bunun sebebi, bu ülkelerin FED'in açıklamasından sonra para birimleri en çok değer kaybeden ülkeler olmasıdır. FED'in tahvil alımlarını azaltacağına sinyalini vermesi bu ekonomilere giden yabancı sermayenin azalmasına yol açmış ve bu ülkelerden yabancı sermaye çıkışları olmasına neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler aslında FED'in tahvil alımlarını azaltması durumunda bu ülkelerin cari açık ve dış borç için gerekli finansmanı bulmakta zorlanacaklarını gösterdi, böyle bir durum bu ülkelerin risklerinin artmasına yol açmıştır.

CDS (Credit Default Swap) kredi temerrüt risk primleri olarak ifade edilen değerler son dönemde ülke riskleri yansıtan en önemli gösterge haline almıştır. Küresel risk iştahını yansıtan VIX (volatilité indeks) ile birlikte gelişen piyasa ekonomilerine yönelik uluslararası sermayenin en fazla dikkat ettiği iki ölçütten biridir. Tablo 4.1'de seçilmiş gelişen piyasa ekonomileri (GPE veya EME-Emerging Market Economies) için 2013 yılına ait CDS'ler gösterilmektedir. Tabloda Türkiye'nin Brezilya ile birlikte risk artışı

en yüksek iki ülkeden biri oldu görülmektedir. CDS'lerdeki artışlar dikkate alındığında Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Endonezya, FED'in tahvil alımlarını azaltacağını ilan etmesinden en fazla etkilenen ülke grubunu oluşturmaktadır. Türkiye, gelişen piyasa ekonomileri içerisinde kırılma eğilimi artan ve böylelikle risk iştahındaki değişim karşısında en fazla etkilenecek ülke grubunda yer almaktadır diyebiliriz ve bu haliyle finansal krize yakalanma riski yüksek ülke grubu içerisinde kabul edilmektedir.

Tablo 4.1. Seçilmiş Gelişen Piyasa Ekonomilerinin CDS Değerleri

Tarih	Arjantin	Brezilya	Şili	Kolombiya	Endonezya	Polonya	Güney Afrika	Tayland	Türkiye
31.01.2013	2069	113	71	96	146	90	173	96	134
28.02.2013	2755	130	69	100	136	95	172	91	138
28.03.2013	3820	139	66	99	161	95	181	96	146
26.04.2013	2533	115	67	86	138	82	165	91	124
31.05.2013	3144	146	77	104	162	76	191	90	131
13.06.2013	3737	175	93	140	230	81	193	110	168
05.07.2013	3079	210	106	155	207	97	229	123	196
13.08.2013	2467	181	90	123	213	85	229	117	213
31.10.2013	1851	166	80	124	193	84	185	111	185
27.11.2013	1730	205	83	128	237	83	210	128	207
16.12.2013	1667	182	78	117	216	80	194	126	188
17.12.2013	1694	185	79	118	218	80	196	127	196
18.12.2013	1728	176	78	112	218	81	195	127	205
19.12.2013	1687	179	78	113	212	79	193	123	210
Artış Oranı	-18.4	58.4	9.8	17.7	45.2	-12.2	11.5	28.1	56.7

Kaynak: Bloomberg; Deutsche Bank DB Research verilerinden alınmıştır. Söz konusu data bankasında Hindistan'a ait veriler mevcut değildir.

Benzer biçimde Wells Fargo'nun Ocak 2013 tarihinde yayınladığı raporda Türkiye, Kolombiya, Arjantin ve Endonezya, GPE'ler içerisinde krize karşı en fazla dayanıksız ülkeler olarak gösterilmişlerdir. Brayson ve Miller tarafından hazırlanan bu rapor, Frankel ve Saravelos (2010) çalışmasında formüle edilen ve finansal kriz olasılığına işaret eden döviz rezervleri, reel döviz kuru, kredi büyüme oranı, ekonomik büyüme, cari açıktan oluşan öncü göstergelere bağlı olarak hesaplanan kırılma eğilimi derecesine dayanmaktadır. Buna göre düşük döviz rezervi, ülke parasının aşırı değer kaybı, yüksek cari açık, aşırı kredi büyümesi ve GDP büyümesinin beklentilerin üzerinde olması bu

ülkelerin finansal krizle karşılaşma oranlarının yüksek olabileceğine işaret etmektedir (Bryson ve Miller, 2013).

Brayson ve Miller'ın kırılma endeksi verilerinin Türkiye için değerlendirilmesinde: Döviz Rezervleri /GSYİH oranının esas alındığı durumda Türkiye gelişen piyasa ekonomileri arasında bu oranın en yüksek olduğu iki ülkeden biridir. Buna karşılık yurt içi kredilerdeki artış açısından Brezilya ile birlikte bu oranın yüksek olduğu ülkelerden biridir. Yurt içi özel sektör kredileri /GSYİH oranı dikkate alındığından 2009-2012 döneminde Türkiye ve Brezilyada yurt içi kredilerin % 32 artış gösterdiği ifade edilmektedir. Yurt içi büyüme oranı büyük ölçüde yurt içi kredi genişlemesinin sonucu olarak kabul edilmesine ilaveten güçlü büyüme cari açığın artmasında da neden olmaktadır. Bu durum büyüme oranındaki artışla finansal krize yakalanma arasında bir bağ kurulmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda 2009-2012 arasında yaklaşık % 25 büyüme oranı ile Türkiye, Hindistan, Arjantin ve Endonezya ile birlikte en güçlü büyüyen ülkeler arasında yer almaktadır. Cari açıkta ise; Türkiye gelişen piyasa ekonomileri içerisinde en kötü performansa sahip ülke olarak ön plana çıkmaktadır.

Tablo 4.2. Seçilmiş Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Kırılma Göstergeleri

Ülke/Değişken	FX Rezerv/GSYİH	Reel Döviz Kuru (2009-2013 değişim) %	Reel GSYİH (2009-2013 değişim) %	Özel Kredileri /GSYİH (2009-2013 değişim) %	Sektör Cari /GSYİH	Açık
Kolombiya	9.5	19.6	15.3	8.9	-3.2	
Arjantin	7.7	28.4	21.1	5.0	-0.8	
Endonezya	12.1	7.6	20.2	7.2	-3.4	
Türkiye	12.5	-4.5	21.3	17.9	-7.4	
Brezilya	16.1	16.9	11.4	19.5	-3.4	
Hindistan	14.2	-2.3	21.3	4.2	-4.4	
G.Afrika	10.7	6.6	9.4	-1.0	-6.1	
Şili	14.8	8.1	18.1	2.5	-4.6	
Tayland	46.8	4.8	14.9	31.2	0.1	
Polonya	20.5	2.8	10.6	3.4	-3.0	

Kaynak: Weels Fargo Securities LLC Economics Group, October 30, 2013.

Ekonomik büyüme istenilen bir durumdur ancak burada riski oluşturan büyümenin biçimidir. Türkiye gibi ülkelerde büyüme yurt içi tasarruflara ve üretime dayalı

olmaktan çok tüketime ve yabancı finansmana bağılı olarak gerçekleşmiştir. Bu durumun kaynağı aşırı yurt içi kredi genişlemesinin cari açığın artmasına neden olmasıdır ve böyle bir durum ülkeyi finansal krizlere karşı kırılgan yapmaktadır.

Uluslararası finansal kuruluşların 2013 son çeyrek raporları da bu durumu ortaya koymaktadır. Wells Fargo gibi Merrill Lynch de 13 Aralık 2013 de yayınladığı raporda, kredi büyümesi, cari açık /GSYİH, Dış Borç /Uluslar arası Rezervler (altın hariç), reel döviz kurundaki değişim gibi değişkenlerden yola çıkarak bir kırılganlık endeksi hesaplamıştır. Hesaplanan bu endekse göre; Türkiye, Hindistan, Endonezya, Rusya, Malezya, Şili en kırılgan –riskli ülke gurubunu oluşturmaktadır. Tablo 4.3 Weels Fargo ve Merrill Lynch in hazırladığı kırılganlık endekslerine göre ülkelerin kırılganlık puanlarını göstermektedir.

Tablo 4.3.Seçilmiş Ülkelerin Kırılganlık Puanları

Ülke/Değişken	Weels Fargo	Merril Lynch
Kolombiya	110	-
Arjantin	109	-
Endonezya	104	67
Türkiye	100	85
Brezilya	96	59
Hindistan	85	90
G.Afrika	79	22
Şili	89	72
Tayland	71	64
Malezya	60	78
Rusya	68	82

Kaynak: Bryson ve Miller(2013), Merrill Lynch (2013) Raporlarından Derlenmiştir.

IMF, gerek Ekim (2013b) finansal istikrar raporunda gerekse Aralık (2013a) Article IV değerlendirme raporunda Türkiye ekonomine yönelik endişelerini dile getirmiştir. IMF söz konusu raporlarda temel makro ekonomik kırılganlıklar üzerinde durarak para politikası üzerinde tavsiyelerde bulunmuştur.

IMF'nin sektör bazında değerlendirmelerini ise şu biçimde özetleyebiliriz:

- Hane halkı aktif pozisyonu pozitif milli gelirin % 20 'si kadar ancak hane halklarının yıllara yaygın artan borçları ekonomi için önemli bir sorun oluşturmaktadır. 2006 yılında kişi başına düşen gelirin % 30 kadarı borç iken 2013 de bu oran % 50

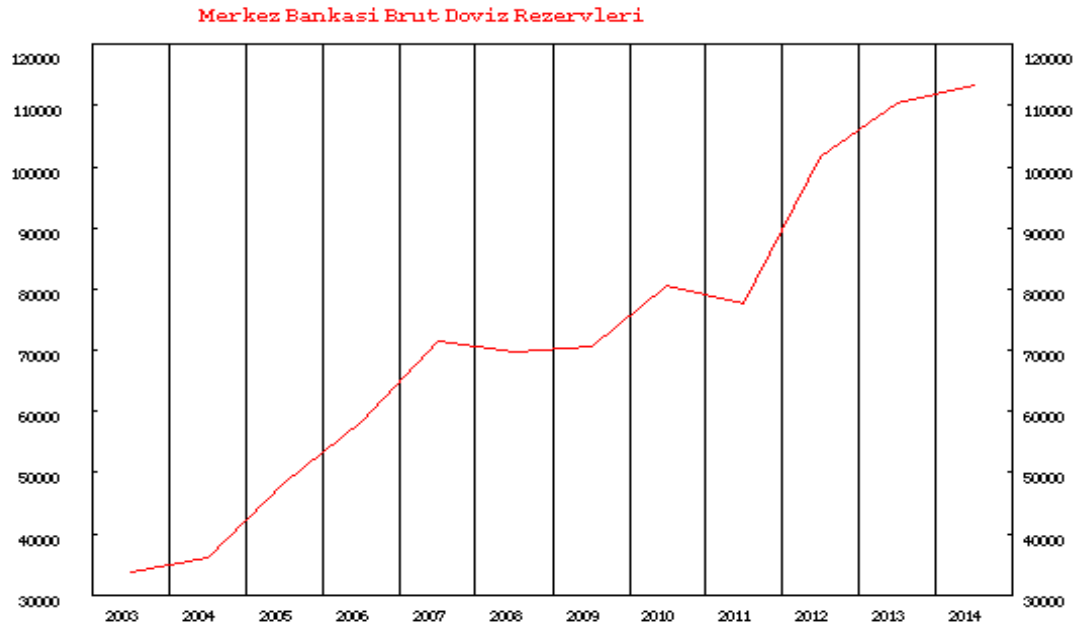
olmuştur. Borçlar genelde sabit faizli ve kısa vadeli borçların vadesinin ortalama 4.1 yıl olduğu görülmektedir.

