



TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Hazırlayan
Elif KARADAĞ

İktisat Ana Bilim Dalı
İktisat Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Danışman
Doç.Dr. Baki DEMİREL

TOKAT-2019



TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Hazırlayan
Elif KARADAĞ

İktisat Ana Bilim Dalı
İktisat Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Danışman
Doç.Dr. Baki DEMİREL

TOKAT-2019

BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre Doç.Dr. Baki DEMİREL danışmanlığında hazırlamış olduğum "2008 Küresel Finans Kriz Sonrası Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği" adlı Yüksek Lisans tezimin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun, özgün bir çalışma olduğunu, aksinin tespit edilmesi halinde her türlü yasal yaptırımını kabul edeceğimi beyan ederim.

12.10.4/2019

Elif KARADAĞ


İmza

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZ SONRASINDA PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI : TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 12 / 04/ 2019

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

Başkan : Prof. Dr. Ahmet Kibar Çetin

Üye : Doç. Dr. Bekir DEMİREL

Üye Prof. Dr. İlhan EROĞLU

Üye :

Üye :

İmzası

Ahmet Kibar Çetin

Bekir Demirel

İlhan Eroğlu

.....

.....

Bu tez, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 03.../04.../2019 tarih ve 23...06 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Prof. Dr. İlhan EROĞLU
Enstitü Müdürü

Enstitü Müdürü:



TEŐEKKÜR

Bu çalıőmanın gerçekleőtirilmesinde, eğitim ve tez sureci boyunca değerli bilgilerini benimle paylaőan, kendisine ne zaman danıősam bana zamanını ayırıp sabırla ve büyük bir ilgiyle elinden gelenden fazlasını sunan, her zaman değerli bilgilerinden faydalanacağımı dőőndđm ve iktisat alanında ondan çok Şey öğrendiğim kıymetli danışman hocam Doç.Dr. Baki DEMİREL'e teőekkürü bir borç biliyor ve Őukranlarımı sunuyorum. Yüksek lisans eğitimim boyunca gerek derslerde gerek tez surecimde beni asla yalnız bırakmayan ve desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen ve hayatımın her evresinde bana destek olan değerli annem, babama teőekkürlerimi sunarım. Tokat'ta baőladıđım yüksek lisans eğitim boyunca yolda, derste ve tez savunmamın her surecinde beni yalnız bırakmayan, konu ve yöntem açısından bana sürekli yardımda bulunarak yol gösteren sevgili eőim Burak KARADAĞ'a sonsuz teőekkürlerimi sunarım.

ÖZET

2008 yılının son çeyreğinde ABD’de meydana gelen finans krizi, ilerleyen zamanlarda küresel boyut kazanarak tüm dünyayı etkilemiştir. Uygulanan politikalar, denetim yapısındaki eksiklikler, piyasadaki mevcut finansal yapı, öngörülme yen problemlere neden olmuştur. Bu kriz, finansal piyasalarda oluşan kırılmalıkların, uygulanan para politikaları ile atlatılamayacağını ve bu politikaların bu süreçte yetersiz kaldığını göstermiştir. 2008 finans krizinden önce, fiyat istikrarının politika aracı olarak kullanılması ve fiyat istikrarının sağlanmasıyla finansal istikrarın da dengeye ulaşacağı varsayılmıştır. Krizden sonra merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar politikalarına ek politika olarak makro ihtiyati politikalara da yer vermesi gerektiği anlaşılmıştır. 2008 küresel krizinden sonra, gelişmiş ekonomilerin geleneksel olmayan politikalara yönelmesi, gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik yapılarında bazı sorunları gün yüzüne çıkarmıştır. Türkiye örneğinde gelişmekte olan ülkelerin, bu politikalar karşısında uygun duruş sergileyememeleri ve kırılmalıkların oluşması kredi genişlemesinin ve sermaye hareketlerinin daha hızlı bir şekilde yayılmasına neden olmuştur. Bu durum, dünya ekonomilerine uyumlu makroekonomik politika arayışlarını gündeme getirmiş, para politikalarına ek politikaların da uygulanması gerektiğini ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışma, birbirini izleyen dört bölümden oluşmaktadır. İlk ve 2.bölümde 2008 finans krizinin neden ve sonuçları, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere etkileri araştırılarak, para politikasında yetersiz kalan geleneksel para politikalarının yanında uygulanması gereken makro ihtiyati politikaların önemine yer verilmiştir. 3.bölümde, 2008 küresel finans krizinden sonra, değişen para politikası araçları ve finansal serbestleşmenin ardından, sermaye hareketlerinin ve kredi genişlemesinin yayıldığı süreç ele alınmıştır. 4.bölümde, Türkiye örneğinde gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirilmiş ve yeni para politikası araçlarına değinilmiştir. Bu çalışmada ampirik bir yöntem kullanılmamış, literatür taramasına dayalı bir inceleme yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Geleneksel Olmayan Para Politikası, Kredi Genişlemesi, Sermaye Hareketleri, Türkiye’de Makro Politika Yaklaşımları

ABSTRACT

The financial crisis, took place in the USA in the last quarter of the year 2008, spread worldwide in the advancing periods, and has affected the whole world. The policies applied and deficiencies regarding control structure, the current financial structure that exists in the market caused unpredictable problems to occur. This crisis suggested that the fragilities occurred in financial markets could not be overcome by applied monetary policies and that these policies have fallen behind the process. Before the 2008 financial crisis, it was assumed that the financial stability could reach to the balance, using price stability as a political means and assuring price stability. It was understood after the crisis that central banks are required to follow macroprudential policies in addition to the policies for price stability and financial stability. The fact that developed economies have begun to follow unconventional policies after the global crisis in 2008, which caused some problems in macroeconomic structures of developing countries to come into existence. As described in Turkey case, the fact that developing countries couldn't take an appropriate stance against said policies and that fragilities occurred in the financial markets, which caused the fast spread of credit expansion and of capital movements. This brought macroeconomic policy searches compatible with world economies into the forefront and put forward the necessity of the application of additional policies in addition to current monetary policies.

This study consists of successive four sections. In the first and second sections, the reasons and consequences of the 2008 financial crisis, its effects on developed and developing economies were searched, and the importance of macroprudential policies that should be followed in addition to conventional monetary policies that fell behind in monetary policies was laid emphasis. In the third section, changed monetary policies tools following the 2008 financial crisis, and the process following financial liberalization, in which, capital movements and credit expansion became widespread, were discussed. In the fourth section, this process was evaluated in Turkey case, in terms of developing countries and newly appeared monetary policy tools were discussed. An empirical method wasn't used in the study, and a literature review-based examination was performed.

Keywords: Financial Crisis, Non-Traditional Monetary Policy, Credit Expansion, Capital Movements, Macro Policy Approaches in Turkey



İÇİNDEKİLER

Bilimsel Etik Sayfası	i
Önsöz	ii
Özet	iii
Abstract	iv
İçindekiler	v
Tablolar Listesi	vi
Şekiller Listesi	vii
Kısaltmalar	viii
GİRİŞ	1
1.BÖLÜM	4
FİNANSAL KRİZLER VE 2008 KRİZİNİN İNCELENMESİ	4
1.1.FİNANSAL KRİZLER	4
1.1.1.Finansal Krizlerin Nedenleri.....	5
1.1.2.Finansal Krizleri Açıklayan Modeller	5
1.1.3.Finansal Kriz Türleri.....	7
1.2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ	8
1.2.1. 2008 Küresel Finans Kriz Süreci	9
1.2.1.1. Yüksek Riskli Krediler	10
1.2.1.2. FED'in Faiz Politikaları	11
1.2.1.3. Türev Ürünler	12
1.2.2. 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri	13
1.2.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Sonuçları.....	15
1.2.4.Kriz Sürecinin Dünya Ekonomisine Olan Etkileri	16
1.3. 2008 KÜRESEL KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLER	18
1.3.1. Uluslararası Alınan Tedbirler	18
1.3.2. FED'in Almış Olduğu Tedbirler.....	19
2.BÖLÜM	22
2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASINDA POLİTİKA	
UYGULAMALARI	22

2.1.KRİZDEN ÖNCE UYGULANAN POLİTİKALAR VE AMAÇLAR.....	22
2.1.1. Geleneksel Para Politikaları.....	24
2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Politikası.....	26
2.1.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları.....	27
2.1.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları.....	27
2.1.3. Taylor Kuralı.....	28
2.2. KRİZDEN SONRA UYGULANAN POLİTİKALAR VE AMAÇLAR.....	29
2.2.1. Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasında Değişim Süreci.....	32
2.2.2. Küresel Kriz Sonrasında Para Politikalarının Piyasalardaki Rolü.....	33
2.2.3. Para Politikasında Eski Amaçlar Ve Yeni Araçlar.....	34
2.2.3.1. Makro İhtiyati Politikalar.....	35
2.2.3.2. Kriz Dönemlerinde Fiyat İstikrarının Önemi.....	37
2.2.3.3. Kriz Dönemi Para Politikası Araçları ve Faiz Kanalı.....	38
2.3. GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI.....	39
2.3.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	39
2.3.1.1. Kredi Genişlemesi.....	39
2.3.1.2. Miktar Genişlemesi.....	40
2.3.1.3. Faiz Taahhüdü Politikası.....	41
2.3.1.4. Faiz Koridoru.....	42
2.3.1.5. Zorunlu Karşılıklar.....	43
3.BÖLÜM.....	44
2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN KREDİ GENİŞLEMESİNE ETKİLERİ VE KREDİ GENİŞLEMESİ İLE SERMAYE HAREKETLERİNİN İLİŞKİSİ.....	44
3.1. KREDİ GENİŞLEMESİNİN TANIMI.....	44
3.1.1. Kredi Genişlemesinin Nedenleri.....	45
3.1.2. Kredi Genişlemesinin Bankacılık Faaliyetlerine Etkileri.....	47
3.2. KREDİ GENİŞLEMESİ VE SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	48

3.2.1. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Finansal Sisteme Etkileri	49
3.2.2. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Krizler Üzerinde Etkileri	52
3.2.3. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ekonomiler Üzerindeki Etkileri	53
3.2.4. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Varlık Fiyatlarına Etkileri	55
4.BÖLÜM	57
TÜRKİYE'DE KREDİ GENİŞLEMESİ VE ARTAN SERMAYE HAREKETLERİNİN İNCELENMESİ VE MAKRO POLİTİKA YAKLAŞIMLARI	57
4.1. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ	58
4.1.1. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	59
4.1.2. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Boyutları	60
4.1.3. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Sonuçları	63
4.2. TÜRKİYE'DE KREDİ GENİŞLEMESİ VE SON DÖNEM PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI	65
4.2.1. 2008 Küresel Krizin Türkiye Üzerindeki Etkileri	66
4.2.2. Türkiye'de Kredi Genişlemesi	68
4.2.3. Kredi Genişlemesinin Türk Bankacılığı Üzerindeki Etkileri	71
4.2.4. Türkiye'de Son Dönem Para Politikası Tartışmaları	73
4.2.4.1. Faiz Koridoru	74
4.2.4.2. Zorunlu Karşılıklar	76
4.2.4.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)	77
SONUÇ	83
KAYNAKÇA	86
ÖZGEÇMİŞ	96

TABLULAR LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Sayfa</u>
Tablo 1.1: Dünya Ekonomisinin Genel Görünümü.....	16
Tablo 1.2: Gelişme Yolundaki Ekonomilerin Genel Görünümü	17
Tablo 1.3: Ülkelerin Aldıkları Önlem Kategorisi.....	19
Tablo 3.1: Makro İhtiyati Politikaların Genel Özellikleri.....	37
Tablo 4.1: Türkiye’de Sermaye Hareketleri.....	58
Tablo 4.2: Seçilmiş Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Kırılganlık Göstergeleri	61



GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik No</u>	<u>Sayfa</u>
Grafik 4.1: Türkiye'ye Net Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları.....	63
Grafik 4.2: Yurtiçi Toplam Kredi Hacmi.....	70
Grafik 4.3: İşletme Kredileri.....	73
Grafik 4.4: YP ZK ve ROM'un Brüt Rezerv Katkısı.....	79
Grafik 4.5: Bankaların Rezerv Opsiyon Dilimi Kullanma Oranları (12 Ekim itibariyle).....	80

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BPP	Bankalar arası Para Piyasası
FED	Federal Reserve System (ABD Merkez Bankası)
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GPE	Gelişen Piyasa Ekonomileri
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
ROD	Rezerv Opsiyon Dilimleri
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
TAF	Term Auction Facility(Vadeli İhale Tesisi)
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TL	Türk Lirası
YP	Yabancı Para
ZK	Zorunlu Karşı

GİRİŞ

2008 yılının sonlarına doğru, önce ABD’de meydana gelen ve daha sonra küresel özellik kazanan finansal krizin temelini emlak ve kredi balonu oluşturmaktadır. Ülkelerin ekonomik büyüme, istihdam gibi birçok makroekonomik değişkenleri, olumsuz yönde etkilenmiştir. ABD’de Mortgage piyasası olarak adlandırılan dünyanın en büyük emlak piyasası, değişkenlik gösteren faizlerle beraber, FED’in sonlara doğru faizleri arttırmasıyla konut fiyatlarının hızlı bir şekilde düşmesi ve kredilerin geri ödenmemesi sorununa neden olmuştur. Bankalardan çekilen konut kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan problemler ve kredi kullanımlarındaki yaşanan yanlış faiz uygulamaları krizin istihdam piyasasını ne yönde etkilediğini ortaya çıkarmıştır. (Eğilmez, 2008: 66)

2008 Küresel krizinin ana nedenlerini özellikle bankacılık sektörünün kırılgan yapısı ve türev ürünler oluşturmaktadır. Bu kırılganlığı arttıran en önemli nedenlerden biri kaldıraçlı işlemlerdir. Kaldıraçlı işlemler, bankacılık sektöründe bilançoların aşırı genişlemesine ve varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olmuştur. ABD’de artan bu fiyat enflasyonu, faizlerin yükselmesine ve kredi geri dönüşlerinde aksama yaratarak bankacılık sisteminde vade uyumsuzluğuna neden olmuştur. Yüksek kaldıraçlı işlemler borçluları teminat tamamlama süreciyle karşı karşıya bırakarak varlıkların yok pahasına elden çıkartılmasına yani varlık erozyonuna neden olarak borç deflasyonu sürecinin başlamasına yol açmıştır. Blanchard (2009) çalışmasına göre; bu durum sonucu meydana gelen iflaslar istihdam piyasasını da olumsuz etkilemiştir(Blanchard vd.2009).