- % 35 olan kamu sektörü Borç Stoku / GDP oranı oldukça düşüktür. Yabancı para cinsinden borçlar ise toplam borcun 1/3 kadardır ve borçların vadesi uzundur. Kamu sektörü için güçlü bir pozisyon olduğu görülse de, 2014 ve 2015 yıllarının seçim yılları oluşu ve Türkiye'nin 2014 için karşılaşılabileceği, dış finansman güçlüğünün kamu kesiminin kırılganlığını arttırabileceğini düşünülmektedir.

- Finansal olmayan özel sektörün en önemli sorunu sürekli artan dış finansman gereksinimidir. Bu kemsin 2008 yılında 78 milyar dolar olan dış borcu 2013 yılı sonunda 165 milyar dolara yükselmiş durumdadır. FED'in varlık alımlarını azaltacağı, küresel piyasalar için risk iştahının düşeceği ve GPE'lerin finansal kırılganlık sinyali verdiği bu dönemde böylesine bir dış finansman ihtiyacının karşılanabilmesi çok zor görünmekte veya karşılanırsa bile maliyeti çok yüksek olacaktır. Ancak bu borcun uzun vadeli borçların bir parçası olması borcun çevrime riskini azaltmaktadır. Borcun yarısından fazlası yurt içi bankacılık kemsine olan borçlardır. Ayrıca esnek kur sistemi ani ve şok bir devalüasyon ihtimalini ortadan kaldırmakta ve böylesi borçlar için bir tampon (buffer) olabilmektedir.

- Bankacılık sistemi için en çarpıcı gelişmenin 2008 den beri sürekli artan kredi/mevduat oranı olduğunu söylemeliyiz. Bu durum bankacılık sisteminin kaldıraçlarının da artış eğiliminde olduğunu yansıtmaktadır. 2009 yılında % 81 olan kredi/mevduat oranı 2013 yılında % 110 seviyesine yaklaşmıştır. Bu durumun sonucu olarak artan krediler / toplam varlıklar oranındaki eğilim, sistemin sağlıklı bir yapıya yöneldiğinin bir göstergesi olarak düşünülebilir. Buna ek olarak % 16 civarında olan sermaye yeterlilik oranı ile sektörün sermaye yapısının hala çok güçlü olduğu görülmektedir. Yabancı para (FX) likit varlıkları kısa dönem FX yükümlülüklerini nerdeyse tamamen karşılamakta olup (2013 yılında %83) vade uyumsuzluğu düşüktür. İşletmelere verilen yabancı para cinsinden krediler dolaylı olarak sistemin asıl sorununu oluşturmaktadır.

- Türkiye'nin 2013 yılı uluslararası rezervlerinin 114 milyar dolar civarında olmasına rağmen, bu rezervlerde ROM katkısını ve bunun brüt rakam olduğunu unutmamak gerekmektedir. Ocak 2014 itibarıyla 113 milyar dolar civarındadır.

Grafik 4.1. TCMB 2003-2013 Dönemi Brüt Rezervleri (Milyar \$)

Kaynak: TCMB EVDS veri tabanından tarafımızca hazırlanmıştır.

Biraz daha fazla açmak gerekirse, Türkiye 2008-9 küresel finansal krizin yükseldiği dönemde güçlü sermaye çıkışı ile karşılaşmış kur üzerinde baskı oluşmuştur. 2010-2011 döneminde ise, FED gibi büyük Merkez Bankalarının uyguladığı genişleyici para politikalarının yol açtığı global likidite artışı sayesinde ülkeye güçlü bir sermaye girişi olmuştur. Artan yabancı sermaye TCMB'nin geleneksel para politikası uygulamasından vazgeçmesine ortam oluşturmuştur. 2011 de ise güçlü bir sermaye çıkış olmuş ve faizler yükselmiştir. 2012-2013 yılı üçüncü çeyreğe kadar yine güçlü sermaye girişleri olmuştur. 2013 Mayıs ayından itibaren FED'in tapering (tahvil alımlarını azaltması) beklentisi ve Aralık ayında hayata geçişi ile yine bir sermaye çıkışı olmuştur

Diğer yandan 2010-11 ve 2012-2013 dönemlerinde ülkeye yönelen sermaye akımları karşısında TCMB'nin farklı politika uygulamaları içerdiği görülmüştür. 2010-2011 de MB rezervlerini arttırmak faizi düşük tutmak üzere bir politika çerçevesi tanımlamıştı. 2012-2013 de faizlerde keskin bir düşüş yaşanmasına rağmen bu dönemde MB 2010-2011 den farklı olarak kur istikrarıyla birlikte büyümeyi teşvik edici bir faiz politikası izlemiştir. Böylece TCMB döviz piyasasına müdahale olmaksızın ve TL de önemli bir değişme gerçekleşmeden yüksek düzeyde rezerv toplamayı başarmıştı. Yani Merkez

Bankası ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) ile bankaların elindeki döviz TL cinsinden münzam karşılıkların yerine kullanmıştır.

2012-2013 de, Türkiye 2010-2011 den farklı olarak küresel yatırımcıları diğer gelişen piyasa ekonomilerine göre daha fazla cezp eden ülke olmuştur. Güçlü sermaye akımı ROM uygulanması için zemin oluşturmuştur. TCMB, ROM ile bir nevi sterilizasyon politikası uygulamıştır. Bankacılık kesimi bu sayede ellerinde daha fazla kredi verebilecek rezerve ve daha yüksek bir faiz üzerinden borç verme imkanına sahip olmuştur. Böylece dışsal olan sermaye akımları ROM sayesinde yurt içi para akımına dönüştü ve yine bu sayede MB rezervleri beklentilerin üstünde artmıştır³⁷.

Bu noktada IMF'nin son Türkiye değerlendirme raporda Türkiye için önemli bulgular vardır. IMF'e göre Türkiye ekonomisinin son dönem büyümesi iç talep çekişlidir ve bu durum iç ve dış dengesizlikleri arttırmaktadır. Büyümenin arkasında TCMB'nin faizleri gevşetme politikasının etkisi çok fazladır. 2013 yılında politika faiz oranı 125 baz puan ve faiz koridorunun üst ve alt sınırı 500 puan düşürülmüştür. Faizlerdeki azalma yurt içi kredi gevşemesini arttırmıştır (aslında bu MB tarafından istenmeyen bir durum olarak açıklanmıştır). Artan yurt içi talep ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilese de cari açığın artmasına ve risk oluşturmaya neden olmuştur. Diğer yandan maliye politikasının gevşetilmesi de yurt içi talep artışının bir başka kaynağı olmuştur. 2013 yılında kamu harcamaları bir önceki yıla göre % 15 artış göstermiştir.

IMF gerek finansal istikrar raporunda gerekse Article IV Türkiye ekonomisine değerlendirmelerinde para politikası uygulamasına yönelik eleştirilerde bulunmuştur. Bu eleştirilerin temelinde TCMB para politikası çerçevesinin iyi anlaşılmadığı ve karmaşık olduğu düşüncesi yatmaktadır. Para politikası, kriz sonrası birden fazla hedef için çok sayıda araç kullanılarak yapılmıştır. Fiyat istikrarının yanında kısa vadeli sermaye girişlerinin istikrar bozucu etkilerini (volatilitiyi) engellemek yoluyla finansal istikrar da amaçlanmıştır. Ayrıca TCMB dolaylı olarak ekonomik büyümeyi

³⁷ROM (IMF, 2013 a; Article IV Turkey) :

- 1- döviz kurundaki dalgalanmaların önüne geçebilir
- 2- Bankaların döviz cinsinden kredi vermesini sınırlar
- 3- Bankacılık sisteminin sisteme yönelik düzenlemelerde-regülasyonların yol açacağı maliyetleri azaltır.
- 4- Son olarak piyasa yönlendirici bir yaklaşımla MB döviz kuru istikrarı sağlaması hedefine ulaşmada yardım eder-aşırı volatilitiyi etkisini zayıflatır.

destekleyici adımlar atmasına karşın uygulama sonrası hedeflerin yeterince gerçekleştirilmediği görülmektedir.

TCMB büyüme ve finansal istikrar hedefleri nedeniyle fiyat istikrarı hedefine yeterince odaklanamamış % 5 (orta vade) enflasyon hedefine ulaşamamıştır. Son üç yılda sadece birkaç ay enflasyon hedefin altında kalmıştır.

Para politikası uygulaması konusunda en temel eleştiri faiz koridoru üzerinden yapılmaktadır. IMF'e göre faiz koridoru çok geniş, (alt ve üst bantlarda 425 baz puan fark var) tutulmuş bu koridor likiditenin oldukça maliyetli olmasına neden olmuştur. Diğer yandan para politikası faiz oranının ne olduğu konusunda görülen belirsizlik iktisadi birimler için kafa karıştırıcı, belirsizlik yaratan bir durum arz etmektedir. Yeni durumda üç tane politika faiz oranı vardır. Birincisi bandın üst seviyesi olan borç verme faiz oranı %7.75 ki bu gittikçe politika faiz oranı haline gelmektedir. İkincisi bir haftalık % 4.5 repo faizi ve üçüncüsü ortalama faiz olan 6-6.5 faiz oranıdır.

Politika faiz oranındaki belirsizlik ve birden fazla araç barındıran karmaşık politika çerçevesi TCMB'nın piyasalarla iletişim problemi olduğunu, araç çokluğunun kafa karıştırdığını ve kredibilitiyi olumsuz etkilediğini söyleyebiliriz Bu noktada IMF, para politikası çatısının tekrar ortodoks para politikasına doğru değiştirilmesi gerektiğini, daha açık bir ifade ile fiyat istikrarı hedefi ön planda yer almalı görüşünü savunmaktadır. Bu çerçevede para politikası koridoru daraltılmalı, tek bir politika faiz oranı olmalıdır tavsiyesinde bulunmaktadır.

Yurt içi ve yurt dışı faktörlerde meydana gelen değişimler gelecek dönemlere ilişkin karışık sinyaller vermektedir. Moodys ve S&P Türkiye ekonomisinin 2015 dönemine yönelik izlenimleri ve değerlendirmeleri kredi riski açısından önemli olacaktır. 2014'de çift haneli rakamlara dayanan enflasyon (%8.9; tahminler %10 yaklaşabileceği yönünde)) ve ekonomik büyümedeki yavaşlama (tahmini % 2.8), FED'in 2015 ikinci çeyreğinde faiz arttırma ihtimali ve Japonya ve Euro Bölgesi başta olmak üzere küresel anlamda ekonomik büyümenin zayıf olacağı beklentisi Türkiye açısından risk oluşturan faktörlerdir. Ancak petrol fiyatlarındaki düşmenin 2015 yılında da süreceği beklentisi ve bunun enflasyona olumlu katkısı, azalan cari açık ve Japonya, Avrupa Merkez Bankalarının büyüme destekleyici genişleme politikalarını güçlendirerek devam edeceği yönündeki sinyaller Türkiye ülke riski açısından pozitif koşulları oluşturmaktadır. Daha açık olarak 2014 yılına girerken politik risk başta olmak üzere

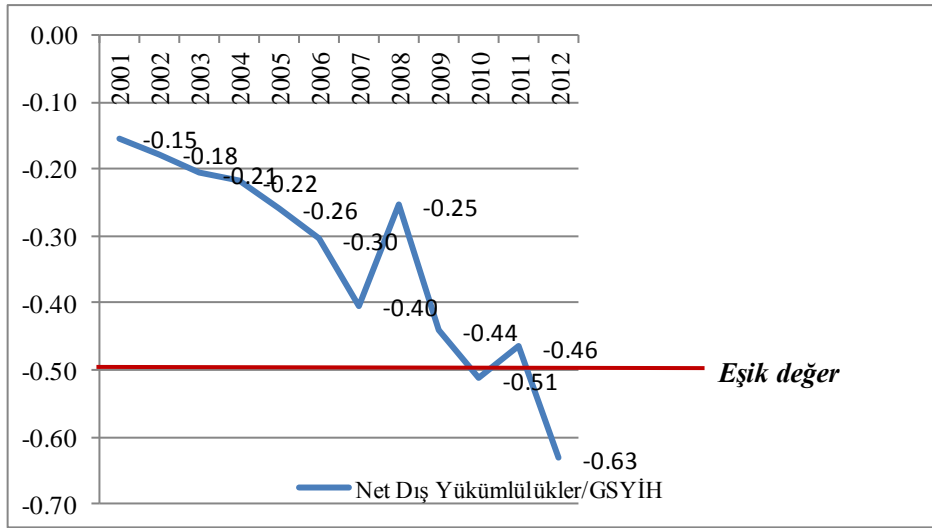
kötüleſen koſullar 2015 de yerini daha olumlu ekonomik göstergelere bırakacak gibi grnmektedir³⁸.