Varlık fiyatlarında düşüşler, banka sermayelerini eritmiş, banka bilançoları hasar görmüştür. Birçok bankanın iflasına sebep olan bu durumda türev piyasalarının rolü çok büyüktür. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin alışık olmadığı bir yapı olan türev piyasası, teknik zorluklar yaşandığından dolayı, risk bozukluklarına ve güven kaybına sebep olmuştur. Güven kaybının yaşandığı bu süreçte kredi riski yüksek seviyelerde seyretmiş ve kredi sıkışıklığı uzun bir süre devam etmesine neden olmuştur. Tüm bunların yaşanmasıyla, krizden önce ekonomilerin genişleme politikalarındaki kaldıraçlı işlemler, bankacılık sisteminde büyük sorunlarla karşı karşıya kalarak vade uyumsuzluğuna neden

olmuş ve krizle birlikte bilanço üzerinde probleme dönüşerek finansal süreçte ekonomileri deflasyonist bir sürece sokmuştur. (Blanchard vd.2009).

FED ve diğer gelişmiş ülkelerin merkez bankaları finansal krize karşı bazı tedbirler almış, öncelikle finansal sistemde oluşan kaldıraçlı işlemlerin finansal piyasalarda yarattığı olumsuz durumları önleyecek politikaları ele almışlardır. Krizin, ekonomiye yansıttığı problemleri giderebilmek için, geleneksel para politikalarının etkin olmadığı anlaşılınca, gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları, geleneksel olmayan politikaları tercih etmeyi denemişlerdir. Küresel krizden önceki politikaların temeline bakıldığında, fiyat istikrarı ve kısa zamanlı faiz politikalarının krizle mücadelede yetersiz kaldığını ve makro ihtiyati politikalar gibi destek politikalarının da uygulanması gerektiği anlaşılmıştır. Fiyat istikrarının sağlanmasıyla, çıktı durumunda bir açık oluşmayacağını ve aynı zamanda finansal sisteminde istikrarını yerine getireceğini düşünen geleneksel politika, merkez bankaları tarafından düşünüldüğünde, finansal istikrarı sağlamak için yeterli görülmediği anlaşılmıştır (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2013).

2008 finans krizinden sonra, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, geleneksel olmayan para politikalarını tercih etmeleri ve kredi, miktar genişlemesi politika araçlarını uygulamalarıyla gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının hızla yayılmasına sebep olmuştur. 2010 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin yapısı değişmiş, uzun vadeli yatırımlar yerine sıcak para girişleri artmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin artan sermaye akımlarına politika olarak yetersiz kalmasının sebebi, gelişen ekonomilerle arasındaki makroekonomik politikaların farklılığıdır. Gelişmekte olan ekonomilerde makroekonomik sermaye akımlarına karşı yetersiz kalması, bu ülkelerde cari işlemler açığı ve toplam talep üzerinde büyük etkiler yaratmıştır. Aynı zamanda enflasyon ve dış ticarete oluşan maliyetlerle başa çıkılmakta güçlük yaşanmıştır. Finansal krizle birlikte, fiyat istikrarına odaklı politikaların finansal istikrarın da garantisi olmadığı anlaşılmıştır. Bununla birlikte başlangıçta krize çözüm olarak uygulanan geleneksel para politikalarının da yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır (IMF, 2011a).

Türkiye'nin kriz sürecine baktığımızda, 2009 yılının ortalarına kadar iç talepte büyüme sağlanmıştır. İç talepte büyüme sağlansa da, ihracat krizden fazla etkilendiği için dış talep zayıflamıştır. Bu yüzden, ihracat, ithalatın gerisinde kalmıştır. Diğer taraftan

gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişleme politikaları, sermaye akımlarına neden olarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı arttırmıştır. Bu süreçte, Türkiye’de kısa vadeli sermaye akımları hızlı bir şekilde artmış, bu durum TL’nin değerlenmesine sebep olmuştur. TL’nin değerlenmesi, ithalatı arttırarak cari işlemler açığını arttırmıştır. Kredi genişlemesi de bu süreçte, iç talebi artırarak cari açığın daha da artmasına katkı sağlamıştır. Cari işlemler açığında artış meydana gelmesi ve sermaye hareketlerinin giderek artması, küresel boyutta ani değişimlere sebep olarak, piyasalarda risk iştahını arttırmıştır. Bu durum Türkiye’de kırılganlığı arttırarak finansal istikrarda oluşan endişeleri gün yüzüne çıkarmıştır. Finansal istikrardaki endişeler ve piyasalardaki risk iştahları, alternatif para politikası arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu süreçte, diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye merkez bankası da krizle mücadele programı hazırlayarak, para politikalarında yeni politika araçları kullanmış, krizin etkilerini hafifleterek ve yeni ekonomik yapılanmaya uygun politikalar uygulamıştır (IMF, 2013a).

Bu çalışma, öncelikle 2008 küresel finans krizini, krizin neden ve sonuçlarını, Türkiye örneğinde gelişmekte olan ülkeleri nasıl etkilediğini ve kullanılan politikaların makroekonomik düzeyde nasıl bir değişkenlik gösterdiğini incelemektedir. Bu bağlamda, Türkiye’nin küresel krizden etkilendiği durumlara, politika geçişlerine ve 2008 finans krizinden sonra Türkiye’de politika tartışmalarına yer verilerek, literatürlere ve verilere dayalı bir şekilde açıklanmıştır.

1.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLER VE 2008 KRİZİNİN İNCELENMESİ

Finansal krizlerin birçok tanımı bulunmaktadır. Genel tanımıyla finansal krizler, finansal piyasaların düzenli işleyişinde meydana gelen bozulmalar ve ters seçim ve ahlaki tehlike gibi sorunların ileri boyutlara varması olarak tanımlanmaktadır. Bazı iktisatçılar, daha da genel bir ifadeyle krizleri para değerinin net düşüşlerine ve ulusal rezervlerin çok fazla tüketimine bağlamaktadır. Mishkin (1996) çalışmasına göre, finansal krizler, finansal piyasaların etkin bir şekilde fonksiyon gösterememesinden kaynaklanmaktadır ve faaliyet hacminde daralmalara neden olduğu vurgulanmıştır (Mishkin, 1996).

Ekonomik krizler, özellikle piyasaların belirsizlik dönemi olan, hisse senetlerindeki düşüş ve yerli paranın yabancı para karşısında değer düşüklükleri olarak nitelendirilebilmektedir. Finansal piyasalardaki belirsizlik gösteren bu faktörler, genelde tüketici talebinde düşüşler, yükselen işsizliklerle meydana gelen hayat standartlarının düşmesi de etkilidir. Krizler, güçlü bir ekonomiyi, resesyon ve durgunluk dönemlerine sürükleyebilmektedir. Resesyon denildiğinde ilk akla gelen, ekonomik büyümelerin eksi bir tablo sergilemesidir. Daha sonra, işsizlik oranındaki artışlar göz önüne gelmektedir. Durgunluk denildiğinde ise ekonomideki büyüme oranlarının sıfıra inmesi veya sıfıra yaklaşması olarak nitelendirilmektedir. Bir yılda üretilen toplam mal, hizmetlerin piyasa fiyatı üzerinden değerlendirilmesiyle GSYİH'nın değerini elde edildiğini varsayarak, bu GSYİH'nın diğer yılda aynı değerleri göstermesi ekonomik durgunluk olarak ifade edilmektedir. İşsizlik faktörü ise yeni iş olanaklarının olmamasıyla durgunluk sürecinde etkisini göstermektedir (Eğilmez, 2008: 49).

1.1. FİNANSAL KRİZLER

İktisadi etkinliğin düşüşte olduğu kriz dönemlerinde, krizi etkileyen sebeplerin çeşitlilik göstermesi kaçınılmazdır. Nitekim çok fazla görüş ortaya atılmıştır (Mishkin, 1996).

1.1.1. Finansal Krizlerin Nedenleri

Finansal krizlerin sürecinde faiz oranlarındaki artışlar, politika belirsizlikleri, uygulanmakta olan politikaların şokları ve yetersiz oluşu, emlak piyasalarındaki çarpıklıklar, menkul kıymetlerin çöküşü ve bankacılık sektöründeki olumsuzluklar krizlerin başlıca nedenlerini oluşturmaktadır. Krizlerin nedenlerinden sonra da önem arz eden aslında bir diğer nokta ise krizlerin kapsamıdır. Nitekim etkileşim içinde olan tüm ülkelerin krizden etkilenmeme olasılıkları düşüktür. Ulusal ekonomik kriz niteliğindeki bazı krizler sadece o ülkede çıksa da sınırlı kalmaktan ziyade çoğu ülkeleri etkilemişlerdir (Eğilmez, 2008: 53).

1.1.2. Finansal Krizleri Açıklayan Modeller

Birinci kuşak kriz modellerinde, ekonomi politikalarındaki dengesizliklerle döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsız yönler incelenmektedir. Sabit döviz kuru sistemi uygulanırken, yabancı döviz rezervlerini eriten ve devalüasyona sebep olan yurt içi kredi genişlemesi gibi politikaların sonuçlarını açıklamaktadır. Sorunun temelinde ya bankacılık sistemine kaynak dağıtımını arttırmak için genişleyen iç kredi hacmi ya da bütçe açıklarının kapatılması için para basma durumu yatmaktadır (Özatay, 2009: 35).

Para piyasasından önce, mal piyasasını inceleyen Salant ve Henderson, hükümetlerin para politikasında fiyatlandırma sistemiyle ilgilenmişlerdir. Mali yapının istikrarsızlığı, krizler üzerinde daha fazla tehlikeli durumlar meydana getirmektedir. Salant'a göre, iktisat düzeninin yıkıcı olabileceği ihtimallerini değerlendirmiştir. Bir malı, diğer mallara kıyasla yüksek bir getiri elde edebileceği ihtimaliyle ellerinde tutmak isteyeceklerdir. Salant bu durumda, ellerinde bulunan malı sabit bir fiyattan sattıklarında neler olacağını sorgulamıştır. Bir kurul tarafından belirlenmeyen mal fiyatı, belirsiz süreçte elinde tutmadan satmasıyla sermayeye hiçbir kar sağlamadığı düşüncesindedir. Elinde çok fazla stok biriktiren firma, istikrar programı olmadığı durumda ise var olan fiyat her zaman gölge fiyatının üstünde bir fiyat olacaktır. İşte bu durumda fiyatı kontrol altına alamadığında elindeki stoku kaybetmeye başlayacağı için spekülatif alımlarının tehlikeli olabileceği üzerinde durmaktadır. Bu durumda para krizlerindeki mantık,

herhangi bir mala yönelik spekülâtif ataklara benzetilmiştir (Salant ve Henderson, 1978: 628).

İkinci kuşak kriz modellerinde, bir krizin çıkmasındaki en büyük etken makroekonomik değerlerin olumsuz verileri yansıtmaması, ülkenin para ve maliye politikaları uyum içerisinde iken, ülkenin para birimine yapılan spekülâtif atakların krizlere yol açabileceği düşüncesidir (Krugman, 1996).

Bu modelde, piyasa aktörlerinde beklenen durumlar, cari dengede oluşan durumlar arasındaki etki, ikinci kuşak modellerinin hareket noktasını oluşturmaktadır. Piyasa aktörlerindeki beklentiler, direk olarak makro iktisadi kararların oluşmasını etkilemektedir. Makro iktisadi kararların bu durumlardan etkilenerek kötü bir süreç girme düşüncesi, kendi kendine oluşan olumsuz bir durumu meydana getirmektedir. Bu yüzden ki, bu modele göre piyasada kötüleşme olmadığı durumlarda bile bir kriz süreci yaşanabilmektedir (Işık ve Togay, 2002: 31).

Öncelikle, politikaların çelişkili durumlar sergilediğinde veya belirsizlik halinde politika aktörlerinin fikirleri, iktisadi faaliyetleri değiştirecek ölçüde olması gerekmektedir. Mesela, hükümet sabit kuru destekleyen bir politika uyguladığında, ani bir şokla kuru dalgalanmaya bırakabilmektedir. Eğer bu kurun maliyeti, piyasa aktörlerinin sabit kurun değiştirilmesi gerektiğini düşündüklerinde artıyorsa, döviz piyasalarında kendi kendine beklentilerin oluştuğu söz konusudur. Düşünülen bu iktisadi senaryo, piyasa aktörlerinin beklentilerinde oluşan ani düşünceler veya keyfi beklentiler yüzünden, istikrarı ortadan kaldırabilmekte veya istikrarı kaldırmayan durumlar yaratabilmektedir (Pasenti ve Tille, 2000: 3).

Üçüncü kuşak kriz modeller, aslında 2008 krizinin sebeplerinin anlaşılmasında büyük önem taşımaktadır. Bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirini etkilediği ve bir sektörde çıkan krizin, diğer sektöre de yansıdığı durumları ortaya çıkarmıştır. Üçüncü kuşak kriz modelinin temelini oluşturan önemli faktör, bankalar piyasasının bilançolar kısmındaki bozukluklardır (Özatay, 2009: 47).