Son olarak Cato ve Milesi-Ferretti (2013) alıſmasında, günümüzde net dıſ yükümlülüklerdeki artıſı finansal krizlerin en önemli belirleyicisi olduğu belirtilmiſtir. Cato ve Milesi-Ferretti, 1970 – 2011 arası dönemde 61 tane krizi tahmin etmede net dıſ yükümlülüklerdeki artıſın rolünü analiz etmiſlerdir. Yazarlara göre krizi en iyi açıklayan, tahmin eden ve önceden haber veren net dıſ yükümlülüklerin GSYİH’ya oranındaki artıſtır. Bu rasyo eſik değeri olan yüzde 50 sınırını aſtıėında ülke finansal olarak krizlere açık duruma gelmektedir. Ayrıca uluslararası yatırımcıların o ülkeyi tahammül eſiėi yüzde 35 gibi son derece dſk bir seviye olmaktadır.

Aſaėıdaki Œekil 4.1 Türkiye’nin 2001-2012 döneminde net dıſ yükümlülüklerinin geliſini göstermektedir. Œekil yukarıdaki açıklamalarla birlikte değerlendirildiğinde geliſmiſ ülkelerin uygulamıſ olduğu niceliksel gevſeme politikası sonucunda Türkiye ekonomisine yoğun sermaye giriſi gerekleſmiſ olduğunu ve bunun sonucunda yurtiçi finansal varlıklara olan talebin arttığını göstermektedir. Yurtiçi finansal varlıklara olan talep ſirketler kesiminde kaldıraç oranlarının yüzde 62 artmasına neden olmuſ ayrıca ülkenin net dıſ yükümlülükleri hızlı bir biçimde artarak kriz olarak eſik değer kabul edilen yüzde 50’nin üzerine ıkmıſtır.

³⁸Modys baſta olmak üzere uluslar arası finansal kuruluşlar Türkiye’nin görünümü negatife evirmiſlerdi. Zira 2014’e girerken TL’de görülen ani biri değer kaybı, yüksek cari açık, enflasyonun artıſ eğilimi ve yavaſlayan büyüme kredi notu görünümüne olumsuz ſekilde yansımıſtır.

Şekil 4.1. Türkiye'nin Net Dış Yükümlülüklerinin Gelişimi (2001-2012)



Kaynak: TCMB'nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu verilerinden hareketle Dağlaroğlu vd (2013) çalışması tarafından hesaplanmıştır.

4.1.1. Para Politikasında Yeni Arayışlar

IMF'nin TCMB yönelik eleştirileri pek çok akademisyen tarafından dile getirilmesine rağmen TCMB'nin fiyat istikrarı yanında finansal istikrara yönelmesi 2008 sonrası küresel finans alanında meydana gelen gelişmelerin bir sonucu olduğunu da unutmamak gerekmektedir. Nitekim IMF ekonomistleri bile (Ostry, Ghosh vd, 2011) küresel kriz sonrası artan genişleyici para politikaları karşısında gelişen piyasa ekonomilerinin sermaye hareketlerine yönetilmesine yönelik politikalar izlemesi gerektiğini belirtmişlerdir. Çalışmanın bundan sonra, Türkiye'nin veya Türkiye'ye benzer ekonomik yapıdaki GPE'nin, 2008 krizi sonrası neden fiyat istikrarı hedefi yanında finansal istikrarı gözetme gereği duyduğunu ve 2014 para politikasında döviz kuru volatilitesine önem verdiğini kuramsal düzeydeki tartışmalarla genişleyecektir.

Bernanke 2014 yılı değerlendirme sunumunun sonuç bölümünde yeni para politikası araçlarını, iletişim kanalını güçlendirmek, makro-ihiyati politikalara yönelik kurumsal algıyı geliştirmek ve şeffaflığı arttırmak olarak tanımlamıştır. Bu yaklaşım aslında küresel ekonominin içinde bulunduğu koşullar altında tüm Merkez Bankaları için bir rehber niteliğindedir diyebiliriz. TCMB'nin 24 Aralıkta açıklanan para politikasına baktığımızda programın hedeflerini ve araçlarını birkaç başlık altında şu biçimde özetleyebiliriz:

Birincisi, TCMB temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğunu altını çizmiştir. Bu aslında IMF (2013 a) da belirttiği gibi bir den fazla amaç ve araçla karmaşık hale gelen para politikasının enflasyon hedefinden sapılmasına yol açtığı ve para politikasının tekrar Ortodoks çerçeveye geri dönmesi gerektiği yönündeki itirazını değerlendirdiği düşünülebilir. Zira TCMB, 2013 para politikasında fiyat istikrarı yanında finansal istikrar hedefine özellikle vurgu yapılmıştır. İkinci olarak kur istikrarını sağlama konusunda otomatik dengeleyici olacağı düşünülen ROM'un para politikası çerçevesini güçlendireceği dile getirilmiştir.

TCMB, fiyat istikrarı hedefi yanında finansal istikrar hedefini de gözeteceğini her iki hedefe yönelik olarak geleneksel araçları kullanmanın yanı sıra yeni para politikası araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir. Merkez Bankasının likidite politikasının TL cinsinden likidite politikası, döviz cinsinden likidite politikasından oluşacağı belirtilmiştir. Finansal istikrarı sağlamak üzere Makro-İhtiyati tedbirleri kullanmaya devam edeceği görülmektedir. Merkez Bankasının üzerinde durduğu ve yeni Bernanke (2013-2014) çalışmasında büyük önem verdiği para politikası aracı ise iletişim kanalıdır. Merkez Bankası iletişim kanalını bir politika aracı olarak kullanacağını belirtmiştir. Merkez Bankasının temel iletişim dokümanlarını Para Politikası Kurulu duyuruları ve Enflasyon Raporları oluşturmaktadır. Bir diğer önemli iletişim dokümanı ise Finansal İstikrar Raporudur.

Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi gereği TL cinsinden likidite politikasında kullandığı biricik araç politika faiz oranıdır. TCMB 2014 yılında 3 tane politika faiz oranı belirlemiştir. Bunlardan birincisi, referans faiz oranı olan marjinal fonlama oranıdır (MFO). Bu faiz Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranı %7.75 olarak belirlenmiştir. İkinci faiz oranı, İstikrarlı fonlama oranı (İFO 1) olan bir haftalık repo faiz oranıdır ve % 4.5 olarak belirlenmiştir. Üçüncüsü ise, istikrarlı fonlama oranı (İFO 2) olan ve gecelik vadede piyasa yapıcı bankalara sağlanan fonlama faizidir ki bu oran %6.75 olarak belirtilmiştir. Döviz likidite politika araçlarını ise ROM ve döviz satışları oluşturmaktadır. Rezerv opsiyon katsayılarının (ROK) kademeli olarak arttırılması ile bankaların ROM'dan daha az yararlanmaları hedeflenmektedir.

Merkez Bankasının likidite politikası amacı parasal sıkılaştırılmanın sağlanması ve enflasyonla mücadele ve aynı zamanda bu amaca destek verecek biçimde kredi büyümesinin yönünün tüketici kredilerinden ticari kredilere doğru kaymasını

sağlamaktır. Böylece, ROM ve döviz satışları kullanılarak sistemin fonlama ihtiyacının arttırılması, fonlama vadesinin kısa tutulması (1 gün ve/veya 1 hafta olarak) ve aracılık maliyetlerin kademeli olarak azaltılması ve bu amaçla İFO-1den sağlanan fonların arttırılması amaçlanmaktadır. Merkez Bankasının tüketici büyümesinin sınırlandırmasına yönelik politikası Makro-İhtiyati politika araçları kullanılarak desteklenmektedir.

Kalemlı-Özcan (2014), göre Türkiye ekonomisinin temel sorunu borcun dolarlaşması veya özellikle işletmelerin yükümlülüklerinin dolarlaşması sorunudur. İnşaat sektörüne dayalı büyüme neticesinde bu sektörün toplam borucunun % 70'i dolar (veya yabancı para) cinsinden olduğu görülmektedir. Benzer biçimde imalat sanayinin toplam borcun % 50'si yine dolar cinsindedir. İnşaat sektörünü ayıran özellik bu sektörün döviz cinsinden borcunun kısa vadeli olmasıdır. Toplamda finansal olmayan özel sektörün borçlarının (yükümlülüklerinin) % 58'i yabancı para cinsindedir. Bu oranların önemi aslında FED'in Aralık ayında başladığı varlık alımlarını azaltma (Tapering) politikasının sonucu küresel likidite ve risk iştahındaki azalmanın gelişen piyasa ekonomileri için (başta Türkiye olmak üzere) borcun finansmanında güçlük yaratabileceğinden kaynaklanmaktadır. Nitekim IMF (2013 d) finansal sermaye akımlarının Türkiye'de finansal olmayan özel sektörün kaldıraç oranlarını (borç/öz kaynak) büyüttüğünü ve bunun finansman sorunlarına neden olabileceğinden bahsetmiştir.

Küresel risk iştahını yansıtan (VIX) ve Türkiye'ye gelen sıcak para arasında negatif bir ilişki vardır. Yani küresel risk iştahının artması (VIX 'in azalması) ile sıcak para artmakta, küresel risk iştahının azalması (VIX' de artış) sıcak para akımını azaltmaktadır. IMF (2013a) Article IV raporunda, Türkiye para politikası açısından riski belirleyen temel faktörün küresel risk iştahının göstergesi olan VIX olduğu ifade edilmiştir. Yani küresel risk artınca (veya gelişen piyasa ekonomilerine yönelik risk algılamaları artınca) Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri azalmaktadır. Bu bulgular küresel yatırımcıların Türkiye yönelik işlemlerinde yurt içi ve dışı gelişmeleri oldukça yakından takip ettiklerini göstermektedir. Ülkede siyasi riskin artması yabancı sermayeyi kaçırarak bir başka gelişmedir.

Sonuç olarak, uluslararası sermaye akımlarındaki konjonktür daha önce belirttiğimiz gibi varlık balonlarının ülkeler arasında yayılmasına zemin hazırlamaktadır. Bunun

sonucunda kriz sonrasında merkez bankacılığında ve para politikasında meydana gelen son değişim artık merkez bankalarının iki amacı ve iki aracı bulunduğudur. Krizden önceki dönemde merkez bankalarının tek amacı ve tek politika aracının bulunduğu vurgulanmaktayken bu durum şimdi tam tersine merkez bankalarının enflasyon ve döviz kuru gibi iki amacının olduğu bunu gerçekleştirebilmek içinde politika faiz oranı ve döviz kuruna müdahale gibi iki aracının bulunduğudur (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2010; Ostry, Ghosh, ve Chamon, 2011 ve Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2013).

4.2.EKONOMETRİK ANALİZ

İkinci bölümde söz ettiğimiz sermaye hareketlerini belirleyen faktörlere yönelik literatür tez çalışmasının ekonometrik uygulamasının yapıldığı bu bölümde değişkenlerin belirlenmesinde temel referans alanını oluşturmaktadır. İlgili literatür kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve bu bağlam da portföy yatırımlarının sermaye hareketlerinin finansal sistem üzerinde riski oluşturan türü olduğu üzerinde durmuştur. Bu nedenle sermaye hareketlerinin tamamı değil sadece sıcak para olarak tanımlanan kısa vadeli sermaye hareketleri bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.

Bu bölümüde yurt içine gelen kısa vadeli sermaye akımlarını (sıcak para) belirleyen yurt içi ve yurt dışı faktörlerin hangilerinin swapüzerinde etkili olduğu eş bütünleşme, hata düzeltme modeli ve VAR modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Bu amaç için oluşturulmuş regresyon denklemini belirleyen (1) eşitlik ve onu tanımlayan (1a) nolu fonksiyonel ilişki, IMF (2011 c), Dağlaroğlu vd (2013), Cerutti vd (2014) çalışmaları referans alınarak oluşturulmuştur.

$$swap_{it} = \beta + \alpha X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Burada swap sıcak parayı, β , kesişim değerini, X ise sıcak parayı etkileyen değişkenler matrisini, ε , ise hata terimini simgelemektedir. Buradaki X matrisinde yer alan değişkenleri de kapsayan fonksiyonel ilişki şu biçimdedir:

$$swap_t = f(CDS_t, EMBI_t, FF_t, VIX_t, LEV_t, REER_t, TCMB_t) \quad (1 a)$$

Burada, CDS hazine bonosu risk primlerini (spreads), EMBI, JP Morgan gelişmekte olan ülke piyasa bono endeksini, FF; FED Funds'u (FED politika faiz oranını), VIX;global riski, LEV; kaldıraç oranlarını, REER; reel dvız kurunu ve TCMB;TCMB politika faiz oranını (i_{TR}) simgelemektedir.

Bu değişkenlerden CDS, lke riskini, VIX ise küresel risk iştahını yansıtmaktadır. VIX korku endeksi olarak da ifade edildiğinden, VIX artışı küresel risk iştahını düşürecek ve sermaye hareketlerinin gelişen piyasa ekonomileri yerine ABD gibi güvenli limanlara yönelmesine neden olacaktır. Bu bakımdan VIX'deki artışın Türkiye'ye gelen sıcak para akımını azaltması beklenir. CDS ise ülke riskini yansıttığından rneğin Türkiye'nin 5 yıllık hazine bonolarının CDS'leri artarsa ülkeye gelen sıcak paranın azalması beklenmektedir. FF, FED politika faiz oranını yansıtmaktadır, FED faiz oranlarını arttırdığında Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerine gelen sıcak paranın azalması beklenir. CDS gibi EMBI (MSCI) de ülke riskini gösteren bir değişkendir ancak artması ülke riskinin azaldığı anlamına gelecektir. Bu bakımdan EMBI artışının sıcak para üzerindeki beklenen etkisi pozitifdir. Kaldıraç oranlarındaki artış yatırımcıların daha fazla kazanması anlamına geleceğinden sıcak para akımlarını arttırması beklenmektedir. TÜFE'ye bağlı olarak hesaplanan reel dvız kurundaki artış kur artışının enflasyon artışının gerisinde kaldığı ve ülke'deki kur-faiz makasının açılmasının daha fazla sıcak parayı cezp edeceği beklenmektedir. TCMB politika faiz oranındaki artışın Türkiye'de faiz oranlarını arttıracığından dolayı sıcak para akımlarını arttırması beklenmektedir.

4.2.1. Materyal

Çalışma 2008-2013 dönemini kapsamaktadır ve yukarıda açıklanan her bir değişkene ait aylık zaman serileri kullanılmıştır. Kullanılan zaman serilerini Thomson Data Stream, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulundan (BDDK) ve TCMB (Eelktorink Veri Dağıtım Sistemi) veri tabanlarından elde edilmiştir. CDS, VIX, FF, EMBI, Thomson Data Stream veri tabanından, REER, TCMB (politika faiz oranı), TCMB veri tabanından, LEV ise BDDK veri tabanından elde edilmiştir.

4.2.2. Yöntem

Eşbütünleşme analizi varsayımlarımdan birisi de durağanlıkla ilgili olduğundan değişkenlerin durağanlığının sınanmalıdır. Değişkenlerin durağanlığının sınanmasında ADF, PP ve KPSS gibi birim kök testleri kullanılabilir. Bu testler de bir zaman serisi birim kök içermiyorsa durağan kabul edilmektedir. Bu çalışmada, Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) (Dickey ve Fuller, 1979) kök testleri kullanılmıştır (Dağlaroğlu vd; 2013). Birim kök testlerinin sonuçları, Tablo 4.4’de sunulmuştur.

Tablo 4.4.Çalışmanın Değişkenlerine Ait Durağanlık Testleri (ADF)

SERİLER	DÜZEY	BİRİNCİ SIRA FARKLAR
Swap	0.7496	-8.7198***
EMBI	-1.4704	-5.9332***
FF	-4.5683**	-6.5027***
VIX	-2.8485	-5.8096***
REER	-1.0472	-6.4835***
LEV	-2.2715	-2.8057**
TCMB	-3.7295**	-5.0149***
CDS	-2.3368	-5.7555***

Not: ADF testine göre serilerin durağanlığı sınanmış, buna göre *** olan yerlerde 1 % anlamlılık düzeyine göre, ** olan yerlerde 5 % anlamlılık düzeyine göre null hipotezi reddedilerek serilerin durağan olduğunu öngören alternatif hipotez kabul edilmiştir. ADF testi için kullanılan gecikme sayısını Eviews 6.0 ekonometrik paket programının otomatik olarak seçtiği değer kabul edilmiştir.

Tablo 4.4 de görüldüğü gibi analizde ele alınan, Swap, JP Morgan EMBI, VIX, reel döviz kuru, kaldıraç oranı ve CDS serilerinin düzeyde durağan olmadığı, FED faiz oranı ve TCMB politika faiz oranının düzeyde durağan olduğu bulgularına ulaşılmıştır. Diğer yandan (3) numaralı tahmin denkleminde yer alan tüm değişkenlerin birinci sıra farklarının durağan olduğu yani birim kök olmadıkları anlaşılmıştır. Bu bulgulara göre FF ve TCMB hariç diğer tüm değişkenler için Eş Bütünleşme Analizi yapılabilecektir. Düzeyde durağan olmayan ancak birinci sıra farkları durağan olan seriler arasında uzun dönem ilişkinin olup olmadığı eş bütünleşme analizi ile belirlenmektedir. Bu çalışmada değişkenler arasında eş bütünleşmenin varlığı Johansen testi kullanılarak araştırılmıştır. Johansen ve Juselius (1990), eş bütünleşme hipotezini test etmek için en çok benzerlik yöntemi (Maximum Likelihood Estimation) ve benzerlik yöntemi(Likelihood

Ratio) testlerini geliştirmişlerdir. Johansen testi birinci farkların ECM (Error Corection Model) formu şöyledir (Demirel ve Erdem, 2004);

$$\Delta \mathbf{X}_t = \Gamma_t \Delta \mathbf{X}_{t-1} + \dots + \Gamma_{k+1} \Delta \mathbf{X}_{t-k} + \Pi \mathbf{X}_{t-k} + \mu + \varepsilon_t \text{ ve } \varepsilon_t \sim \mathbf{N}(\mathbf{0}, \Lambda) \quad t = 1, \dots, T.$$

$$\mathbf{H}_1(r) : \Pi = \alpha \beta \text{ dir} \quad (2)$$

Burada α β ($n \times n$) boyutundaki matrislerdir Π ve Γ katsayı matrisleridir. Δ fark denklemini k ise gecikme uzunluğunu, μ ($n \times 1$) vektör sabit değeri, ε_t hata terimi vektörü ve Λ ($n \times n$) kovaryans matrisini göstermektedir. $\mathbf{H}_1(r)$ belli koşullar altında $\Delta \mathbf{X}_t$ sürecinin durağan olduğunu varsaymaktadır. Yani eşitlikte $I(0)$ olduğundan sağ tarafın durağan olması ancak $\Pi \mathbf{X}_{t-k}$ 'nin durağan olmasıyla gerçekleşir. Eş bütünleşme testinde Johansen yaklaşımı Likelihood Ratio testine dayalıdır ve Trace ve max statistic testi olmak üzere iki ayrı test kullanılmaktadır.

$\Lambda_{max} = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_i)$, $r = 0, \dots, n-1$. Burada λ_i en yüksek eigenvalue değeridir. Max statistic testi ise $\Lambda_{max} = -T \ln(1 - \lambda_r)$ şeklindedir.

Tablo 4.5, tahmin denkleminizde yer alan değişkenler için yapılan (Johansen) Eş Bütünleşme test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 4.5. Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları

Null Hipotez	Trace Test	Null Hipotez	Maximum Eigenvalue Test
$r \leq 0$	145.4077***	$r = 0$	58.81542***
$r \leq 1$	86.59232***	$r = 1$	36.59751**
$r \leq 2$	49.99481**	$r = 2$	19.41570
$r \leq 3$	30.57911**	$r = 3$	14.15358
$r \leq 4$	16.42553**	$r = 4$	10.69463
$r \leq 5$	5.730899**	$r = 5$	5.730899**

Not: r , eş bütünleşme vektör sayısını göstermektedir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve % 10 anlamlılık düzeyinde null hipotezini (seriler arasında eş bütünleşme yoktur) reddedildiğini gösterir. Kullanılan kritik değerler varsayımlara göre (örneğin: doğrusal trend, sabit değer) farklılık göstermektedir. Johansen öncesi VAR gecikme sayısı 3 alınmıştır.

Tablo 4.5 'de sunulan Johansen eş bütünleşme analizi, trace ve maksimum eigenvalue test sonuçlarını yansıtmaktadır. Çalışmada, her iki testten elde edilen sonuçlara göre "Türkiye'de sıcak parayı etkilediğini düşündüğümüz değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi aranmıştır. Trace (İz) testinden elde edilen bulgular, veri değişkenler arasında en az beş eş bütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Maksimum Eigenvalue testinde ise iki eş bütünleşme ilişkisinin olduğu bulgusuna erişilmiştir.

Ancak Trace Testinin Maksimum Eigenvalue testinden daha güvenilir (tutarlı) sonuçlar vermektedir. Özellikle iki veya daha fazla değişken arasında eş bütünleşme ilişkisinin arandığı durumlarda Trace test bulguları daha fazla tercih edilir olmaktadır (Lütkepohl, Saikkonen, Trenkler; 2000). Bu bilgiler ışığında çalışma bulgularının seçilmiş değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin gösterdiğini söylemeliyiz.

Johansen Eş bütünleşme testinden elde edilen eş bütünleşme tahmin denklemi (cointegrating equation) aşağıdaki biçimdedir:

DSWAP	DMSCI	DVIX	DREER	DLEV	DCDS
-1	-0.83	0.29	-0.69	-0.81	0.16

Tahmin denklemi bağımlı değişken üzerindeki negatifliği kaldırdığımızda, SWAP ile VIX ve CDS arasında negatif, LEV (kaldıraç oranı), MSCI ve REER arasında ise pozitif bir ilişki göstermektedir. Denklem, VIX'deki bir artışın sıcak parayı azalttığı veya sıcak para çıkışının (örneğin ani duruş durumu) ülke para birimin değer kaybına yol açtığı biçiminde yorumlanabilir.