Asya krizinden sonra, bu model krizler, bankacılık ve para krizleri arasında birbirini besleyen bir etki yaratmakta ve bu da kısır döngüyle birlikte krizlerin ülkelere yansımaya neden olmaktadır. Krugman'a göre, hükümet garantisine alınan beklentiler, ahlaki riski daha çok taşımaktadır. Mesela bankaların, riskli kredilerinin yaygınlaşmalarıyla ortaya çıkan kredi genişlemesi, finansal sistemdeki nominal hacmi artırmaktadır. Artan finansal balonların, bankalarda toplam kredi aktiflerinin artmasına neden olmuş ve ülke genelinde ödeme sistemlerini kilitlemiştir. Bankacılık krizleri olarak bilinse de aynı zamanda para krizine de sebep olmuştur (Krugman, 1996).

1.1.3. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizlerin ortaya çıkmasında etkilenecek durumların varlığından söz ederken, nedenleri ve türlerinin çok geniş ölçekli olduğunun da altını çizmek gerekmektedir. Genel anlamda kriz türlerinden iki önemli başlık olan para ve bankacılık krizleri olarak söz etmek daha doğru bir yaklaşımdır (Delice, 2003: 59).

Para krizleri, sabit döviz kurunda, finans piyasasındaki taleplerin bir anda, yerel para cinsinden, yabancı para aktiflerine aktarılmasıyla meydana gelen kriz türüdür. Bu durum yerli paranın aşırı değer kaybetmesiyle sonuçlanınca, merkez bankaları rezervleri elden çıkarmak ve faiz oranlarını yukarı çekmekle beraber, parayı korumaya yönelik hareketlerin sonucunda para krizi çıkmaktadır (Delice, 2003: 59).

Para krizi, sermaye işlemlerinde de beklenmeyen bir durumun meydana getirdiği krizleri de oluşturmaktadır. Ulusal parayla birlikte spekülasyonla devalüasyonla karşılaşması; ulusal parayı koruyabilmek için uygulanan faiz oranlarını ve döviz rezervlerini artırmaya karşılık politikalar para krizleriyle sonuçlanmaktadır. Sabit veya yarı sabit kur politikaları ve para kurulu gibi uygulamaların hemen ardından ülke parasını terk etmek, genelde para kriziyle sonuçlanmıştır (Kaminsky, 1998).

Bankacılık krizleri, bu piyasadaki tüm bankaların işlem yapma yetisini kısıtlayan, yatırım ve tüketim kanalındaki harcamaları sınırlandıran bir kriz türüdür. Ardından sermaye hareketliliğinin yurt dışına aktarılmasında kolaylık sağladığı için, bankalarda bulunan rezervin azaldığı gözlemlenmiştir. Bu durum da bankalara duyulan güvenin

giderek azalmasına yol açmıştır. Sonuç olarak bankacılık kredilerinde düşüş olduğunda, diğer finansal piyasaların sermayeleri kısıtlanmış ve neticede piyasaların tüketim ve harcamaları azalmıştır (Altıntaş, 2004: 2).

Bankacılık krizleri, genelde borcun ödenmediği durumlarda panik ortamı yaratan ve mevduatların geri ödenmediği durumları kapsamaktadır. Bu durumda sorunlu bankaların garanti altına alınması, bilançolarda meydana gelen kredi hacminin artışları başarısızlıklarla birlikte krize neden olmuş sebeplerdir. Bu durumlar, özellikle gelişmekte olan ülkelerde asimetrik bir bilgi eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Devlet garantisinde bulunan bankalar, bankacılıkta bir denetim sisteminin oluşmasının üzerini kapatmıştır. Bu durum da iflası ve finansal riski kaçınılmaz kılmıştır (Kaminsky, 1998).

1.2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

2008 yılının sonlarına doğru, önce ABD’de meydana gelen ve daha sonra küresel boyut kazanan küresel krizin temelini emlak ve kredi balonu oluşturmaktadır. ABD’de Mortgage piyasası olarak adlandırılan dünyanın en büyük emlak piyasasında, değişkenlik gösteren faizlerle beraber, FED’in sonlara doğru faizleri arttırmasıyla konut fiyatlarının hızlı bir şekilde düşmesi ve kredilerin geri ödenmemesi sorununa neden olmuştur (Eğilmez, 2008: 66).

Merkez Bankaları, inşaat sektöründeki krize yol açan nedenleri araştırmak ve piyasalardaki gidişatın verdiği zararları azaltmak için piyasalara fazla likidite olanağını sunmuştur. FED kısa süreli bu likidite olanaklarını kullanmış, piyasadaki yatırımcılar likidite imkânlarından faydalanarak finansal piyasalara risk kaynaklı bir boyut kazandırmıştır. Bunun sonucunda bankalar arasında para piyasası sıkışmış, fon ihtiyacı artmıştır. Federal Emlak Finansmanı Otoritesi yönetimi eline almış ve kriz çok farklı yönlerde şekil kazanmıştır. Lehman Brothers adlı emlak piyasası iflas etmiştir. Geniş ölçekli alana yayılan kriz, kısa sürede küresel bir boyut kazanmış ve sadece ABD’de görülen bir kriz olmaktan çıkmıştır (Susam ve Bakkal, 2008: 74).

Meydana gelen 2008 krizinin gelişim sürecine bakıldığında, kredi piyasalarının rolü büyüktür. Kredi yapısının bozulması, bazı türev piyasaları ve kredi derecelendirme

kuruluşları açısından da önemli bir etkidir. Bu durum, piyasadaki risk algısının boyutunu gözler önüne sermekte ve krizin operasyonel bir boyutta ele alınmasını daha uygun görmektedir (Demir vd. 2008: 2).

1.2.1. 2008 Küresel Finans Kriz Süreci

2008 Küresel finans krizinden önce, dünya ekonomisi yüksek büyüme, düşük enflasyon ortamı, likidite bolluğu ve gelir-tüketim ve harcama eğilimlerinin yaşandığı bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. ABD ekonomisinde yaşanan likidite bolluğu ve düşük faiz oranları, istikrar ve dengenin olduğunu göstermektedir. Bu sayede piyasalara olan güven tamdır. Bu nedenle, yatırımcı kararları, risk oluşumlarına önem vermemiştir. Bu durum, risk düzeyinin artmasına ve likiditenin bollaşmasının giderek hız kazanmasına neden olmuştur. 2008 yılı ortalarında, ABD’de başlayan ve konut kredilerinden dolayı meydana gelen bu kriz, dünya ekonomisinde de belirsizliği arttırmış ve piyasaları durgunluk sürecine sokmuştur. Konut piyasası ve buna bağlı olan türev piyasalarının giderek olması gereken değerlerin çok üstüne çıkmasıyla balon etkisi yaratarak, kredi balonlarının patlamasına neden olmuştur. Bu kriz döneminde gerçekleşen kredi patlaması ve borçlanmalar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda istikrarın bozulmasına ve politikaların yetersizliğine sebep olmuştur (Özdemir, 2012: 36).

İlk olarak ABD’de başlayan kriz, sonrasında tüm dünyaya yayılmakta gecikmemiştir. Krizin en büyük sebebi, gayrimenkul ve kredi balonlarıdır. Mortgage sisteminden dolayı ortaya çıkan bu kriz, daha sonraki süreçte likidite krizine dönüşmüştür. Likidite bolluğu, düzensiz krediler, menkul kıymet artışları, bazı ekonomik kuruluşların yeteri kadar denetim yapmamasıyla birlikte kriz, ciddi boyutlara taşınmıştır (Afşar, 2011: 148).

2008 Küresel krizi, finans temelli bir krizdir. Bankaların yanlış kredi uygulamaları ve konut piyasasında dağıtılan kredilerin geri dönmesinde yaşanan sıkıntılar krizin temelini oluşturmaktadır. Kredi puanı ile oluşturulan bu sistemde, bir kredi puanı hesaplanmakta ve bu puan üzerinden her gelirli ailelere faiz oranlarında değişkenlik gösteren bir kredi imkânı sağlanmıştır. Ortaya çıkan bu fazla kredi kullanım olanakları, kısa bir süre sonra faiz oranlarının da yükselmesiyle emlak piyasasında düşüşler

kaçınılmaz bir son olmuştur. En sonunda da dış finansman sağlama konusunda yatırımlar büyük bir ölçüde azalmıştır (Birdal, 2009: 4).

Dünya ekonomilerini etkileyen bu kriz, Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Özellikle yabancı sermaye hareketlerinin yaşanması, makroekonomik dengelerin olumsuz yönde etkilemesine sebep olmuştur. Yabancı sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkeler için önem arz etse de, cari açığa çok ciddi problemler yaratmıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde ihracatı azaltan faktörler de meydana gelmiştir. Krizin, büyüme oranlarındaki düşüşlere neden olması, talebi azaltmış ve gelişmekte olan ülkelerde ihracat düzeyini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu açıdan bakıldığında, ihracatı derinden etkileyen bu süreç, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik daralmalara ve işsizliklerin artmasına sebep olmuştur (Öztürk ve Gövdere, 2010: 382).

1.2.1.1. Yüksek Riskli Krediler

2000 yılından sonra ABD ekonomisinde yaşanan belirsizlikler ve kar oranlarının giderek düşmesiyle atıl fonlarda birikim meydana gelmiştir. Biriken atıl fonlarla, çevre ülkelerin iç pazarını canlandırmak ve bu ülkelerde yabancı sermayeyi daha aktif hale getirmek amaçlanmıştır. 2001 yılından sonra, bu atıl fonların ABD’de giderek artmasına karşılık ise Mortgage kredisi verilerek kredi hacmi arttırılmaya çalışılmıştır. Düşük faizli krediler artmış, kullanım dışı oluşan fonlarla, kredi puanı sıkıntılı olan kişilere kredi verilme imkânı sağlanmıştır. Yüksek riskli krediler diye nitelendirilen bu kredilerle, insanların fazla faiz oranlarıyla da ev alma olanakları oluşturulmuştur. Kısa vadeli düşünüldüğünde imkânların olumlu olduğu kanısına varılsa da, uzun dönemde geri dönüşüm elde edilmek istenen krediler, ülkenin mali politikasını sarsmıştır. Yüksek riskli krediler kapsamında oluşan topluluğun bir diğeri ise belgesiz kredi işlemlerini gerçekleştiren topluluktur. Faizlerin düşük ve menkulleştirmenin piyasada hızlı bir şekilde yükselişe geçmesiyle çekilen kredilerin uzun dönemde geri dönüşü olmamış ya da geri dönüşü zor olmuştur. Bu durumda da mali yapı zarar görmüştür. Sonuç olarak yüksek riskli krediler çok fazla ilgi görmüş ve uzun vadede oluşan sıkıntılar bir kriz ortamı yaratmıştır (Birdal, 2009: 16).

Geri dönüşümün zorlandığı kredilerde, düşük kredi notu olanlar, geri ödemede kendi gelirlerini belgelendirmeyenler ve kayıt dışı istihdamın çok olduğu sektörden kaynaklı sebepler sıralanabilmektedir. Bu durumda, bankaların önlemlerinin gevşek tutulduğu ve belgesiz de olsa sözlü olarak bireylere güvenilmesinin yanlış olduğu tutumlar gözler önüne serilmiştir. Kredi faizlerinin giderek azaldığı ve emlak fiyatlarının bu süreçte giderek yükseldiği durumda da yüksek risk taşıyan kredilerin giderek artması kaçınılmaz olmuştur (Brownell, 2008).

1.2.1.2. FED'in Faiz Politikaları

Mortgage sisteminde iki farklı faiz politikası uygulanmıştır. Birincisi sabit faizli kredilerdir. Bu krediler uzun vadede oluşacak kredi ödemelerinde, faiz riskinin finansal piyasada bulunan kuruluşların duruma göre olaya müdahale edebileceği kredilerdir. Oluşabilecek herhangi bir sorunda sorumluluğu üstlenecek yapı, finans piyasasındaki kurum ve kuruluşlardır. Bu şekilde işleyen bir yapının varlığından ötürü, genellikle kredi kullanımlarında sabit faizli kredilere yönelik daha fazla olmuştur. Diğer kredi sistemi ise, değişken faizli kredilerdir. Burada oluşabilecek risk durumlarında, alacaklı borçluya bu riski aktarmaktadır. Gelir durumu düşük ve orta halde olan aileler genelde, değişken faizli kredileri tercih etmiştir. Fakat FED, kredileri son zamanlarda kademeli bir biçimde arttırmıştır ve emlak piyasasındaki fiyatlar düşmüştür. Faizler yükseldiği için, ödemeler bilançosunda artışlar meydana gelmiştir. Ardından kredi kullanan kişiler uzun vadede kredileri ödeyemez hale gelmiştir. Burada değişken kredi faizleri daha çok tercih edilen yapıya dönüşmüştür. Uzun vadede ödenecek kredilerin çok fazla tercih edilmesi de daha çok riski barındırarak, bir kriz sürecine önemli derece neden oluşturmuştur (Birdal, 2009: 17).

Kriz sürecinde değişken faiz kredilerine yönlendirme eğilimi artmış, FED arttırdığı faiz oranlarını, hızlı bir şekilde aşağıya çekme kararı almıştır. Emlak fiyatlarındaki artışlar, ekonomide büyüme sağlamış ve aynı zamanda tüketici talebindeki artışlara da neden olmuştur. Menkul kıymetleştirme, ekonomideki büyümeyi olumlu yönde etkilese de, emlak piyasasındaki kredilerin meydana getirdiği riskler uluslararası boyuta taşınmıştır. Bu durumda, küresel piyasalarda emlak sektöründeki artan talepler,

inşaat sektöründe ve finans piyasasında bir ekonomik balon meydana getirmiştir (Brownell, 2008).