4.2.3.Bulgular

4.2.3.1. Hata Düzeltme Modeli

Eş Bütünleşme” analizi sonucu elde edilen bulgular bütün değişkenlerle sıcak para değişkeni (swap) oranı arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Bu durum aralarında eş bütünleşme ilişkisi bulunan seçilmiş değişkenlerle sıcak para (swap) arasında uzun ilişkisinin varlığını göstermektedir. Uzun dönem ilişki saptanan değişkenlerde görülebilecek kısa dönem sapmaların tekrar dengeye ulaşım ulaşmayacağı belirlenmesinde “Hata Düzeltme Modelinden (VEC-Vector Error Correction: ECM)” yararlanılmaktadır. Bu tez çalışması da aralarında eş bütünleşme ilişkisi saptanan değişkenler arasında ECM kullanmamızın gerektiği ortaya çıkmıştır. Daha açık olarak Eşitlik (1) elde edilen hata teriminin bir gecikme değerini Eşitlik (3) de bağımsız değişken olarak katmamıza ihtiyaç olduğu görülmektedir

$$\Delta swap_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta MSCI_t + \beta_2 \Delta VIX_t + \beta_3 \Delta REER_t + \beta_4 \Delta LEV_t + \beta_5 \Delta CDS_t + \beta_6 ecm_{t-1} + \nu_t \quad (3)$$

Burada, Δ fark denklemini, $\beta_0 \dots \beta_8$ parametre değerlerini, ecm, hata düzeltme model terimini, v ise hata terimini göstermektedir. Eş bütünleşme analizleri değişkenler arasındaki uzun dönemli denge ilişkisini göstermektedir. Eş bütünleşme analizi eş bütünleşme ilişkisinin yönünü vermemektedir. Bu noktada ECM dayalı nedensellik testi bu ilişkinin yönünü vermektedir. Hata Düzeltme Modeli (VEC-Vector Error Correction), Engle ve Granger(1987) çalışmasında geliştirilmiştir ve zaman serileri arasındaki kısa ve uzun dönem dengesizliğinin giderilmesinde kullanılmaktadır. Yani hata düzeltme modeli, kısa ve uzun dönem arasında ayırım yapılmasına ve kısa dönem dinamiklerinin belirlenmesine olanak sağlamaktadır. Bu modelde hata terimi (ecm) değişkenlerin kısa dönem davranışlarını uzun dönem davranışlarına bağlamak için kullanılmıştır. Aşağıdaki Tablo 4.6 hata düzeltme modeli (ECM) bulgularını yansıtmaktadır.

Tablo 4.6.ECM Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	Olasılık
Kesişim***	7882.722	2036.546	0.0006
DMSCI**	177.6318	71.35234	0.0188
DCDS(-1)**	-186.1785	72.63750	0.0158
DLEV(-1)**	26774.29	12829.42	0.0458
DVIX(-2)**	-906.1424	414.7701	0.0371
DREER(-2)*	135436.5	70716.82	0.0654
ECM(-1)*	-0.248022	0.126582	0.0597
R^2	0.697975		
Adj R^2	0.531340		
Durbin-Watson stat	2.279751		
Olasılık (F-statistic)	0.000405		

Not: *, **, *** işaretleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 4.6’de görülen hata düzeltme modeli sonuçları, bağımsız değişkenlerleswap arasındaki kısa dönem ilişkisi üzerine bazı saptamalar yapabileceğini göstermektedir. Tablo 4.6 de görüldüğü gibi tüm bağımsız değişkenlerle swap arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi bulunmuştur. Bu ilişkinin yönü, VIX ve CDS için negatif, MSCI, LEV (Kaldıraç oranı) ve REER için ise pozitif olarak bulunmuştur. Değişkenler arası

ilişkilerin yönüne ait bu bulgular beklendiği gibi çıkmıştır ve ekonomi kuramına uygundur.

Küresel riski yansıtan VIX değerinin artması, küresel risk iştahının azalmasına (riskten kaçış; risk off) ve Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerine doğru küresel sermaye akışının düşmesine yol açabilecektir. Aynı şekilde ülke riskini yansıtan CDS değerindeki artış da Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımlarını azaltacaktır biçiminde yorumlanabilir. Bu bağlamda her iki değişkenle Türkiye'ye yönelik sıcak para hareketleri arasında negatif bir ilişki olması beklenmelidir. Tablo 4.6 bulguları bu beklentiye uygun çıkmıştır.

Sıcak para akımlarının artış gösterdiği dönemlerde bankacılık sektörü başta olmak üzere özel sektörün daha yüksek kaldıraç oranları ile çalıştığı ve riski arttırdığı görülmektedir. Buna karşılık sermaye akımlarının tersine dönmesi durumunda (ani duruş; sudden stop) banka ve özel sektörün yüksek kaldıraçlı işlemlerinin tersine döndüğü görülmektedir. Bu çerçevede Tablo 4.6. görülen kaldıraç oranları ve sıcak para ilişkisinin yönünün pozitif olması beklentilerle uyumludur diyebiliriz.

Reel döviz kuru, ülke parasının değer kazanması ile birlikte pozitif bir görünüme sahip olacaktır yani sıcak para akımlarının arttığı dönemlerde ülke para birimleri değer kazanacaktır. Ayrıca sıcak para ve döviz kuru arasında geri besleme ilişkisinin olduğunu söylenebilir. Daha açık olarak; Küresel risk iştahının arttığı dönemlerde Türkiye'ye giren sıcak para ülke TL'nin değer kazanmasına yol açabilecekken, değeri artan TL, ucuz dolar cinsinden borçlanma imkânını ve ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayeyi yeniden arttırabilecektir. Dolayısı ile Swap ve REER arasındaki ilişkinin yönün de pozitif olması beklenmektedir. Tablo 4.6. bulgusu bu yöndeki beklentileri karşılamaktadır.

Tablo 4.6 VIX, MSCI, CDS gibi riski yansıtan değişkenlerin Swap üzerindeki etkilerinin yüksek bir istatistiki anlam içerdiği ve gecikme sürelerinin daha kısa olduğu göstermektedir. Dolayısıyla Türkiye için elde edilen bulgular, sıcak paranın risk iştahına bağlı olarak hareket ettiği biçimindeki literatüre uygundur diyebiliriz.

Analiz sonucunda, hata düzeltme teriminin (ecm_{t-1}) beklendiği gibi negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durum değişkenlerde görülen kısa dönem sapmalara karşın modelin uzun dönem değerlerine yaklaştığını göstermektedir.

4.2.3.2.Varyans Ayırıştırması (Variance Decompozition)

Seçilmiş değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin olup olmasının sorgulanması kadar, bu değişkenlerin swap değişkenindeki değişmelerini etkileme dereceleri de önemlidir. Literatürde bu yönde bulgulara ulaşılmak için VAR modelinden hareketle “varyans ayırıştırması” hesaplamaları kullanılmaktadır. Tez çalışmasının bu bölümünde Tablo 4.4 de sunulan durağanlık testi sonucu düzeyde durağan oldukları belirlenen ve bu sonuc deneniyle eş bütünleşme analizine sokulmayan FF (FED faiz oranı) ve İTR (TCMB faiz oranı) değişkenleri varyans ayırıştırma hesaplamasına dahil edilmişlerdir. Yine Tablo 4.4 de görüleceği gibi her iki değişkenin birinci sıra farklarının durağan olması onların varyans ayırıştırma hesaplaması içerisinde olmalarına olanak sağlamaktadır.

Çünkü varyans ayırıştırma hesaplamasının yapılabilmesi için model içinde yer verilen değişkenlere aitzaman serilerinin durağan beklenmektedir. Aksi durumda durağan olmayan serilerle yapılan hipotez testleri kuşkulu hale gelecektir. Bu nedenle tez çalışmasında varyans ayırıştırma hesaplaması yaparken ele alınan serilerin birinci sıra farkları dikkate alınmıştır. Tablo 4.4 de de görülebileceği gibi, denklem (1) de yer alan tüm değişkenlerin birinci sıra farkları durağandır yani tüm değişkenler aynı düzeyde durağan olacak biçimde varyans ayırıştırma işleminde yer almışlardır. Varyans ayırıştırması ile ilgili yapılan hesaplamalar Tablo 4.7’de gösterilmektedir.

Tablo 4.7.Varyans Ayırıştırma Hesaplamasının Sonuçları

Dönem	DSWAP	DFE	DVIX	DMSCI	DiTR	DREER	DCDS	DLEV
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	85.84753	8.084828	3.712636	0.034606	0.900660	0.043427	0.567341	0.808972
3	70.18051	8.130973	10.47530	3.383356	1.440453	0.390174	4.827404	1.171834
4	69.14014	7.886973	10.27779	4.446475	1.945727	0.380361	4.719266	1.203272
5	63.42710	7.230843	9.430819	6.486830	1.855512	0.735357	9.472244	1.361292
6	58.24216	6.553716	11.84446	6.568377	3.238676	2.011137	9.725781	1.815693
7	57.36111	6.383834	13.40949	6.417067	3.228813	1.958889	9.471720	1.769076
8	57.02368	6.282864	13.05958	6.252078	3.332384	1.917533	9.443168	2.688719
9	55.49952	6.613281	13.83229	6.161882	3.222787	2.612203	9.428170	2.629864
10	52.60595	6.699229	12.88957	5.821596	4.779499	3.868083	10.54234	2.793739
11	50.76172	6.875435	12.57183	6.044792	4.702313	3.816866	12.01974	3.207298
12	49.23464	6.736299	14.76335	5.756342	5.214330	3.647561	11.38190	3.265584
13	49.16459	6.602687	14.92873	5.690501	5.408597	3.682497	11.25190	3.270506
14	49.11501	6.586428	14.71223	5.725507	5.767218	3.794996	11.07766	3.220943
15	48.58954	6.476778	14.58744	6.045185	5.666937	4.067865	11.27447	3.291784
16	47.14366	6.798784	14.46960	5.870269	6.484904	4.832986	11.18416	3.215637
17	47.06111	6.797477	14.44086	6.033711	6.454745	4.824844	11.17657	3.210687
18	46.48350	6.765560	14.49319	6.120496	6.867242	4.922284	11.09155	3.256174
19	46.10465	6.932349	14.36745	6.103988	6.850595	5.205444	11.18469	3.250833
20	45.96738	7.003753	14.36207	6.193216	6.830743	5.199796	11.17178	3.271270
21	45.13500	6.956979	14.18875	6.548997	7.209366	5.253094	11.36217	3.345634
22	44.77629	7.008840	14.22271	6.508430	7.288434	5.427359	11.40622	3.361713
23	44.64793	7.021803	14.18079	6.576040	7.281006	5.524417	11.41614	3.351876
24	44.50644	7.003683	14.14083	6.659673	7.361065	5.545769	11.43813	3.344414

Kaynak: Tablodaki değerler “Varyans Hesaplaması Yöntemiyle” yazarlar tarafından hesaplanmıştır

Varyans hesaplamasından elde edilen ve Tablo 4.7’de gösterilen bulgular, hata düzeltme modeli ile büyük ölçüde uyumluluk göstermektedir. Elde edilen bulgulara göre sıcak para da meydana gelen değişimi açıklama gücü en yüksek değişkenler, VIX ve CDS olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla sıcak paradaki değişimin açıklanmasında risk iştahını belirleyen faktörlerin daha belirgin bir paya sahip olduğunu söyleyebiliriz. Değişkenlere ilişkin bir başka önemli bulgu bağımlı değişkenlerinsıcak para akımlarındaki değişimleri açıklama güçlerinin tamamının zaman periyodu içerisinde artış göstermesidir. Ayrıca CDS’lerin de dışsal değişkenler kadar sıcak para akımlarındaki değişmeyi açıklama gücünün yüksek olduğu ve bu açıklama gücünün zaman periyotları içerisinde artış gösterdiği görülmektedir. Dikkat çeken bir başka bu bulgu FED ve TCMB faiz oranlarının Türkiye’ye yönelik sıcak para hareketlerini açıklama güçlerinin aynı olmasıdır. Bu noktada FED’in para politikası uygulamasının Türkiye’ye yönelik sıcak para hareketleri üzerinde dolaylı etkiye sahip olduğu söylenebilir.