1.2.1.3. Türev Ürünler

Özellikle gelişmiş ülkelerin finans pazarlarında çok iyi organize olmuş ve arbitraj fırsatlarını değerlendirmek için kullanılan yatırım araçlarıdır. Bu ürünler, emtia, hisse senedi, altın, faiz ve kur gibi birçok finansal varlıklar üzerinden düzenlenebilmektedir. Ayrıca, swap, forward, opsiyon gibi sözleşmelerin geneline verilen adlardır. Finansal yenilikler olarak çoğu yatırımcının kullandığı bu araçlar, uluslararası düzeyde düşünüldüğünde de finansal kırılganlıklara sebep olmuşlardır. Bu ürünler, finansal piyasa katılımcılarına, risk yönetimi hakkında farklı seçenekler sunabilmiştir fakat yatırımcıların türev piyasalarını yerinde ve dikkatli kullanmaları her zaman bu piyasada önemli bir durum olarak gözlenmiştir. Çünkü iç denetimde uygun stratejiler seçilmediği durumlarda yatırımcılar çok büyük zararlar karşı karşıya kalabilmektedir. Bu piyasalarda geleceğe dönük kararların verilebilmesinde günlük oluşturan iki önemli durum söz konusudur. Bunlar; belirsizlik ve oynaklıktır. Çünkü hem belirsizliklerle mücadele edilebilir bir araç olabilmekte aynı zamanda da oynaklık açısından spekülasyon nedeniyle de kullanılabilen finansal araçlardır. Çünkü bazı borsalarda, bu araçlar spekülasyon amacıyla da kullanılmışlardır (Işık ve Tünen, 2011: 20).

Uluslararası düzeyde, para sisteminde yaşanan olumsuzluklar, döviz kuru dalgalanmaları ve para piyasasındaki değişimler, faiz ve kur riski problemlerine neden olmuştur. Hisse senetlerinde meydana gelen bozulmalardan sonra fiyat riskleri oluşmuş ve böyle bir ortamda finansal risklerin giderilmesi için artan talep meydana gelmiştir. Artan talep sonucuyla da türev piyasaları gelişmiştir. Finansal piyasaların serbestleşmesinden özellikle 1980'lerden sonra finansal piyasalarda hızlı bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Yavilioğlu ve Delice, 2006: 64).

Sermaye hareketlerinin giderek yaygınlaşması ve kuralsız bir şekilde dağılması, finansal piyasalarda, yeni yapılanan türev ürünlerini finansal sisteme daha çok dâhil etmiş ve dâhil olan bu türev ürünlerinin giderek artmasıyla, denetim sistemi yetersiz kalmıştır. Türev ürünleri, bu sayede para piyasasında işlerlik kazanmış ve bazı aracı kurumlarda

yeni fonksiyonlar oluşturmuştur. Bu aracı kurumlar, ipoteğe dayalı kredileri daha cazip hale getirmiştir. Bu durumda ipoteğe dayalı kredilere devlet de teşvik etmiştir. Desteklenen ikincil piyasa, aracı kurumların meydana getirdiği asimetrik bilgi, ahlaki tehlike ve ters seçim gibi faktörlerin krize neden olduğunun en büyük kanıtıdır (Işık ve Tünen, 2011: 22)

1.2.2. 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri

2008 yılında, Küresel finans krizinin temel nedenini oluşturan ve ekonomideki dalgalanmanın kaynağı Mortgage krizidir. Uygulanan politikalar, denetim yapısındaki eksiklikler, piyasadaki yapı, öngörülmeyen problemlere neden olmuştur. Mortgage kredilerinde yeni yapılanmalar konut fiyatlarını arttırarak, varlık fiyatlarında balon oluşmasına neden olmuştur. Konut fiyatlarının oluşturduğu bu varlık balonu patladığında, finansal sistemdeki bozulmaları meydana getirmiştir. Ev fiyatlarının kredi değerlerinin altında kalması, kredi sahipleri tarafından geri ödenmek istenmemiş ve kriz sürecine girilmiştir. Ödenmeyen krediler, piyasada likidite eksikliğine sebep olduğundan dolayı likidite krizi olarak da adlandırılmıştır. FED, krizi önleyebilmek için, piyasaya acil likidite sağlamıştır. Sermaye hareketliliği ve likiditenin bollaşmasıyla meydana gelen yeni ekonomi politikaları ortamında, yeni finansal yapı oluşumuna geç kalınmıştır. Kullanılan Mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilerek büyük bir kitleye doğru genişlemiş, konut kullanım amacından saparak, konut spekülatoörlüğüne çevrilen bir yapı oluşmasıyla finansal sistemdeki yapı giderek bozulmaya başlamıştır (Alptekin, 2009: 15).

2000'li yıllardan itibaren, finansal piyasalarda likidite devamlı bir artış göstermiştir. Krizin yoğun olarak yaşandığı yıllara kadar devamlı bir şekilde artan, likidite bolluğu olarak bilinen bu durum bankacılık sektöründe ciddi problemlere yol açmıştır. Bu süreci hızlandıran en önemli faktör ise konut kredilerinin kullanımından doğan emlak piyasası fiyatlarında meydana gelen artışlardır. Bankaların gelir dağılımına ve kredi puanlamasına bakmadan, özensiz bir şekilde vermiş olduğu konut kredilerinden faydalanan bireylerin sayısındaki artışlar varlık fiyatlarında, önemli bir kısmı ise emlak fiyatlarında hızla artışa neden olmuştur. Uzun vadede ödenmesinde güçlük çekilen bu kredilerin, bankalara ipotek aracılığıyla hacizli bir şekilde geri dönmesi, hacizli ev sayısındaki artışları beraberinde getirmiştir. Bankalardaki biriken konut sayılarının,

bankalar aracılığıyla tekrar piyasaya sürülmesiyle ev fiyatlarında düşüş yaşanmış, ödemeler ev fiyatlarının değerleri altında kalmıştır (Alantar, 2008: 2).

Kredi değerlemesi yapan kurum ve kuruluşların, bu piyasalarda etkin rol oynaması kaçınılmazdır. Uzun vadede geri ödenmesi gereken kredi ödemelerinde risk taşıyan unsurların detaylı bir şekilde araştırılmamış olması da bazı problemlere neden olmuştur. Kendi kredi değerlemelerinde asimetrik bilgi yaklaşımına yeteri kadar yer verilmemesi ve bununla beraber risk taşıyan kredilerin beklenmedik bir durumla balon oluşturması önceden tahmin edilememiştir. FED'in esnek para politikaları, ABD hükümetinin kendi politikaları ve kredi değerlendirilmesi kapsamında oluşan garantiler piyasalarda meydana gelebilecek bir kriz ortamını tahmin edilememiş bir olaya sürüklemiştir. Asimetrik bilgi oluşması, finansal piyasalarda gidişatı olumsuz etkilemiştir (Alptekin, 2009: 15).

Yüksek riskli kredilerin türev piyasasıyla olan ilişkisi küresel kriz açısından oldukça önemlidir. Yüksek riskli kredilerin kullanımından sonra, alacakların teminat gösterilerek emlak tahvilleri çıkarılması sağlanmıştır. Çünkü bu tahvilleri, Hedge fonlara satarak piyasaya oranla daha çok kar getirisi amaçlanmıştır. Ayrıca ipotekli gayrimenkuller üzerinden yeni ipotekler hazırlanarak yeni kredilerin alınmasına ortam hazırlanmıştır. Bu kredilerin artması ise, kredi hacmini genişletmiştir. Bu ipotek senetlerinin mali araçlara dönüştürülmesiyle başkalarına satılmasının sağlanmasıyla yüksek kazançlı türev ürünleri elde edilmiştir. Daha açık bir ifadeyle, Mortgage kredisini veren kuruluşların, bu krediyi kullanmak isteyen bireyler tarafından geri ödenmeme riski, üçüncü kişilere devredilmesine olanak sağlamıştır. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük riskler alarak, türev piyasasının kontrol edilmeyecek şekilde büyümesine neden olmuştur. Bu durumda, türev ürünleri, ev fiyatlarının üzerine çıkararak, balon oluşturmuş ve bu ürünler üzerinde oluşan riskleri arttırmıştır. Bu ürünlerin piyasada hızlı bir şekilde dolaşması ve firma ve bireyler tarafından el değiştirmesi, krizi ciddi boyutlara taşımıştır (Özatay, 2009: 63).

1.2.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Sonuçları

2008 Küresel finans krizi, ekonomide para politikalarının gözden geçirilmesi gerektiğini ortaya koymuş, aynı zamanda ucuz kredinin meydana getirdiği ucuz döviz ve ucuz ithalata dayalı bir büyüme modelinin artık işe yaramayacağını göstermiştir. Makroekonomik koşulların büyüme oranlarının azaldığı ve bununla birlikte finansal piyasaların çoğunda iflasların gerçekleşmesi, banka piyasalarında bilanço yapılarının bozulması, aktif ve pasif yapının değişmesi, kredilerin risk taşıması olgusunun artması ve emlak piyasasının giderek ucuzlamasına neden olmuştur. Makroekonomik yapının belirsiz bir sürece girmesiyle oluşan krizlerde yeni politika ve yeni bir makroekonomik yapıların değerlendirilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır (Susam ve Baykal, 2008: 76).

Krizin tüm dünya ülkelerine sıçramasından kaynaklanan bir durum söz konusu olduğu için, genellikle ülkelerin para ve mali politikaları birbirlerine paralel bir yol izlediğini göstermektedir. Likiditenin sıkışık bir hal almasıyla talebin yeniden normal düzeye getirilebilmesi için, piyasaya para enjekte edilmiş ve aynı zamanda faiz oranlarını sıfır noktasına çeken bir para politikası uygulanmıştır. Maliye politikası kapsamında kamu harcamalarında yapılan artışlar, istihdam ve talebin artışlarını sağladığını düşünerek, mali yapıdaki önlemleri bu şekilde oluşturmuştur. Piyasalarda oluşan likidite sıkışıklığı, sermaye hareketlerinde yapılması gereken değişiklikleri göstermektedir. Likidite sıkışıklığı piyasalara olan güveni sarsmasından dolayı mevduatları garantileme yoluna başvurulmuş fakat bu olgu yine de güveni tam anlamıyla sağlamamıştır. Bankalar arası borçlanmanın tekrar gündeme gelmesi ve bankaların yeniden sermayelendirilmesini sağlamak için önlemlerin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Kurtarma paketleri hazırlanmış ve bunu da kamuoyuna ilk duyuran devlet ABD olmuştur (Özdemir, 2012: 37).

Krizlerin faiz oranlarına etkileri de kaçınılmazdır. Reel faizlerde oluşan yükselişler, iç borçlanmayı arttırmıştır. Kamuda oluşan bu artışlar, maliyetleri artırarak mali açıkları beraberinde getirmiştir. Faiz oranlarında oluşan bu artışlar, devletin mali yapısının bozulmasında etkili olurken, aynı zamanda özel kesiminin maliyetlerini olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Şirket bünyesinde oluşabilecek kar paylarının düşük oranlarda seyretmesi, işten çıkarımlara sebep olup, üretimde azalışları da beraberinde getirmiştir. (Öztekin, 2012: 22).

Son olarak, finansal krizle meydana gelen tüm durgunluk ve dalgalanma süreçlerinde oluşan likidite eksikliği ve faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerdir. Likidite sıkışıklığından kaynaklanan 2008 küresel krizinde, diğer krizlerden ayıran özelliği, finansal sermayenin daha net bir rekabet ortamı oluşturması olmuştur. Rekabet ortamını daha dikkat edilecek boyuta getiren şey ise faiz hadleri olmuştur. Dolayısıyla faiz oranlarında sürekli yapılanma gerektiren faktörler tamamen net bir çözüm getirmemiştir. FED ve diğer merkez bankalarının çözüm olanağı olarak gördüğü piyasalara likidite aktarılması ise finansal piyasalarda bir toparlanma süreci doğurabilmiştir. Bu da reel sektörde bir aktifleşme sürecinin gerçekleşme beklentisini doğurmuştur. Sonuç olarak, konut kredisiyle başlayan bu tür krizlerin, kredi dalgalanmalarını uzun vadede iyileştireceği gözlenmektedir. Diğer krizlere göre toparlanma süreci çok daha uzun sürmektedir (Alantar, 2008: 9).

1.2.4.Kriz Sürecinin Dünya Ekonomisine Olan Etkileri

ABD’de gerçekleşen 2008 Finans Krizi, dünya ekonomilerini kısa sürede etkisi altına almıştır. Gelişmiş ülkelerin ekonomik büyüklükleri, kriz sürecinde büyüme oranları olarak bakıldığında, bu oranların altında kaldığı gözlenmiştir. Büyüme hızları 2005 yılında artan bir yapıdayken, 2007’den itibaren bu oranlar, küçülmeye doğru kaymıştır. Dünya ticaret hacmi de aynı yıllarda bir düşüşe karşı koyamamıştır. 2008 yılı ve bu yıldan itibaren ticaret hacmi, ülkelerin en düşük hacim oranlarını gözler önüne sermiştir. Bütün finansal piyasalarda makroekonomik değerlerin politikaların uyguladığı oranlardan sapması, taleplerin kırılğan yapısına bağlı olarak ortaya çıkmış ve dünya ekonomilerinde bir kriz süreci de kaçınılmaz olmuştur (Yıldırım, 2010: 49).

Tablo. 1.1.Dünya Ekonomisinin Genel Görünümü

Dünya	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Büyüme	4	4	1,3	-2,2	4	2,9	2,5
Enflasyon	3,7	4,1	6	2,4	3,7	4,9	3,9
Ticaret Artışı	9,2	8	3,1	-10,6	12,5	6	2,5

Kaynak: Eğilmez, 2013

Tablo 1.1.'deki değerlere bakarak, dnyanın krizden nasıl etkilendiğini gormek mümkündür. Büyüme oranı, 1,5'e düşmüş, dünya ticaretindeki artış itibarıyla yaşanan gerileme 1,3 olarak kaydedilmiştir. Dünya ekonomisinde enflasyon 6'ya çıkmıştır. Krizin küresel boyut kazanmasıyla beraber, 2009 yılında büyüme küçülmeye dönüşmüş ve bu durum enflasyonun gerilemesine sebep olarak dünya ticareti daralma kaydetmiştir (Eğilmez: 2013).

Tablo. 1.2.Gelişme Yolundaki Ekonomilerin Genel Görünümü

Gelişme Yolundaki Ekonomiler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Büyüme	8,3	8,8	6,1	2,7	7,6	6,4	5,1
Enflasyon	5,5	6,5	9,2	5,1	6	7,2	5,9
Ticaret Artışı	12,3	14,8	8,4	-8,3	14,8	8,6	4,9

Kaynak: Eğilmez, 2013

Gelişmekte olan ülkeler, kendi aralarında ticaret yapmaktan çok, gelişmiş ekonomilerle ticaret yaptıklarından dolayı, bu durum gelişmekte olan ülkelerde ticaret hacminin gerilemesine neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeleri daha derinden etkileyen diğer bir durum portföy yatırımlarıdır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin cari açığın finansmanında kullanılması, bu ülkeler için önemli bir durumdur. Bu ülkelerde büyümenin gerçekleşmesi için portföy yatırımlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu yüzden sermaye hareketleri çeken ülkelerde sermayenin kısa zamanda ülkeyi terk etmesi durumunda, bu ülkelerde makroekonomik dengeler olumsuz etkilenmektedir. Tablo 1.2.'ye göre, krizden sonra büyüme oranlarında düşüşler yaşanmıştır. Büyümede daralma, talebi azaltarak, ihracat düzeylerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu bağlamda, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerin, krizden daha fazla etkilendiklerini söylemek mümkündür (Engin ve Göllüce, 2017: 31).

1.3. 2008 KÜRESEL KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLER

2008 küresel krizi incelendiğinde, karşımıza çıkan en temel olgu, uzun dönemlerde finansal serbestleşmenin yararlarından ziyade bu sistemin hızına dikkat edilmesi gerektiğidir. Planlamaların dikkat edilerek yapılması, politikaların çevreleme etkisinden ötürü daha yapısal düzenlenmelerinin gerektiği, 2008 küresel krizinde daha çok dikkat çeken konu olmuştur. Bu konuda, gerek ülkeler kendi finansal ve politika yapılandırılmalarında çalışmalar yaparak, gerekse ülkeler birbirleriyle bağlayıcı politikaları düzenleyerek önlemler almışlardır (Yılmaz, 2015: 51).

1.3.1. Uluslararası Alınan Tedbirler

Krize karşı yapılanmanın ilk kaynağı, mali piyasalardaki oluşumlardır. İlk olarak tüketim ve yatırım kanalındaki yapılan paket programlarıyla taleplerde oluşan daralmaları düzeltmeye çalışmak yeterli olmamıştır. Merkez bankası bünyesinde değiştirilmesi öngörülen faizlerin kanalına bakıldığında ise likidite boşluğunu kapatmak için yapılan politikalar yer almıştır. Kredi piyasasında önemli bir adım atmaya yönelik yapılan bu yapılanma çok fazla bir değişim göstermese bile dünya ekonomileri reel sektörde toparlanma gösterebilmişlerdir. Bunun hemen ardından mali yapı olumlu bir süreç kaydetse bile merkez bankaları bu hızlı ilerleyiş sürecinden olumlu etkilenmemiştir (Erdönmez, 2009: 85).

Krizden belli bir süre sonra tüm dünya ekonomilerine yayılması muhtemel olan bu olay, ekonomilerde borsa kaynağını çok fazla etkilemiştir. Borsada fazla kayıplara neden olan bu durum, sermaye akımlarını olumsuz etkilemiştir. Hazırlanan paketler ise kayıplarda olumlu bir ilerleyiş kaydedememiştir. Avrupa Birliği'nin de oldukça fazla etkilenmesiyle devletleştirme adı altında mevduatların garanti altına alınması gibi birçok kurtarma politikaları oluşturulmuştur. ABD'nin finansal piyasalara kaydıracağı 1,7 trilyon dolar civarındaki yardımı, aynı şekilde Avrupa Birliği'nde de kendi finans sisteminde oluşan kayıplara aktardığını göstermiştir. Ülke merkez bankalarının toplu bir şekilde faiz oranlarını aşağı çektiği gözlenmiş ve böylelikle krizin yaygınlaşmasının önüne geçmek ve resesyonu azaltmak istenmiştir. Sadece Avrupa Birliği faiz oranlarını ilk olarak

düşürmemiş, enflasyonun düşürülmesinden sonra faizleri düşürmeyi tercih etmiştir (Yılmaz, 2015: 53).

Tablo 1.3. Ülkelerin Aldıkları Önlem Kategorileri

Para Politikası Araçları	Faiz Oranı Değişiklikleri Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik Döviz Kuru Müdahalesi
Finansal Sisteme İlişkin Kriz Önlem Araçları	Mevduat Garantisinin Artırılması Bankaların Yeniden Sermayelendirilmesi Likidite Enjeksiyonu Banka Kredi/Borçlarına Devlet Garantisi Verilmesi Kamulaştırma/Fona Devir Ticari Tahvillerin Alınması İçin Fon Ayrılması İpotekli Konut Kredisi Tahvillerinin Alınması Açığa Satışın Yasaklanması Toksik Varlıkların Alınması
Uluslar Arası Kuruluşlar	Swap Kanalı IMF
Diğer	İstihdam, Altyapı Yatırımlarının Arttırılması, KOBİ'lere ve Düşük Gelir Gruplarındaki Hane Halklarına Yapılan Yardımlar vb.

Kaynak: Erdönmez, 2009: 89

Tablo 1.1.'e göre, faiz oranlarının tüm ülkelerde en başta değiştirilmesi gereken konu olduğu görülmektedir. Aynı zamanda likidite aktarımı gerçekleştirmek de FED'in ve diğer ülkelerde bulunan merkez bankalarının da uyguladıkları diğer önem arz eden konu olarak gözlenmiştir. Bu önlemler krizin daha büyük hasarlar vermesini önlemiştir (Erdönmez, 2009: 89).

1.3.2. FED'in Almış Olduğu Tedbirler

Finansal piyasalarda durgunluk ve dalgalanmalara sebep olan Mortgage kredileri, dünya ekonomilerinde araştırılmış ve yakından takibe alınmıştır. Burada önemli olan şey, FED'in kriz sürecinde atacağı adımları takip eden ülkelerdir. FED, yaşanan kriz sürecinde olumsuzlukları ilk etapta önleyememiş ve daha sonra tekrardan mali yapılanma

sürecine girmiştir. Öncelikle iskonto ve faiz oranlarını düşürmeye yönelik tedbirler alınmış ve piyasada meydana gelen likidite eksikliğini kapatmaya yönelik destekler sağlanmıştır. ABD'nin yıllardır faizleri yüksek oranlarda belirlemesinde genellikle cari açıklar sebebiyet oluştururken, bu krizde faiz oranlarını düşürme mecburiyetinde kalınmıştır. Likidite eksikliğini giderebilmek için, piyasaya likidite aktararak kurtarma çözümlerine başvurulmuştur. Burada sonuç olarak FED'in finansal piyasalardaki dalgalanmaları ve kriz sürecinde ekonomik zararların en aza indirilmesi için uygulamış olduğu net iki politika ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, faiz kararlarında yapılan değişikliklerdir. Durgunluk sürecindeki gösterge faiz oranı %6,5'den %1,75'e düşürülmüştür. Faiz indirimlerinden dolayı, ekonomiyi ayakta tutmaya çalışan FED, enflasyonla bağlantılı olduğunu düşünerek, enflasyona dayalı risklere de çare aramaya başlamıştır (Yılmaz,2015: 60).

Bu süreçte faiz oranları sürekli değişim göstermiştir. İkinci politika olarak bakıldığında ise likidite desteği görülmektedir. Burada piyasaya aktarılan likidite desteğinin sebebi, piyasalardaki likidite eksikliğinin ciddi boyutlarda olduğunu göstermektedir. Likidite sağlanırken, dikkatli davranılması gereken konu paranın değer kaybetmemesidir. Likiditeyi sağlayan merkez bankaları yerli paranın değer kaybetmesiyle oluşabilecek riski, bankaların vade uyumsuzluğuyla bir bütün olarak düşünülmediğinde krizlere yol açabileceğini düşünmüşlerdir. Likidite sağlanmasına yönelik politikalar olarak ilk başta ABD, TAF (Term Auction Facility) uygulamasına yönelmiştir. Türkçe karşılığı Vade İhale Kolaylığı olan bu uygulama, birden çok teminat gösterilerek yapılan açık piyasa işlemleriyle yatırımcıya likidite aktarmasıdır. FED, aynı zamanda bazı gelişmiş ülke ekonomilerinin merkez bankalarında olan yetkilerini kullanmış, ABD'ye kaynak kazandırmak için takas yöntemleri limitini öne sürmüştür (Yılmaz,2015: 60).

FED, faiz indirimlerine giderek, ABD'nin ekonomisinde hareketliliğini daha da arttırmıştır. Yaklaşık olarak elli yılda faizlerin en düşük seyri yaşanmıştır. Bu oran, 2000 yılından itibaren %1,1'e kadar inmiştir. Genişletici para politikasını uygulayan FED, gevşek bir maliye politikası, vergi ve faiz indirimleriyle birlikte ekonominin bir durgunluk yaratmasına büyük ölçüde engel olmuştur. 2000'li yıllarda FED'in uygulamış olduğu Taylor Kuralına göre iki faktör bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, enflasyon

oranında beklenen enflasyon hedeflemesindeki sapmayı daha geniş bir alanda ölçerek, uzun dönem enflasyon oranının kalıcılığını sağlamak olmuştur. İkincisi ise, GSYİH'nın büyüme oranındaki sapmasını, potansiyel GSYİH oranına göre oluşturmaktır. Her iki durumun amacı, beklenen enflasyon ve GSYİH'nın sapmanın üzerinde çıkması durumunda faizleri arttıracak düşüncesinin önüne geçmek olmuştur (İşcan, 2015: 12)



2.BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASINDA POLİTİKA UYGULAMALARI

2008 Küresel finansal krizinden sonra, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının krizlerle beraber yürüttükleri politikalar küresel likiditeyi etkilemiştir. Bu durum, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik yapıları değiştirerek, bu yapılanmanın geleneksel para politikaları üzerindeki etkileri tartışılmıştır. Küresel krizden önce uygulanmakta olan politikalar genelde fiyat istikrarı üzerine yönetilmiştir. Finans krizinden sonra, fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrarın da göz önünde bulundurulması gerektiği ve bu yüzden de para politikalarına ek olarak makro ihtiyati politika araçları da eklenmiştir. Meydana gelen kriz sayesinde, merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar politikalarında gözden geçirilmesi gereken durumlar daha şiddetli bir şekilde ortaya çıkmıştır. Finansal sistem üzerinden kırılmalık oluşturan bazı ekonomik problemlerin engellenmesi için, ihtiyat politikalarına daha çok değinilmesi gerektiği fikri doğmuştur (Dağlaroğlu vd., 2013: 586).

Türkiye finans krizinden sonra para politikalarına makro ihtiyati politika araçlarını da eklemiştir. TCMB bazı amaçlar doğrultusunda birden fazla aracın uygulandığı bir politika oluşumuna yer vermiştir. Krizlerden sonra sadece fiyat istikrarı odaklı olmayan bunun yanında ekonomik büyümeyi de göz önünde bulunduran politikaların geçerliliği kabul görmektedir (IMF, 2010).

2.1.KRİZDEN ÖNCE UYGULANAN POLİTİKALAR VE AMAÇLAR

Krizden önce, fiyat istikrarının politika aracı olarak kullanılması ve fiyat istikrarının sağlanmasıyla finansal istikrarında dengeye ulaştığı varsayılmıştır. Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki dengeyi sağlayan durum faiz oranı olmuştur. Krizlerin ekonomiye olumsuz etkilerini engellemek için sadece fiyat istikrarının kullanılması ılımlılık sürecini meydana getirerek, merkez bankalarının finansal sistemde oluşan riskleri görmemelerine neden olmuştur. Politika faizi ve mikro basiretli politikalar,

ekonomideki istikrarı sağlamak için yeterli görülmüş ve merkez bankaları bu düşünceyle sadece finansal sistem içerisinde politikalara yer vermiştir. Makro basiretli politikaların, ekonominin finansal çerçevesinde daha geniş yerinin olması gerekliliği vurgulanmıştır. Kısaca vurgulamak gerekirse, merkez bankalarının ön planda tuttuğu düşünce, para politikası ve finansal istikrara bağlı politikalar arasındaki etkileşimdir. Yaşanılan krizler bu dikotominin geçerli olmadığını göstermiştir. Yalnız finansal kurumlara ait mikro basiretli politikalar ve düzenlemeleri tehlikeleri yok etme konusunda yetersiz olduğu görülmüştür (Dağlaroğlu vd., 2013: 579).

2008 yılında ABD’de konut kredileri piyasasında meydana gelen kriz, önce sermaye piyasasının çok ufak bir bölümünü oluşturmuştur. Küçük olmasından dolayı, piyasadaki aktörler bu durumu kontrol edilebilir bir olgu olarak görmüşlerdir. Merkez Bankaları ise bütün yönetimi enflasyona çevirmiştir. Sürekli olarak yaşanan şoklar, finansal sistemle ekonomi arasında büyük bir terslik yaratmıştır. İlk olarak ABD’de başlayan ve daha sonra tüm dünyaya yayılan bu kriz, ekonomik daralmaya neden olmuştur. Ekonomik daralmanın en büyük göstergesi olan işsizlik, ABD ve diğer sanayileşen ülkelerde %10'lara kadar çıkmıştır. Resesyon ise 1930'lardan sonra en ciddi rakamlara ulaşmıştır. Sonuç olarak, finansal istikrar ile uygulanan para politikaları arasında bir dengenin söz konusu olduğu, bu krizle daha net anlaşılmıştır. Finansal krizlerin tahmin edilenden daha maliyetli olduğu görülmüştür. Bu krizle birlikte para politikasındaki değişmelerin finansal sistemin merkezinde olması gerektiği yönündeki görüşler önem kazanmıştır. Para politikası ve finansal sistemin arasında finansal istikrarın sağlanmasına yön veren dikotomi ılımlılık döneminde sektör olarak dengesizliğe sebep olmuştur ve bu dengesizlik büyüyerek küresel bir kriz meydana gelmiştir. Krizden sonra, finansal istikrar için sadece faiz oranı ve mikro ihtiyati politikaların yer aldığı ekonomilere güven azalmıştır. Bu krizde anlatılmak istenen iki önemli olgu ortaya çıkmıştır. İlki, bir istikrarı sağlamak için yeterli görünmeyen ya da tek başına yetemediği anlaşılan makro ihtiyati politikaların varlığıdır. Bunun yanında finansal istikrarında her zaman devrede olması gerektiğini göstermiştir. İkincisi ise, merkez bankaları enflasyonla mücadelede kazanmış oldukları kredibiliteye yer vererek ve para politikasının oluşturulmasında, yürütülmesinde ve uygulanmasında finansal sistemdeki riskleri ve gelişmeleri de göz önünde bulundurmaları gerekmektedir (Hahm vd,2012).