SONUÇ

Bu tez çalışmasının hazırlanmasında ABD ve Avrupa Birliği gibi gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan 2008 kriz sonrası para politikası ve buna bağlı olarak sermaye hareketlerinde görülen gelişmelerin GPE'lerin finansal piyasalarına ve makro ekonomi yönetimine olan etkileri temel motivasyon alanı olmuştur. Bu bağlamda özellikle sermaye hareketlerinin artmasına bağlı olarak ortaya çıkan kredi genişlemesinin etkileri ve sermaye hareketlerini etkileyen iten ve çeken faktörlerin belirlenmesi tezin temel ilgi alanını oluşturmuştur.

Bu motivasyona bağlı olarak yapılan literatür sorgulaması çalışmanın ilk üç bölümünü oluşturmuştur. Bu sorgulama sonucunda kriz sonrası FED başta olmak üzere büyük Merkez Bankalarının uyguladıkları miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi politikalarının küresel sermaye hareketlerinde dalgalanmalara yol açtığı ve bunun gelişmekte olana ekonomilerde makro ekonomik dengesizlikler doğurabileceği görüşünün ağırlık kazandığı görülmüştür. Küresel likidite genişlemesi faizlerin düşük olmasına ve bankalar başta olmak üzere finansal kuruluşların daha riskli işlemler yapmasına neden olmuştur. Bu durum sonucu oluşabilecek finansal ve makro ekonomik istikrarsızlığa karşı para ve maliye politikalarının yanı sıra makro ihtiyati politika araçlarının kullanılmasının gerekliliği anlaşılmıştır.

Türkiye son finansal kriz sonrası bahsedilen türden sermaye akımlarının etkisinde kalmıştır. Artan sermaye hareketleri kur etkisine bağlı olarak cari açık ve kredi genişlemesine bağlı olarak hem cari açık hem de finansal istikrarsızlık sorunlarına neden olmuştur. Bu durumun sonucu olarak 2011 yılından itibaren TCMB fiyat istikrarı hedefinin yanında finansal istikrar hedefini de eklemiştir.

Sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi için yukarıda altı çizilen etkileri göz önüne alındığında sermaye hareketlerini etkileyen yurt içi ve yurt dışı faktörlerin önemi ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda literatüre bağlı olarak belirlenen söz konusu değişkenler arasında uzun dönem ilişkinin varlığını test etmek için Johansen eş bütünleşme testinden, kısa dönem dinamiklerinin belirlenmesinde ise hata düzeltme modelinden yararlanılmıştır. Eldeki bulgular uzun dönemde veri setini oluşturan bütün değişkenlerle sıcak para arasında uzun dönemli ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Kısa dönem etkilerine baktığımızda, sıcak paranın reel döviz kuru, kaldıraç oranı ile pozitif yönlü ve

istatistiki olarak anlamlı bir ilişkisi olduğu anlaşılmıştır Yani ülke para biriminin reel olarak değerlendirilmesi sıcak para için girişte ve çıkışta olmak üzere iki kere kazanç sağlayacağı için cazip edici olmaktadır. Bunlara ilaveten kaldıraçlı işlemlerin arttığı dönemlerde sıcak para akışının da arttığı ve aralarında kısa dönem ilişki olduğu bulgularca desteklenmektedir.

Dördüncü bölümde yapılan analizler sonucu elde edilen bulgular sıcak parayı etkileyen dışsal faktörlerle sıcak para arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. VIV, MSCI ve CDS'ler gibi küresel ve ülke riskini yansıtan değişkenlerde istatistiki olarak anlamlı ilişki yakalanması, sıcak paranın risk iştahına bağlı olarak hareket ettiği biçiminde yorumlanabilir. Bu bağlamda küresel veya ülkeye özgü risklerin artması ani duruş (sudden stop) problemine yol açmakta ve ülke kırılganlığını arttırmaktadır diyebiliriz.

Varyans ayrıştırma hesaplamasıyla seçilmiş değişkenlerin sıcak para hareketlerinde meydana gelen değişmeyi açıklama güçlerine bakılmıştır. Bulgular sıcak parada meydana gelen değişmelerin en fazla küresel değişkenler tarafından açıklandığına işaret etmektedir. Bu durum Türkiye'ye yönelik sıcak para hareketlerinde küresel risk algılamalarının büyük etkisi olduğu biçimde ifade edilebilir. Ayrıca reel döviz kurunun bütün sıcak para hareketini açıklama gücü yüksek değişkenler arasında yer alması Türkiye'ye yönelik sıcak paranın kur değişimlerini dikkate almaya devam ettiği şeklinde açıklanabilir.

Son olarak elde edilen bütün bulguların Türkiye'ye yönelik sıcak para akımlarının risk risk iştahına dayalı literatüre uygun hareket ettiği görüşünü desteklemektedir diyebiliriz. Bu duruma ek olarak, kaldıraç oranlarıyla sıcak para hareketi arasında hem uzun hem de kısa dönem ilişkisinin varlığı, sıcak paranın ülke ekonomisinde yaratabileceği olumsuzluklar karşısında makro ihtiyati politikaların önemi ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan reel döviz kuru değişmelerinin sıcak para hareketini etkilediği düşünüldüğünde, döviz kuru ile enflasyon arasından doğrudan ve dolaylı ilişki ihmal edilmemeli ve finansal istikrar yanında fiyat istikrarı hedefinden de vazgeçilmemelidir. Zira, finansal istikrar hedeflenirken fiyat istikrarından sapılması makro ekonomik dengesizliklere neden olabilir ve ülke ekonomisinin kırılganlığı artabilir.

Bu çalışma Türkiye ekonomisinin geçmiş (1994, 2000-2001 krizleri) deneyimlerinden yola çıkarak sıcak hareketlerinin kredi genişlemesine yol açtığı önsel varsayımına dayanmaktadır. Çalışma, bir, iki ve üçüncü bölümlerde yer alan ve gelişmekte olan ülkelerde sıcak para hareketlerini inceleyen literatüre bağlı olarak kendi veri setini oluşturmuştur. Çalışma bir zaman serisi analizine dayandığından insan davranışlarının sıcak para hareketleri üzerindeki etkisi ihmal edilmiştir. Çalışma 2008-2013 dönemini kapsadığından değişkenler arasında sadece belirlenen dönem içindeki ilişkiler gözlemlenmiştir. Yani model bulguları değişkenler arasında belirlenen dönem öncesi ve dönem sonrası ilişkileri kapsamamaktadır. Çalışmadayandığı literatür gereği sıcak para hareketlerini belirleyen para ve finansal değişkenler üzerinde durmuş GSYİH gibi reel değişkenlerin etkisini ihmal etmiştir.

Çalışma Türkiye'ye yönelik sıcak para hareketlerini belirlediği düşünülen yurt içi ve yurt dışı faktörleri ele alan bir modele sahip olması ve aynı zamanda 2008 krizi sonrası küresel anlamda para politikalarındaki değişimleri incelemesi bakımından bu alanda yazılan Türkçe literatüre katkı sağlamaktadır. Bu çalışma veri seti güncellenerek ve cari açık, GSYİH gibi reel değişkenleri de modele katarak genişletilebilir. Bunun yanında sadece Türkiye'yi ele almak yerine, Türkiye ile benzer ekonomik yapıdaki gelişen piyasa ekonomileri eklenerek panel veri analizi yapılabilir. Ayrıca çalışmada ihmal edilen sıcak para hareketleri ve kredi genişlemesi ilişkisi yine Türkiye örneğinde veya gelişen piyasa ekonomilerini kapsayacak panel veri analiziyle araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Abiad, Abdul, Giovanni Dell’Ariccia, Bin (Grace) Li (2011), “Creditless Recoveries,” IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 58
- Adrian, Tobias, Hyun Song Shin, (2010), “Liquidity and Leverage”, Journal of Financial Intermediation, 19(3), pp. 418-437
- Adrian, Tobias, Hyun Song Shin., (2008), “Liquidity and Financial Contagion” Banque de France Financial Stability Review – Special Issue On Liquidity No. 11 February.
- Aisen Ari, Michael Franken (2010), “Bank Credit During the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 147. October.
- Ahmed, Shaghil, Andrei Zlate (2013), “Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?” International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, Number 1081.
- Ahrend, Rudiger, Pietro Catte, Robert Price (2006), “Interactions Between Monetary and Fiscal Policy”, OECD Economics Department Working Papers, No.521, 2006 (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development)
- Ananchotikul, Nasha, Longmei Zhang (2014), “Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 156, Asia and Pacific Department, August.
- Allen, Franklin, Douglas. Gale (2000), ”Bubbles and Crises,” Economic Journal, 110 (460), pp. 236–255.
- Arslan, Yavuz, Temel Taşkın (2014), “International Evidence on the Interaction between Cross-Border Capital Flows and Domestic Credit Growth”, TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), Working Paper, No: 18.
- Avdjiev, Stefan, Robert McCauley, Patrick McGuire (2012), “Rapid credit growth and international credit: Challenges for Asia”, BIS (Bank for International Settlements) Working Paper, No: 337, April.
- Bank for International Settlements (2014), “The Transmission of Unconventional Monetary Policy to The Emerging Markets”, BIS Papers, No: 78, Monetary and Economic Department, August.

- Bean, C., M. Paustian, A. Penalver, T. Taylor (2010), “Monetary Policy After the Fall”, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.
- Becker, Sebastian (2009), “Austria: Facing Headwinds from Eastern Europe”, Deutsche Bank Research Talking Point, March 20.
- BDDK (2014), İstatistiki Veriler, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistiki_Veriler/Istatistiki_Veriler.aspx, erişim: 12/7/2014.
- Bernanke, Ben, S. (2014), “The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward”, Board of Governors of the Federal Reserve System at Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania, January 3 2014.
- Bernanke, Ben, S. (2013), “Communication and Monetary Policy”, Board of Governors of the Federal Reserve System at National Economists Club Annual Diner, Herbert Stein Memorial Lecture, November 19 2013.
- Bernanke, Ben S. (2012), “Monetary Policy since the Onset of the Crisis: a speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium”, Jackson Hole, Wyoming, August 31, (645), URL <http://ideas.repec.org/p/fip/fedgsq/645.html>.
- Bernanke, S. Ben, Vincent R. Reinhart, Brian P. Sack (2004), “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment,” Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board Working Paper 2004/48 (Washington, D.C, Federal Reserve Board).
- Bernanke, S. Ben, Mark Gertler (2001), “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, American Economic Review, 91 (May), pp. 253-57.
- Bernanke, S. Ben, Mark Gertler (1999), “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” In New Challenges for Monetary Policy: Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 1999 (Kansas City: Federal Reserve Bank).
- Bernanke, Ben, Mark Gertler (1989), “Agency costs, Net Worth, and Business Fluctuations,” American Economic Review 79, 14-31.
- Bekaert, Geert, Marie Hoerova, Marco Lo Duca (2013), “Risk, Uncertainty and Monetary Policy,” Journal of Monetary Economics, Elsevier, 60(7), pp. 771–788.

- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, Paolo Mauro (2013), “Rethinking Macro Policy II: Getting Granular”, IMF Washington DC: International Monetary Fund) Staff Discussion Note SDN 13/03, April 15.
- Blanchard, Olivier. Giovanni Dell’Ariccia, Paolo Mauro (2010), “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF (Washington DC: International Monetary Fund) Staff Position Note SPN /10/03, February 12.
- Blanchard, Olivier (2000), “Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy,” in: Japan’s Financial Crisis and its Parallels to the US Experience, Ryoichi Mikitani and Adam Posen (eds.), Institute for International Economics Special Report 13 (Washington DC: Peterson Institute for International Economics).
- Borio, Claudio (2014), “Macroprudential Frameworks: to Great Expectations”, Contribution to the 25th anniversary edition of Central Banking Journal BIS (Bank for International Settlements).
- Borio, Claudio, Robert McCauley, Patrick McGuire (2011), "Global Credit and Domestic Credit Booms," BIS Quarterly Review, pp. 43-57.
- Borio, C., Philippe Lowe (2004), “Securing Sustainable Price Stability. Should credit come back from the wilderness?”, BIS Working Papers, no 157.
- Borio, Claudio., William White., (2003), “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” in Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy: Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 2003 (Kansas City: Federal Reserve Bank).
- Borio, C, P. Lowe (2002), “Assessing the Risk of Banking Crises”, BIS Quarterly Review, December, pp 43–54.
- Brayson, Jay, H., Mackenzie, Miller (2013), “Developing Economies and Crisis Vulnerability”, Wells Fargo, Economics Group, October 30.
- Brender, A., Pisani F., and Ganga E. (2013), “The Sovereign Debt Crisis Placing A Curb On Growth”, Centre For European Policy Studies (Ceps), Update Edition.
- Bulut, Erol, Baki Demirel (2012), **Uluslararası Para Sisteminin Evrimi**, Gazi Kitap Evi, Ankara
- Calvo, A. Guillermo., Alejandro Izquierdo, Ernesto Talvi (2006), “Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises”

- NBER (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research) Working Paper, No: 12101, March.
- Caldentey, Esteban Perez, Mtias Vernengo (2010), “All is Quiet on The Fiscal Front : Fiscal Policy for The Global Economic Crisis”, University of Utah Department of Economics Working Paper Series, Working Paper No: 2010 – 02, 2010.
- Caprio, Gerard, Douglas D. Evanoff, and George G. Kaufman, (editors) (2006), “Cross-Border Banking: Regulatory Challenges,” New Jersey: World Scientific Publishing.
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, M. Ayhan Kose (2009), “Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 40, Asia and Pacific Department and Research Department, March.
- Catão, A. Luis., Gian, Maria, Milesi-Ferretti., (2013), “External Liabilities and Crises” IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 113 May.
- Cebotari, Aliona (2008), “Contingent Liabilities: Issues and Practice” IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 245, October.
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, Lev Ratnovski (2014), “Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No:69, Research Department, April.
- Citibank (2009), “Credit Outlook 2009”, 23 January 2009, pp. 45.
- Claessenes, Stijn, Swati R. Ghosh, Roxana Mihet (2014), “ Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No:155, Research Department, August
- Claessenes, Stijn, Ayhan Köse (2013), “Financial Crises: Explanation, Types, and Implications”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 28, Research Department, January.
- Claessenes, Stijn, Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, Luc Laeven (2010), “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 44, Research Department, February.
- Chen, Guodong, Yi Wu (2014), “Bank Ownership and Credit Growth in Emerging Markets During and After the 2008–09 Financial Crisis—A Cross-Regional

- Comparison”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 171, Western Hemisphere Department, September.
- Cole, Harold L., Timothy J. Kehoe (1998) “Self-Fulfilling Debt Crises”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report, No: 211, July.
- Committee on the Global Financial System (2009): “Capital Flows and Emerging Market Economies”, Report by a CGFS Working Group chaired by Rakesh Mohan, CGFS Papers, No: 33, January.
- Çolak, Ömer Faruk (2007), **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Genişletilmiş 5. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Dağlaroğlu, Tolga (2009), **Maliye ve Para Politikalarında Uyum Sorunu ve Türkiye Örneği: Finansal Olarak Kırılgan Ekonomilerde Risk Primlerinin Azaltılmasında Para ve Maliye Politikalarının Rolü**, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı, Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması.
- Dağlaroğlu, Tolga, Baki, Demirel, Serdar Varlık (2013), “Bilanço Düzeltme Sürecinde Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Ani Duruş Problemine Karşı Makro Basiretli Politikalar”, International Conference on Eurasian Economies, 17-18 September 2013, St. Petersburg, Russia.
- Dağlaroğlu, Tolga, Eren Çaşkurlu (2010), **Global Kredi Krizi Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerine Etkileri ve Politika Seçenekleri**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, 8 Ağustos.
- Dahlhaus, Tatjana, Kristina Hess, Abeer Reza (2014), “International Transmission Channels of U.S. Quantitative Easing: Evidence from Canada”, Bank of Canada, Working Paper, No: 43, September.
- Danninger, Stephan, Ravi Balakrishnan, Selim Elkdag, Irina Tytell (2009), “Rapid Spread of Crisis Reflects Close Global Economic Ties” IMF (Washington: International Monetary Fund) Survey Magazine, April 16.
- Decressin, Jörg, Marco Terrones (2011), “Credit Boom-Bust Cycles: Their Triggers and Policy Implications,” Box 1.2 in World Economic Outlook, September (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, Hui Tong, Bas Bakker, Jérôme Vandenbussche (2012), “Policies for Macrofinancial Stability: How the Deal with

- Credit Booms”, IMF (International Monetary Fund) Research Department, Staff Discussion Note, Jun 7.
- De Bock, Reinout, Alexander Demyanets (2012), “Bank Asset Quality in Emerging Markets: Determinants and Spillovers”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 71, Monetary and Capital Markets, March.
- Demirel, Baki, Cumhuriyet, Erdem (2004); “Döviz Kurlarındaki Dalgalanmaların Gelen Turist Sayısına Etkisi: Türkiye Örneği”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi Ekim, ss.116-127.
- Deutsche Bank DB Research (2014), **Ülke CDS (Credit Default Swap) Verileri**, <https://www.dbresearch.com/?jsessionid=394A44F116F11371B6CC4E0915A48305.srv-loc-dbr-com>, erişim: 2/1/2014.
- Diamond, Douglas W., Raghuram G. Rajan (2000), “Theory of Bank Capital”, The Journal of Finance, No: 55(6), pp. 2431–2465, December.
- Drehmann, M., K Tsatsaronis (2014): “The Credit-to-GDP Gap and Countercyclical Capital Buffers: Questions And Answers”, BIS (Bank for International Settlements) Quarterly Review, March, pp 55–73.
- Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu (2008), Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, Remzi Kitapevi, İstanbul
- Eichengreen, Barry (2013): “Currency war or international policy coordination?”, University of California, Berkeley, January
- Eichengreen, Barry, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan., Maria Ramos, Carmen Reinhart, Hélène Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andrés Velasco, Beatrice Weder di Mauro, Yongding Yu, (2011), “Rethinking Central Banking” Committee on International Economic Policy and Reform Brookings Institution, September.
- Elekdag, Selim, Yiqun Wu (2011), “Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust?”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 241, Asia and Pacific Department, October.
- Engle, R. C.W. J. Granger (1987), “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, Econometrica, 55 ss.251-277.

- Espinoza, R., Prasad, A. (2010), “Nonperforming Loans in the GCC Banking System and their Macroeconomic Effects”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No. 224.
- Faini, R., Duranton G., and Harald, H. (2006), “Fiscal Policy and Interest Rates in Europe”, *Economic Policy*, Vol. 21, No: 47, July. pp: 443+445-489
- Fernandez de Lis, Santiago, Marinez, Jorge, Jesus Saurina (2000), “Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain”. Banco de Espana Working Paper, No. 0018.
- Franke, Gunter ,Jan Pieter Krahnem (2007), “Default Risk Sharing between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations”, **The Risks of Financial Institutions**, University of Chicago Press, Editor: Mark Carey and René M. Stulz.
- Frank, Nathaniel., Brenda Gonzalez-Hermosillo., Heiko Hesse. (2008), “Contagious Liquidity Shocks: New Channels Spread U.S. Subprime Crisis To Other Markets” IMF Survey Magazine: IMF Research,September 23, 2008 (Washington DC: International Monetary Fund; September, 2008).
- Fratzscher, Marcel (2011), “Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis,” European Central Bank Working Papers, No: 1364.
- Galati, Gabriele ve Moessne, Richhild (2011), “Macroprudential policy—a Literature Review”, BIS Working Paper, No: 337, February
- Gambacorta, Leonardo, David.Marques-Ibanez (2011). "The Bank Lending Channel: Lessons from the Crisis", *Economic Policy*, 26 (66), pp. 135-82.
- Gelos, R. Gaston., Ratna Sahay., Gudo Sandleris., (2004), “Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?” IMF (International Monetary Fund, November), Working Paper, No: 221 November.
- Goldberg, Linda. S., (2013), “Banking Globalization, Transmission, and Monetary Policy Autonomy” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No: 640, September.
- Gourinchas, Pierre -Olivier, M
 Century for the Twenty First” *American Economic Journal: Macroeconomics*,
 4(1), pp. 226–65.

- Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo O. Valdes, Oscar Landerretche (2001), “Lending Booms: Latin America and the World,” *Economía*, Vol. 1 (2), pp.47–99.
- Gauvin, Ludovic, Cameron McLoughlin, Dennis Reinhardt (2014), “Policy Uncertainty Spillovers to Emerging Markets — Evidence from Capital Flows”, BOJ (Bank of England), Working Paper, No: 512, September.
- Ghosh, A. R., Kim J. I., Mendoza E. G., Ostry J. D., and Qureshi M. S. (2013), “Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies”, *The Economic Journal*, 123, February 2013, pp. F4-F30.
- Ghosh, Atish R, Marcos Chamon, Christopher Crowe, Jun I. Kim, Jonathan D. Ostry (2009), “Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries”, IMF Staff Position Note SPN/09/08, (Washington DC: International Monetary Fund), April 23.
- Hahm, Joon-Ho, Frederic S. Mishkin, Hyun Song Shin, Kwanho Shin, (2012), “Macroprudential Policies in Open Emerging Economies”, NBER Working Paper, No: 17780, January. (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Hannoun, Hervé,(2010), “The Expanding Role of Central Banks Since The crisis: What Are the Limits? 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation Moscow, 18 June 2010 (Basel: Bank for International Settlements, pp. 2.
- Hannoun, Hervé, (2009), “Long-term Sustainability versus Short-term Stimulus: Is There a trade-off?” at the 44th SEACEN Governors’ Conference on “Preserving Monetary and Financial Stability in the New Global Financial Environment”, Kuala Lumpur, 7 February.
- Hoenig, Thomas, (2010), “The High Cost of Exceptionally Low Rates,” speech given at Bartlesville Federal Reserve Forum, Bartlesville, Oklahoma (June 3) <http://www.kansascityfed.org/SpeechBio/HoenigPDF/Bartlesville.06.03.10.pdf>
- International Monetary Fund (IMF) (2014 a), Global Financial Stability Report, “Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking Curbing Excess while Promoting Growth”, October.
- International Monetary Fund (IMF), (2014 b), “The Review of Flexible Credit Line, The Precautionary and Liquidity Line, and The Rapid Financing Instrument”, IMF Policy Paper, 30 April.