Varlık fiyatları, para politikasının aktarımında ve yürütülmesinde çok önemli bir etkidir. Bir para politikası uygulanırken, merkez bankasının varlık fiyatlarına tepki verebilmesi, enflasyonla çıktı arasında beklenen neticeye ulaşabilmesi açısından önemlidir. Ancak, varlık fiyatlarındaki hareketler, beklenen sonuçlar açısından her zaman tartışma konusu olmuştur. Varlık fiyatlarında oluşan balonların patlamasında devreye giren bir merkez bankası veya varlık fiyatlarındaki balonların oluşumuna karşı durabilen bir merkez bankası olarak iki sonuçla karşı karşıya gelinmiştir. Varlık fiyatlarının ilk başlarda tahmin edilmesi ve tahminlere karşı durmak her zaman zor olacağından, merkez bankasının varlık fiyatlarındaki balonun patlamasından sonra müdahale etmesi daha bilinçli bir adım olacaktır (Bernanke ve Gertler, 1999 ve 2001).

Sonuç olarak, riskli finansal varlıkların oluşturduğu kırılğan yapı ve finansal kurumların aşırı risk talepleri, kısa dönemde oluşan varlık fiyatlarındaki balonların meydana gelmesine ve ekonomik maliyetlerin giderek artmasına neden olmuştur (IMF, 2010).

2.1.1. Geleneksel Para Politikaları

Geleneksel para politikalarının temel hedefinde fiyat istikrarın sağlanması düşüncesi yatmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması sonucunda tüm iktisadi ve sosyal refahın da sağlanabileceği kanısı oluşmaktadır. Fiyat istikrarının önemini vurgulayan geleneksel politika uygulamalarında, fiyat istikrarının sağlanmadığı koşullarda oluşabilecek bir takım olumsuzlukları da anlatmakta fayda vardır. Fiyat istikrarının oluşmadığı bir piyasada verim zayıflamakta ve reel faiz oranları risk oluşturabilecek bir sistemi doğurmaktadır. Ayrıca piyasalarda rekabet gücünü yavaşlatan fiyat istikrarı sermaye ve işgücü piyasalarında aktif bir çalışmayı olumsuz bir şekilde etkilerken, enflasyonu da belirsiz bir sürece sokmaktadır. Geleneksel para politikaları uygulanırken, merkez bankaları enflasyon olgusuna dikkat ederek, tam istihdam düzeyine ulaşmak ve fiyat istikrarını korumak adına çalışmalarını yapmaktadır (Öner, 2015: 5).

Genellikle Merkez Bankasının temel hedefi fiyat istikrarıdır. Fiyatların istikrarlı olması demek kesinlikle fiyatların hep seyrinde gitmesi demek değildir. Fiyatlar genel seviyesindeki uzun süren artışların enflasyona neden olmasıyla veya uzun süren

azalışların deflasyona neden olmasına engel olunması ve gerektiğinde müdahale edilmesidir. Sonuç olarak ülke parasının satın alım gücünü ve para birimi olarak güvenilirliğini sağlamaktır. Ayrıca bankalar fiyat istikrarının bir takım amaçlarla çok çelişmeyecek şekilde hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyebilmektedir. Diğer bir politika amacı olan ekonomik büyüme kısa dönemde genişletici para politikası uygulandığında bir başarı elde etmekte ve uzun dönemde ekonomik büyüme pek bir işe yaramamaktadır. Ve son olarak da para politikası amaçları için önemli bir diğer amaç tam istihdamı sağlamaktır. 1929 ekonomi buhranından sonra daha önemli bir olgu haline gelmiştir. İktisat politikasındaki önemi bu krizde amaç olarak daha güçlü şekillenmiştir. Üretim faktörlerinin hepsi için amaçlanmaktan ziyade en başta üzerinde durulan konu, tam istihdamda emek faktörüdür. Yani emek piyasası tüm istihdam düzeylerinde en önemli ve temel unsurlardandır. Para politikasındaki önemi ise tüm işsizlik türlerinde iyileştirilmelerini sağlamak ve genel anlamda önlemeye çalışmaktadır. Bazı işsizlik türlerinde ise tamamen ortadan kaldırılması öngörülmüştür. Yani sonuç olarak minimum düzeye indirilen işsizlik tam istihdam seviyesine geldiğini göstermektedir. Bu oran gelişmiş ülkelerde %3'tür. Bu oranda seyir eden işsizlik normal olarak görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oran %5'tir. Para politikasının düzgün bir şekilde yönetilebilmesi için para politikasının amaçlarının tam olarak belirlenip uygulanması şarttır. Bu amaçlar bazı durumlarda çelişik durumları ortaya çıkarmaktadır. Örnek verecek olursak, merkez bankası, faizleri kontrol altına alarak, istikrarı göz önünde bulundurup faiz oranlarını düşürürse, bu durum ekonomik büyümeye sebep olmaktadır. Bu durum hemen ardından enflasyona sebep olabilmektedir. Bu gibi durumların yaşanmaması için, tercih edilen politikanın doğru seçilmesi gerekebilmektedir. TCMB'nin ilk olarak fiyat istikrarını göz önünde bulundurması gerekmektedir (Yalta,2011).

Geleneksel model olarak bakıldığında, ekonomi politikalarına ulaşabilmek için hedeflerin sadece yerine getirilmesi gerekmektedir. Politikalar bir araç olarak bu doğrultuda görülmektedir fakat finansal istikrar kavramı, fiyat istikrarının yanı sıra bir hedef olarak son dönemde daha çok ön plana çıkmaktadır. Çünkü sadece fiyat istikrarı, ekonomide oluşan problemler için güvenli bir ekonomik güç oluşturmaktan çıkmaktadır.

Fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrarın da bir hedef olarak kullanılması, politika amaçlarına eklenmesi kanısına varılmıştır (Mishkin, 2004).

2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Politikası

Fiyat istikrarını sağlamak için para politikası stratejilerinden birisidir. Herhangi bir hedef oluşturmadan direk olarak enflasyonun kendisiyle ilgilenmektedir. Merkez bankalarının sayı olarak bir oran hedefi ilan edip bu hedefe ulaşmak gayesiyle Merkez bankalarının güçlü bir birlik oluşturması ve hedefin yerine gelmediği durumda da halka kamuoyuyla hesap vermek zorunda oldukları bir süreçtir. Enflasyon hedeflemesi diğer rejimlerden beş özellikle ayrılmaktadır. İlk olarak bir ve birden fazla dönemler için enflasyon hedeflerinin açıklanmasıdır. İkincisi, fiyat istikrarına uyan hedeflerin amaçlanması ve bu hedeflere ulaşılması doğrultusunda net bir şekilde taahhüt içermesidir. Üçüncüsü, önem arz eden unsurun enflasyon olması ve hatta enflasyon tahmini hedeflemesiyle yol izlenmesi olarak nitelendirilmesidir. Dördüncüsü sadece politika amaçları değil, geleceği de temel olarak enflasyonu etkileyebilen bütün amaçların göz önüne alınmasıdır. Son olarak en önemli faktör, bu politikaların açıklık ve şeffaflıkla yürütülmesi ve bu konuda gereken hassasiyetin sağlanması olarak öngörülmüştür (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 3).

Para politikası arayışlarının arttığı dönemlerde, enflasyon hedeflemesi politikası, alternatif bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü parasal değerler ve milli gelir üzerinde etkin olan para politikalarının tek kalemde yürütülmesi, günümüz ekonomilerinde imkânsız hale gelmiştir. Ekonomide, genel değişkenler olarak belirli bir oranda enflasyonun hedeflenmesi olasılığını politika aracı olarak meydana getirmek, ek hedeflerde daha makul bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Geleceğe dönük tahmin edilen enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının hedefleri doğrultusunda hesap verilebilir bir kaynak oluşturması, merkez bankasının bağımsızlık rolünde önemli bir durum oluşturmaktadır (Akalin ve Tokucu, 2007: 45).

2.1.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Bu politikaların uygulanmasında her zaman açıklığı ve şeffaflığı göz önünde bulundurur ve bunu arttırmaktadır. Diğer politikalara göre olabilirliği ve uygulanabilirliği daha nettir ve anlaşılırdır. Enflasyon hedeflemesi amacı için merkez bankaları daima kamuoyu gözünde güvenilirlikleri artmaktadır. Tam bilgi olmadığı müddetçe amaçlara ve hedefe ulaşılmayacağı bilindiğinden ötürü fiyat istikrarını sağlamak için gereken bütün bilgilerin kullanılması sağlanmaktadır. Bu bağlamda kullanılan para politikasının ülke ekonomisine ve ülke parasındaki şoklara fazla önem vermektedir (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 8).

Merkez Bankası bu politikaları uygularken bağımsız olması gerekmektedir. Para politikasının operasyonel olmasına önem verilmektedir. Enflasyon hedeflemesinde genel politikasının açık olması ve kamuoyuna düzenli olarak yansıtılması çok önemlidir. Bu bilgiler kapsamında enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları enflasyon ve para politikasının performansındaki reel değerleri gösterebilmek için "Enflasyon Raporu" yayımlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi genellikle ekonomilerde bir çapa görevi görmektedir. Enflasyon beklentilerini azaltırken, nominal çapa olarak görevlendirilen hedef, kısa zamanda oluşabilecek şoklara karşı merkez bankalarına daha büyük bir kolaylık sağlayabilmektedir (Alper, 2003: 26).

2.1.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

Enflasyon Hedeflemesinin en büyük dezavantajı, merkez bankasının bir hedef olarak bu çerçevede hareket etmesi ve bu durumun büyük şoklar karşısında daha savunmasız bir ekonomik model oluşturmasıdır. Merkez bankasının bu durum karşısında daha gevşek bir politika olarak adım atamamasından kaynaklı olarak ekonomide üretim açısından dalgalanmalar meydana gelebilmektedir (Ceylan, 2013: 25).

Ödün verilmeden ve çok sert kurallar doğrultusunda uygulanan bir politikadır. Bu durum merkez bankasına durumu belirleme konusunda çok fazla esneklik tanıdığından dolayı, döviz kuru hedeflemesine kıyasla, üretim istikrarsızlığına yol açmaktadır. Böylelikle, bazı ürünlerin fiyatındaki artışlar, birçok arz şokuna neden olabilmektedir.

Kısa dönem olarak düşünecek olursak, ekonomideki büyümeyi daraltabilmektedir. Uygulandığında para ve mali politikalar arasında eşitsizliği gidermeye yardımcı olmamaktadır. Enflasyon hedeflemesinde sistemin gerekliliğinden dolayı kullanılan esnek döviz kuru gelişmekte olan ülkelerde mali istikrarsızlığa yol açabilmektedir (Alparıslan ve Erdönmez, 2000: 9).

2.1.3. Taylor Kuralı

Sabit döviz kurundan dalgalı döviz kur rejimine geçilmesini öngören, bu süreçte sermaye hareketlerinin serbestliğinin gerektiğini öne süren ve kurala bağılı olarak aktif bir para politikası olan Taylor, bir enflasyon hedeflemesi politikasıdır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirmesinin sebebi, politikanın hem bağımsız olması hem de bu politikada aynı anda istikrarı sağlamış bir döviz kuru politikası gerçekleştirmesi mümkün olmamaktadır. Döviz kurunda paranın bir ölçü olarak kullanılması gelir ve üretimin seyrinde gitmeme durumunda para politikasını aktif hale getirmeme yani para politikasının kullanılmasını kapama manasına gelmektedir. Üretimin azalmasını minimum düzeye indirmek için para basma imkânını kullanırken diğere taraftan da kur bu imkânın kullanılmasına izin vermemektedir. Bu yüzden hem enflasyon hem de üretim istikrarına yönelmektedir. Kıısaca tanımlamak gerekirse de merkez bankası faiz reaksiyonu olarak adlandırılmakta ve kısa vadede nominal faiz oranı ile enflasyon ve üretim açığııı oluşturana ilişkiyi gösteren politikadır (Doğana, 2011: 28).

Merkez bankası, Taylor kuralına göre ekonomide uygulayacağı makroekonomik ve enflasyon odaklı çalışmalarında araç olarak faiz kanalını ayarlayan bir politika oluşturmaktadır. Enflasyon problemini çözebilmek için, politikada oluşabilecek riskleri kısa vadeli faiz oranlarında ayarlamaya çalışmaktadır. Makroekonomik politikalarda kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak, para politikasında oluşabilecek riskleri gördükten sonra, para politikasının sisteme verdiği tepkileri ölçmektedir. Para politikası, kısa vadeli faiz oranlarındaki değışim, enflasyon hedeflemesinde oluşan değer ve üretim açığıında meydana gelen sapmalar gibi oluşan değerler, kuralın işleyiş değerlerini göstermektedir. Taylor, enflasyon hedeflenen değerinden ve üretim açığıı ise kendi düzeyinden sapma oluşturmasındaki temel sebebi ise talep baskılarına bağlamaktadır. Talep baskılarının

oluşmasına engellemek için ise nominal faiz oranları, politika aracı olarak kullanılmaktadır (Doğan, 2011: 28).

Taylor kuralını formül şeklinde incelendiğinde öngörülen şey, merkez bankalarının bu kuralı mekanik bir şekilde uygulamamak gerektiğini göstermektedir. Çünkü para politikası kuralı ekonomik gelişmelerdeki değişimlere göre ayarlanmaktadır. Taylor kuralı nominal çığaya esnek şekilde bağlanan bir para politikası kuralıdır. Bu çerçevede, Taylor nominal faiz oranını (R), beklenen enflasyonun hedeflenenden sapması ($P - P^*$) ve üretim açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır (Faiz oranı reaksiyon fonksiyonu). Beklenen enflasyonun hedeflenenden sapması ($P - P^*$) ve üretim açığının ($y - y^*$) katsayılarının pozitif olması beklenmektedir. Taylor (1993), beklenen enflasyon oranını (P) geriye dönük gerçekleşmiş enflasyon olarak kullanırken, beklenen enflasyon oranını ileriye dönük gerçekleşmiş enflasyon olarak kullanmıştır. Bu denklemin formülü farklı tahmin yorumlamaları kullanılarak çeşitli gelişmiş ülkeler (Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, Japonya, Fransa, İtalya ve İngiltere) için gözlemlenmiştir ve Taylor Kuralının doğru olduğu kanısına varılmıştır. Aynı zamanda bu araştırmalar, fiyat istikrarını düzenleme ve istikrarlı üretim bakımından parasal hedeflemeden başka (Almanya'da bu kapsamın içinde) enflasyonun direk olarak hedeflendiği (açık olarak ilan olmamışsa da) ve para politikası aracı olarak da kısa dönemli faiz oranlarının kullanıldığı bir politikanın yukarıdaki ülkeler için daha etkili olabileceği öne sürülmüştür. Bu politika kuralı çerçevesinde Taylor, ABD için yaptığı çalışmada faiz oranını etkileme açısından gerek enflasyon oranındaki sapmaya gerekse üretim açığına aynı ağırlığı vermiştir. Bu araştırmalar kapsamında bazı ülkeler Taylor kuralını bir numaralı ekonometrik denklem olarak tabir etmektedir (Ongan, 2004: 9).

2.2. KRİZDEN SONRA UYGULANAN POLİTİKALAR VE AMAÇLAR

Yaşanan küresel krizle beraber FED başta olmak üzere, diğer ülkelerin merkez bankaları bu süreçte geleneksel politikalar içinde çeşitli önlemler almışlardır. Bu durum ilk etapta faiz oranlarına yansımaktadır. Faizi sıfıra çekmeyi planlayan geleneksel para politikaları üzerindeki bu yaklaşım, ilk olarak Lehman'ın iflasiyla FED'in faiz oranlarını indirime gitmesiyle başlamaktadır. 2008 Küresel krizinden bir yıl sonra ise İngiltere de faizlerde indirime giden ülkeler arasındadır. Fakat Avrupa Merkez Bankası enflasyondan

çekindiğinden dolayı, 2009 yılının ilk çeyreğindeki faiz oranını, ikinci çeyrekte artırma kararı almıştır. İlerleyen süreçte ise, Avrupa Merkez Bankası, bu politikasından vazgeçmiş, diğer merkez bankalarıyla paralel tutum olan faiz indirimini gerçekleştirmiştir. Bu durum ilk bakışta olumlu izler sergilemiştir. Karşımıza çıkan temel sorun, politikaların gevşek veya sıkı politikalarından hangisinin uygulanacağı olmuştur. Uygulanacak tarafın seçiminde reel faiz oranlarına bakmak mantıklı gibi gelse de, geleneksel para politikasının öneminin azaldığı ilerleyen süreçte anlaşılmıştır. İndirime gidilen reel faiz oranlarının 2008 küresel kriziyle birlikte yükselmesi, enflasyonun, düşük faiz oranlarına kıyaslanarak çok düşük seviyelere inmesiyle önemli şirketler iflasını açıklamış ve geleneksel para politikası kredi piyasalarını kilitlemesiyle işlevini yitirmiştir. Faiz oranlarının indirime gitmesiyle, reel ekonomiye etki etmesinin beklenmesi, bekleneni vermemektedir. Bu durumun ardından gerçekleşen varlık piyasasındaki çöküntüler, bankaların kredi verme politikasındaki sıkılaştırmalar, repo piyasasında yaşanan yoğunluk ve kredilerin maliyetlerinin artmasıyla geleneksel para politikalarının işlevlerindeki yetersizliğin sebepleridir (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010: 62).

Farklı derecelere kredi piyasasına destek sağlamaya başlamak, geleneksel olmayan para politikaların temelini oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra, kamunun elinde olan borçlanma argümanlarına yatırımlar yaparak bilançoların olumlu ilerlemesini sağlamış ve faiz oranlarında çok fazla oynaklığın olmayacağını, daha sabit bir şekilde tutulacağı kanısına varılmıştır. Geleneksel olmayan para politikalarının temelinde yatan üç önemli olgu mevcuttur. Bunlar beklentilerin yönetilmesinin daha uygun olduğu, faiz oranlarında oynaklığın olmaması, sabit bir şekilde tutulması ya da sifıra yakın olması ve merkez bankalarının bilançolarının daha olumlu sonuçlar verebilmesi için varlık alımlarında daha dikkatli bir tutumun sergilenmesi gerekliliğidir. Bu sayede, bankalar ellerinde kalan varlıkları daha kolay ve orta riskle ellerinden çıkarmış olacaklar, aynı zamanda kısa dönemde oluşan krediler uzun döneme çok fazla dönüşmeden, kredilerin bilançoğu olumsuz etkilememesiyle vade dengesizliğini ortadan kaldırmış olacaktır (Dağlaroğlu ve Çaşkurlu, 2010: 62).

Küresel finans krizi, finansal sistemde para politikalarının eksikliklerini ortaya çıkarmış ve istikrarın sadece fiyat istikrarı ile sağlanamayacağını gözler önüne sermiştir.

Ekonomik istikrar için, finansal istikrara katkı olabilecek olan makro ihtiyati politikaların gerekliliği de önemlidir. Makro ihtiyati politika, finansal istikrarın kalıcı olması için önemli bir yere sahiptir. Bu politika, para ve maliye politikası araçlarını ve üst yönetim gibi düzenlemeleri içermektedir. Bu politikanın kurallarından finansal kurumlar ilgilenebilir ve bu politikalar finansal sistemin bütününe kapsamaktadır. Makro ihtiyati politikalar kaldıraçlı işlemlerin dengeli yönetilebilmesine ve bu sebeple banka kredilerindeki aşırı genişlemenin reel ve finansal varlık spekülasyonlarının önüne geçebilmektedir. Makro ihtiyati politikalar, ihtiyati politika araçları kullanılarak finansal sistemde istikrarın sağlanmasına yönelik düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır. Burada makro ihtiyati politika araçlarına değinirsek; ihtiyati politikalar (prudential), sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların neden olduğu finansal istikrarsızlığa engel olan makroekonomik politika önlemleridir. Ekonomide yer alan kurumların fazla risk üstlenici davranışlar göstermelerine engel olabilmek için oluşacak tedbirler olarak açıklanabilmektedir (IMF, 2013b).

Varlık balonlarını oluşturan küresel krizin ardından merkez bankalarının nasıl bir duruş sergilediklerine bakıldığında, enflasyon ve çıktılarının durağan hale getirilmesi için uğraşlar verilmiştir. Geleneksel para politikalarının kriz dönemlerinde beklenen hedefleri gerçekleştiremediğini düşünen iktisatçıların yanı sıra geleneksel para politikalarını savunan iktisatçılar da olmuştur. Varlık balonlarının belirlenmemesi, faiz oranlarının etkin olamaması ve para politikasının uygulamalarında birçok varlık balonlarından sadece birini etkileyebilir görüşleri vardır. Makro ihtiyati politikalar da, geleneksel para politikalarındaki finansal istikrarın her zaman sağlam olmasından yanadır. Bunun yanı sıra, para ve maliye politikalarının işlevleri yerine getirilmediği müddetçe, elbette makro ihtiyati politikalar finansal istikrarı tek başına dengede tutamaz ve aynı zamanda politikaların işleyişiyle ilgilenen merkez bankaları ve devletin kurum ve kuruluşları aynı şekilde makro ihtiyati politikalarda da düzenlemeleri yapacak kurumlar arasındadır (Claessens vd., 2010).

Merkez Bankaları bu süreçte riskleri kontrol altına alabilmek için, kriz dönemlerini iyi tahlil etmesi gerekmektedir. Tüketici harcamalarında veya varlık fiyatlarında meydana gelen gözle görünen sapmalar para politikası otoritesinin dikkate almak mecburiyetinde olduğu durumlardır. Bu yönde Merkez Bankaları çıktı

volatilitelerini takip etmek mecburiyetindedir. Fakat sadece fiyat istikrarını amaçlamış enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan merkez bankaları için bu zorlu bir süreçtir. Çünkü politika faiz oranının yüksek olması varlık balonlarının meydana gelmesine engel olabilir, ama faiz oranı özellikle enflasyon hedef oranının altında olursa ekonomi durgunluğa gidebilmektedir. Bunun sonucunda da çıktı boşluğu genişlemektedir. Burada merkez bankalarının daha dengeli adımları için en önemli araçlar makro ihtiyati tedbirler olarak görülmektedir (İlhan, 2015: 66).

2.2.1. Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasında Değişim Süreci

Küresel kriz öncesinde temel ekonomik hedef, fiyat istikrarının sağlanması ve para politikasının tek aracı olan kısa vadeli faiz politikalarını yürütmektir. Fiyat istikrarı sağlandığı zaman, çıktı açığı olmayacağı düşüncesiyle finansal istikrarda kendiliğinden dengeyi sağlayacağı düşüncesi hâkimdi. Küresel krizden sonra, IMF, makro ihtiyati politikaları göstererek, fiyat istikrarının tek başına ekonomide denge unsuru oluşmayacağını altını çizmiştir (Ersoy ve Işıl, 2016: 353).

Gelişen ekonomilerin de sürece dâhil edildiğinde oluşan düşünce makro ihtiyati politikaların önemini daha da artırmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde merkez bankaları, tek başına düşünülen fiyat istikrarının dalgalanmalara karşı daha fazla kırılabilirlik oluşturduğunu ve bu yüzden de sorunun daha da önemli hale geldiğini göstermiştir. Bu konuda en çok zorluk çekilen durum, yüksek sermaye akımlarında oluşan artışlardır. Sermaye akımlarının giderek artması, ekonomilerde bankacılık piyasası aracılığıyla oluşan kredi büyümesine ve kaldıraç oranlarının artmasına sebep olan durumlarla karşı karşıya kalmasıdır (Duramaz ve Dilber, 2015: 32).

Karşılaşılan bir diğer problem ise, gelişmiş ekonomilerin, ekonomik büyüme oranlarındaki farklılıklar, gelişmekte olan ekonomilerde bazı problemlere sebep olmuştur. Ekonomik büyüme de yabancı sermaye akımını çeken büyük bir faktördür. Gelişen piyasa ekonomilerinde yabancı sermaye akımları, küresel likiditeyi arttırdığından dolayı, ekonomide meydana gelen birçok olumsuz duruma neden olmaktadır. Bunlardan birincisi, artan yabancı paraların fazlalığı, ülke paralarının aşırı değerlenmesiyle oluşan cari açık fazlalığını oluşturmuştur. Sermaye akımlarının artması, sıkı para politikalarıyla

yurt içi talebinin kontrolünün sağlanmasını zor duruma sokmuştur. İkinci olumsuz etki ise, bankacılık sisteminde oluşan aşırı kredi genişlemesine sebep olan artan sermaye hareketleridir. Hızlı kredi genişlemesi yurt içi varlıkların fiyatlarının hızla artmasına yol açmakta aynı zamanda yurt içi varlık ihraçlarının yükselmesine neden olmaktadır. Yurt içi finansal varlık ihraçlarının artması bir taraftan sermaye hareketlerinin varlık fiyatları üzerindeki arttırıcı etkisini absorbe etme özelliği nedeniyle fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltırken diğer yandan Varlık / Öz Sermaye olarak ifade edilen kaldıraç oranlarının artmasına yol açmaktadır. Oluşan sorunlar makro ihtiyati politikaların gerekliliğini bir kez daha gözler önüne sermektedir (Dağlaroğlu vd., 2013: 580).

2.2.2. Küresel Kriz Sonrasında Para Politikalarının Piyasalardaki Rolü

Merkez bankalarının küresel kriz sürecinde vermiş oldukları kararlara bakarak, para politikalarının kriz sürecinde değişim göstermektedir. Aynı zamanda da eski politikalarla belirsiz kriz sürecinin aşılamadığını görmek mümkündür. Öncelikle merkez bankaları kriz sürecinde faiz oranlarını düşürmüştür. Bunun sonucunda meydana gelen değişimle faiz oranlarını düşürerek bir sonuca varılmak istenmiştir. Bu geleneksel para politikası yaklaşımının olduğunu varsaymaktadır. İzlenen bu politika, para politikalarında sıkı mı yoksa gevşek bir para politikası izlenmesi gerektiğini sorgulamaktadır. Fakat hemen ardından gerçekleşen reel faiz oranlarındaki fazla artış, düşük faiz oranlarıyla oluşan enflasyonda, düşüklüğe çözüm bulamayacak şekilde sıfır düzeyine yaklaşmıştır. 2008'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklaması üzerine diğer şirketlerde oluşan iflas paniği, finansal sistemdeki kötü gidişatın büyük bir panik göstergesi olmasıyla beraber, geleneksel para politikalarının kredi sıkışmasında bir önlem alamadığını ve riskin önüne geçemediğini gözler önüne sermiştir (Blanchard vd., 2009).