- International Monetary Fund,(2013 a), “Turkey: 2013 Article IV Consultation”, IMF Country Report, No: 13/363, December 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, December 2013).
- International Monetary Fund (2013 b), “World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges” (Washington DC: International Monetary Fund), April.
- International Monetary Fund,(2013c), “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies”, (Washington DC: International Monetary Fund), January 29.
- International Monetary Fund, (2012), “World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability, Chapter 2. Sovereigns, Banks, and Emerging Markets: Detailed Analysis & Policies” pp.35-51 (Washington DC: International Monetary Fund), April.
- International Monetary Fund, (2011 a), “Global Prospects and Policies,” World Economic Outlook, Ch 1, Box 1.2, pp. 47-50, September.
- International Monetary Fund, (2011 b), “World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows in Chapter 4. International Capital Flows: Reliable or Fickle?” April 2011, pp.125-163(Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (2011 c), Recent Experiences in Managing Capital Flows- Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”, In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets Research, and Other Departments, February 14.
- International Monetary Fund (2010), “Central Banking Lessons from the Crisis” Prepared by the Monetary and Capital Markets Department (Washington DC: International Monetary Fund), May 27.
- International Monetary Fund (2009a), “Initial Lessons of the Crisis”, Prepared by the Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review Departments, (Washington DC: International Monetary Fund), February

- International Monetary Fund (2009b), “World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook: Crisis and Recovery”, pp 103-138 (Washington DC: International Monetary Fund), April.
- International Monetary Fund (2007), “Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks”, (Washington DC : International Monetary Fund) December 22, available at www.imf.org/external/np/mfd/er/index.asp.
- International Monetary Fund (2006), “World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report; Market Developments and Issues in Chapter I. Global Financial System Resilience in the Face of Cyclical Challenges”, April 2006 pp.1-50 (Washington DC: International Monetary Fund), April.
- Jeanneau, Serge., Marian Micu., (2002), “Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries” BIS(Basel: Bank for International Settlements), Working Paper No.112, , June.
- Johansen, S., and K. Juselius (1990); “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with application to the Demand for Money.”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52 ss.169-210.
- Joyce, Michael A. S., Marco Spaltro (2014), “Quantitative Easing and Bank Lending: A Panel Data Approach”, Boj (Bank of England) Working Paper, No: 504, August.
- Ito, Takatoshi (2009), “Fire, Flood, and Lifeboats: Policy Responses to the Global Crisis of 2007–09” Asia and the Global Financial Crisis Federal Reserve Bank of San Francisco Santa Barbara, California October 19-20.
- Kelemlı-Özcan, Şebnem (2014), “The Next Sudden Stop”, VOX, Research-Based Policy Analysis and Commentary from Lending Economist, January 7 2014.
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, (1999), “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems,” American Economic Review, Vol. 89(3), pp. 473–500.
- Keller, Christian, Peter Kunzel, Marcos Souto (2007), “Measuring Sovereign Risk in Turkey: An Application of the Contingent Claims Approach” IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 233, October.
- Kiyotaki, Nobuhiro, John Moore (1997), “Credit Cycles,” Journal of Political Economy 105 (2), 211-48.

- Klyuev, Vladimir, Phil de Imus, Krishna Srinivasan (2009), “Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies” IMF Staff Position Note SPN/09/27, (Washington DC: International Monetary Fund), November 4.
- Kose, M. Ayhan., E. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, (2010), “Financial Globalization and Economic Policies,” in D. Rodrik and M. Rosenzweig, eds., *Handbook of Development Economics* Vol. 5, pp. 4283–362.
- Lane, Phillip. R. (2012), “The European Sovereign Debt Crisis” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3 (Summer 2012), pp. 49-67.
- Laeven, Luc, Fabian Valencia (2010), “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly,” IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 46
- Laeven, L., F. Valencia, 2008, “Systemic Banking Crises: A New Database,” IMF (International Monetary Fund) Working Papers, No: 224.
- Lambert, Frederic, Kenichi Ueda (2014), “The Effects of Unconventional Monetary Policies on Bank Soundness”, IMF Working Paper, No: 12/152, Monetary and Capital Market Department, International Monetary Fund, August.
- Levine, Ross (2005), “Law, Endowments and Property Rights,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, pp. 61-88.
- Lütkepohl, Helmut, Pentti, Saikkonen, Carsten, Trenkler (2000), “Maximum Eigenvalue Versus Trace Test for the Cointegrating Rank of a VAR Process”, *The Econometrics Journal*, Volume: 4, Issue, 2.
- Maechler, M. Andrea, Li Lian Ong (2009), “Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?” IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: March.
- Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, Esteban R. Vesperoni (2012), “Capital Flows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms”, IMF (International Monetary Fund), Working Paper, No: 41, Western Hemisphere Department, February.
- Mendoza, Enrique G., Marco E. Terrones (2008), “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”, NBER Working Paper No. 14049.
- Mitra, Srobona, Jaromír Beneš, Silvia Iorgova, Kasper Lund-Jensen, Christian Schmieder, Tiago Severo (2011), “Toward Operationalizing Macroprudential

- Policies: When to Act?" Chapter 3 in *Global Financial Stability Report*, September (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Mishkin, S. Frederic (2010), "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", Prepared for the ECB Central Banking Conference, "Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis," Frankfurt, November 18-19.
- Nier, Erlend, Tahsin Saadi Sedik, Tomas Mondino (2014), "Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed?", IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 196, Monetary and Capital Markets Department, October.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Marcos Chamon.,(2011), "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies" IMF Staff Position Note SPN/12/01 February 29, 2012 (Washington DC: International Monetary Fund, February 2012).
- Ostry, Jonathan D., Atish R., Ghosh, Karl, Habermeier, Luc, Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, Annamaria, Kokenyne (2010), "Managing Capital Inflows: What Tolls to Use" , IMF Staff Discussion Note", April .
- Parasız, İlker (1994), Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan 1994 Kararları, Ezgi Kitapevi, Bursa
- Park, Yung Chul (2011), "The Role of Macroprudential Policy for Financial Stability in East Asia's Emerging Economies", ADBI Working Paper Series, No: 284, May 2011.
- Pastor, L., P. Veronesi (2013), "Political Uncertainty and Risk Premia", *Journal of Financial Economics*, 110 (3), pp: 520_545.
- Pescatori, A., Sandri D., Simon J. (2014), "Debt and Growth: Is There A Magic Threshold?", IMF (International Monetary Fund), Working Paper, No: 34, February.
- Philip, Turner (2014), "The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risk and Policy Choices in EME's", BIS Working Paper, No: 441, Monetary and Economic Department, February2014.
- Pouvelle, Cyril (2012), "Bank Credit, Asset Prices and Financial stability: Evidence from French Banks", IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 103, European Department, April.

- Rajan, G. Rhaguram (2005), “Has Financial Development Made the World Riskier?” NBER (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research) Working Paper, No: 11728, November.
- Reinhart, Carmen M., Vincent, R., Reinhart, Kenneth, S., Rogoff (2012), “Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, Summer 2012, pp. 69–86.
- Reinhart, Carmen, M., Kenneth, S., Rogoff (2010), “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review*, Vol. 100, No.2, pp. 573–78.
- Reinhart, Carmen M., Rogoff, Kenneth, (2009), “The Aftermath of Financial Crises”, NBER Working Paper No. 14656.
- Rey, Helene (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” paper presented at “Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy,” a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyoming, August 22–24.
www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf.
- Rozada, Martín González., Eduardo Levy Yeyati., (2006), “Global Factors and Emerging Market Spreads” Inter-American Development Bank Research Department Working Paper No: 552, (Washington DC: Inter-American Development Bank).
- Sahay, Ratna, Vivek Arora, Thanos Arvanitis, Hamid Faruquee, Papa N'Diaye (2014), “Emerging Market Volatility: Lessons from The Taper Tantrum”, IMF (International Monetary Fund), Staff Discussions, Monetary and Capital Markets Department, Research Department, Strategy and Policy Review Department, September (14/09).
- Schularick, Moritz, Alan M. Taylor (2009), “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008,” CEPR Discussion Paper No. 7570 (London, U.K.: Centre for Economic Policy Research).
- Shin, Hyun Song, Kwanho Shin (2010), “Procyclicality and Monetary Aggregates”, NBER Discussion Paper w16836, <http://www.nber.org/papers/w16836>.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, Carlo Cottarelli (2008), “Fiscal Policy for the Crisis”, IMF (International Monetary Fund) Staff Position Note, December 29.

- TCMB (2014),**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi**, (EVDS), <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi: 11-2-2014 ve 14-8-2014.
- TCMB (2013), “2014 Yılı Para ve Kur Politikası”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 24 Aralık 2013.
- Thomas, Alun (2009), “Financial Crises and Emerging Market Trade”, IMF(International Monetary Fund) Staff Position Note, March 11.
- Thomson Reuters Datastream (2014),**Thomson Data Stream Financial Statistic**, Bilkent Üniversitesinde Mevcut Veri Tabanından Elde Edilen Veriler, 7/05/2014, Bilkent Üniversitesi Ankara.
- Tornell, Aaron, Frank Westermann (2002), “Boom-Bust Cycles in Middle-Income Countries: Facts and Explanation,” IMF (International Monetary Fund) Staff Papers, Vol. 49, pp. 111–55.
- Tressel, Thierry, Thierry Verdier (2014), “Optimal Prudential Regulation of Banks and the Political Economy of Supervision”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 90, EUR, May.
- Tümer Kapan and Camelia Minoiu (2013), “ Balance Sheet Strength and Bank Lending During the Global Financial Crisis”, IMF (International Monetary Fund) Working Paper, No: 102, Research Department, May.
- Onaran, Yalman (2013), “Emerging Market Banks Threatened by End of Credit Boom”, Bloomberg, Yayın Tarihi; Nov 13, 2013 6:17 PM, Erişim Tarihi; 14 October 2014,
<http://www.bloomberg.com/news/2013-11-13/emerging-market-banks-threatened-by-end-of-credit-boom.html>
- Özatay, Fatih., Erdal Özmen, Gülbin Sahinbeyoğlu (2008), “Emerging Market Sovereign Spreads, Global Financial Conditions and U.S. Macroeconomic News” Economic Research Forum Working Paper No.400
<http://fatih.ozatay.etu.edu.tr/WP400.pdf>
- Unsal, D. Filiz., (2011) “Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses”, IMF (International Monetary Fund), Reserach Bulletin, Vol, 12(3), September.

- Yellen, Janet L. (2014), “Panel Discussion on “Shaping the Future of the Macroeconomic Policy Mix”, “Central Banking: The Way Forward?”, International Symposium of the Banque de France, November 7, Paris.
- Viñals José (2011), “Macroprudential Policy: An Organizing Framework”, IMF(International Monetary Fund), Monetary and Capital Markets Department, March 14.
- Woodford, Michael (2012), “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, pp. 185{288), <http://ideas.repec.org/a/fip/fedkpr/y2012p185-288.html>.
- Wolfson, H., Martin (1996), “Irving Fisher’s Debt - Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions”, Cambridge Journal of Economics, Vol: 20, pp. 315-333.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı: Zühal Aydın

Doğum Yeri ve Tarihi: Ankara, 30.07.1976

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi: Gazi Üniversitesi İİBF

Yüksek Lisans Öğrenimi: Atılım Üniversitesi

Bildiği Yabancı Diller: İngilizce

Bilimsel Faaliyetleri :

İş Deneyimi

Stajlar:

Projeler:

Çalıştığı Kurumlar: Murat Eğitim Kurumları

İhtiyaç Akademi Uzaktan Eğitim

Pegem Akademi

Çayyolu Doğa Koleji

İletişim

E-Posta Adresi: zydn60@gmail.com

zuhal.aydin@dogakoleji.com

Tarih:20.02.2015