Geleneksel para politikaları işlevini yitirmekte olup, yeni araçları hedefleyen ekonomi yapısı ortaya çıkmıştır. Genel anlamda geleneksel olmayan para politikaları, faizlerin sıfıra dayanma noktasında beklentileri yönlendirmeye çalışan ve merkez bankalarının varlık alımlarıyla bilançoları daha da genişletme rolü üstlenmiş politikalar olarak görülmektedir. Yani, bankalar risk taşıyan varlıkların alımlarını kolaylaştırarak ellerinden çıkartmış hem de kısa vadeli borçları uzun vadeli borçlara dönüştürerek vade dengesini daha olumlu düzeye taşımışlardır (Park, 2011).

2.2.3. Para Politikasında Eski Amaçlar Ve Yeni Araçlar

Küresel krizlerin meydana getirdiği politika belirsizlikleri, para politikasında değişimlerin zorunlu olduğunu bir kez daha gözler önüne sermiştir. Kriz öncesinde uygulanan politikaların çoğu, fiyat istikrarının sağlanması ve bunun sonucunda da kısa vadeli faiz oranları üzerinde yoğunlaşmaktaydı. Sadece fiyat istikrarının sağlanmasıyla politikalarda tam bir netlik kazanacağını düşüncesinin yerine ekonomik büyümenin de etkili olması ikinci bir yol izlenmesi gerektiğini ortaya koymuştur. Fiyat istikrarı kadar, finansal istikrarında önemli olduğunu vurgulayan bu yaklaşımlar, mikro basiretli politikaların yetersiz olduğunu göstermiştir. Fiyat istikrarı ile finansal istikrarın arasında oluşan bilgi eksikliği ve yanlış tanımlamalar sistemik riski oluşturmuştur. Fiyat istikrarını fiyat endeksleriyle tanımlarken, finansal istikrarın bu yöntemle tanımlanamayacağını anlamak gerekmektedir (Dağlaroğlu vd., 2013: 582).

Sistemik risk tanımı finansal istikrarsızlığın yaygınlaşmasıyla ekonomik büyüme ve refahın zarar görece kadar finansal sistemde bozulmaların yaşanması ve bununla beraber reel ekonomilerde negatif etkilerin meydana gelmesine neden olmaktadır. Sistemik risk durumunda finansal sistemde belirsizliklerin artması ve bunun giderek hız kazanmasının önlenmesi için merkez bankaları önemli sorumluluklar almaktadır. Tüketici kanalında oluşan harcamaların ve varlık fiyatlarındaki sapmaların doğru uygulanan para politikasının önemini tekrardan meydana getirmektedir. Böylelikle enflasyon hedeflemesi politikası da kriz döneminde yetersiz kalmıştır. Çünkü enflasyon hedeflemesinde fiyat istikrarını sağlamak tek düşüncedir. Bunun sonucunda ise faiz oranlarını yüksek tutmak isteyen merkez bankaları, hedefteki oranların altında kalan enflasyon, ekonomiyi belirsiz bir sürece sürükleyebilmektedir. Merkez bankalarında kurtarıcı görünen makro ihtiyati politikalar, kaldıraçlı işlemlerin olumlu bir şekilde politikayı yönetebilmesine ve bu açıdan banka kredilerindeki aşırı genişlemenin neden olduğu reel ve finansal varlık spekülasyonlarının önüne geçebilmektedir (Borio, 2009).

Krizlere karşı mücadele edilen durumlarda para ve maliye politikalarının paralel işlemesi sorunun daha kolay çözülebilmesini sağlamaktadır. Merkez bankalarının küresel bir krizle mücadele etmesinde rol oynayan ilk etken, kredi koşullarıdır. Bu koşulları sağlayan planların hazırlanması mücadelenin ilk hamlesidir. Kısa dönemde bankacılık

faaliyetleri desteklendikten sonra fon ve varlık kaynaklarında garantileşmenin sağlanması gerekmektedir. Son olarak da varlıkların alımının gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Burada düşük kredili varlıkların satın alınmasındaki amaç, bilançolarda rahatlatıcı etkilerin yaratılmasının sağlanmasıdır. Sonuç olarak bankalara likidite sağlanmış olacaktır (Claessens vd., 2010).

2.2.3.1. Makro İhtiyati Politikalar

Makro İhtiyati politikalar, genellikle risk kavramına netlik kazandırmayı amaçlamaktadır. Sistemik olan risk kavramlarına karşı olarak, finansal istikrarın sağlanması temel amaçtır. Bu politikalar ekonomik ve finansal risk üstlenici davranışlar arasında yeni küresel dengesizliğin çözümüne imkân oluşturabilmektedir. Başta ekonomik risk üstlenici davranışlara yardım edip bankaların düzgün şekilde işletme modeli bulmalarına, bu noktada özel sektöre kredi vermelerine imkân oluşturabilmektedir. İkincisi de, makro ihtiyati politika araçları finansal istikrarı zor durumda bırakan fazlalığın engel olması için para politikasına yardım eden bir sistemdir. Sonuncusu da, politika yapıcılar finansal sistemdeki riskleri sezebilmek için gereken verileri bulmaları gerekmektedir. Varlık alımlarına bağlı genişletici para politikaları, bankaların sermaye durumlarını güçlendirse de kredi vereceği işletmelerin devamlı bir işletme modeline sahip olmamaları reel ekonomide beklenen iyileşmenin tam olarak gerçekleşmesine engel olmaktadır (Blanchard vd., 2009).

Mikro ihtiyati politikalarla makro ihtiyati politikalar arasında da farklılıklara rastlanmaktadır. Mikro ihtiyati politikalar, finansal sistemdeki risklerin durumlarıyla ilgilenmemiştir aynı zamanda varlıklar, fiyatlar, kredilerle ilgilenen mikro ihtiyati politikalar, finansal sistemin taşıdığı riskleri tam anlamıyla yani bir bütün olarak görememektedir. Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemde meydana gelen olumsuzlukları engelleyebilecek bir araç mekanizması olarak görmektedir. Fakat bu durum mikro ihtiyati politikalarda şok etkisi üzerinde çok fazla önemsenmeyerek, dışsal etkenler olarak üzerine düşülmediği anlaşılmaktadır. Makro ihtiyati politikalarda, mikro ihtiyati politikaların söz gelimi dışsallık olarak ifade ettiği durum, içsel bir durum olarak algılanmaktadır. Bu durumda da makro ihtiyati politikalar, bu şoklara karşı finansal sistemde oluşabilecek her engelde bankaların risklerini korumayı amaçlayacak yapılara

sahiptir. Sonuç olarak bu durum sadece kriz dönemlerinde değil, aynı zamanda ekonominin kriz sürecini atlattığı ve iyiye gittiği dönemlerde de ekonomiyi canlı tutmak ve büyümeye odaklı bir araç olarak gözlenmektedir. Finansal sistemin düzenlemekte amaç edinen makro ihtiyati politikalar aşırı borçlanmayı engelleyerek küresel bir krizde meydana gelebilecek tüm riskler için bir önlem almakla yükümlü olan politikaları anlatmaktadır. Yani makro ihtiyati politikalar, finansal sistemin düzenlenmesiyle yükümlü politikalar olmasına rağmen çözüme bütünlük oluşturabilecek bir durum sergilememektedir (Reinhart vd,2010)

Mikro ve makro ihtiyati politikaların beraber kullanılmasında etkili olan ekonomik gidişat ve finansal sistemdeki riskler göz önüne alındığında, makro politikaların para politikaları üzerinde de etkili bir yol izlemesi de yöntemi daha net ifadesi etmektedir. Çünkü makro ihtiyati politikalar küresel krizde oluşan dengesizliklere daha net çözüm üretebilecek araçlara sahiptir. Ekonomide oluşabilecek her türlü risk alıcı durumlar karşısında, bankalara uygun politikalar bulabilmekte aynı zamanda özel sektöre kredi imkânları tanıyabilmektedir. Finansal istikrarda oluşabilecek fazlalıklar karşısında para politikalarını daha uygun şekilde yönlendirilmesini sağlayacaklardır. Bu da makro ihtiyati politikaların alternatif üretebilecek çok yönlü politikalar olarak algılanmasını gözler önüne sermektedir. Sermaye hareketliliğinden yola çıktığımızda ise, oluşan bu durum karşısında makro ihtiyati politikalar, finansal yapıda oluşabilecek dengesizlikleri önleyebileceği araçların aynı zamanda da ekonomide bulunan risk artıran tepkilerin karşısında durabilecek tedbirlerden oluşmaktadır (IMF, 2014a).

Tablo 3.1. 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-finansal gelişmişlik ve sistematik risk göstergeleri üzerine yoğunlaşmıştır. Bunlar:

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

Kaynak: Bulut ve Demirel,2012: 296.

2.2.3.2. Kriz Dönemlerinde Fiyat İstikrarının Önemi

Merkez bankalarında yönetilen mevcut fiyat istikrarının yanı sıra, finansal sistemde oluşan riskler ve varlık fiyatlarının balon oluşturması arka planda tutulmaması gerektiğini ortaya koymuştur. Fiyat istikrarı genel bir bütün oluşturacak biçimde ele alınmış ve bu düşünce kriz ekonomilerinde giderek hız kazanmıştır. Merkez bankalarının kriz dönemlerinde yeni politikalar incelemesi makro finansal riskleri göz önünde bulunduran yeni bir düşünce yapısı oluşturmuştur. Bu durumda enflasyon hedeflemesinin ardından finansal istikrar, politikayı destekleyen bir durum olarak geliştirilmektedir (Dağlaroğlu vd., 2013: 582).

Yeni politikalar, dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından oluşabilecek sorunlara karşı, ekonomiyi daha güçlü tutacak çözümler ileri sürülmüştür. Cari dengeler ve sermaye akımlarının süreci, makro finansal sistemde olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Örneğin, küresel büyüme sürecinde, oluşan risk sermaye akımlarını hızlandırmaktadır ve bu da kur ve vade dengesini olumsuz biçimde etkilemektedir. Yerli para değerlendirirken, kredi genişlemesi meydana gelmekte ve bunun sonucunda cari dengenin bozulup kaynakların düzensiz dağılımına sebep olarak finansal istikrarda oluşabilecek risklerin kaçınılmaz bir sonuç olduğunu gözler önüne sermektedir. Ortaya

çıkan bu sonuçlardan yola çıkarak, finansal istikrara makro kanalından oluşturulan yeni politikalar, kredi gibi geleneksel görünen değişkenlerin yanı sıra, cari denge ve sermaye akımları da önemini gösteren diğer değişkenler olarak gözlenmektedir. Buradan çıkarılabilecek en önemli sonuç ise finansal istikrar, ekonomide bulunan tüm iktisadi yapıya göre çeşitlilik göstermektedir (Kara, 2012: 5).

2.2.3.3. Kriz Dönemi Para Politikası Araçları ve Faiz Kanalı

Ekonomik denge iktisatta arz ve talep dengesi olarak belirlenmiştir. Finansal piyasaların temel işleyişi yine bu dengeye göre belirlenmektedir. Fon arz edenler kadar fon talep edenlerin de aynı doğrultuda olması ve arasında normal bir faiz oranının bulunması dengenin sağlandığını göstermektedir. Bilindiği üzere, para arzındaki artışlar, faiz oranlarını düşürmekte ya da bunun tam tersi olmaktadır. Merkez bankaları bu aradaki para arzını ya da para tabanını ayarlamak üzere müdahale etme yetkilerini kullanmaktadır. Oluşan bu kısa vadeli faizlerin bugünkü seviyesi ve gelecekte oluşabilecek piyasa eğrisini düzenleyerek parasal durumu sergilemektedir. Piyasadaki bu duruş izlenerek kredi faizleri ve koşulları ayarlanmaktadır. Bu durum kredi faiz oranlarına cevap vermeyecek durumda olmasıyla piyasaların faiz kanalında bazı sorunlar oluşturmuştur. Ekonominin kriz sürecinde daha çok duyarlı olabilmesi için faiz kanalı önemli bir boyut kazanmasının gerektiği anlaşılmıştır (Soylu, 2009: 256).

Bankalar kredi ve mevduat faizlerine ne kadar yöneleceğine, merkez bankasının elinde olan kısa vadeli faizlerin değişime ve para politikasındaki toplam talep üzerinde oluşan varlığa göre ayarlamaktadır. Özellikle 2010'dan sonra, sıra dışı olarak ifade edilen geniş faiz koridoru, faiz kanalını değişik bir duruma getirmiştir. Daha açık bir ifadeyle, resmi olarak belirlenen faiz koridoru ile bankaların etki alanına giren kısa vadeli faizlerin politika tercihleri olarak birbirlerinden ayrıldıkları görülmüştür. Bu yüzden bankalar, kredi ve mevduat faizi oluştururken, hem para politikasının hem de parasal aktarım mekanizmasının çok iyi anlaşılması gerekmektedir (Kara vd., 2016: 2).

2.3. GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

Ulusal ekonomilerde, krizlerden sonra daha çok önem kazanan finansal serbestleşme, yabancı yatırımların önünü açmış ve bu sayede ülkeye sıcak para girişi ülkelerde temel dayanak haline dönüşmüştür. Bunun hemen ardından ise ulusal ekonomilerde gelişmiş ekonomilerle denklik sağlanmış ve kırılgan yapı, risk getirisi yüksek gelişmelere ortam hazırlamıştır. Cari işlemlerin, kamu ve tasarruf açıklarının oluşması, ekonomide mali yapıların bozulmaya başladığının en önemli göstergesidir. Bu açıklara sebep olan en temel faktör ise genişleyici para ve mali politikalarıdır. Kamu ve tasarruf açıklarında oluşan fazlalık, faiz oranlarını artışıyla döviz talebini ve fiyatını daha çok artırarak krize neden olmaktadır. Oluşan finansal krizler sürecinde, ekonomide bir resesyona yaşanması makroekonomik politikaların daha hızlı bir şekilde politika haline gelmesine neden olmuştur. Krizler finansal piyasaları etki altına aldığı ilk başta yapılacak olan para politikalarını gözden geçirmek olmuştur. Bu yüzden geleneksel olmayan para politikalarına yönelik araçlar gündeme gelmiş ve politikaların geniş bir araç ve amaca yönelik olmasından dolayı daha çok tercih edilmiştir (Öner, 2015: 42).

2.3.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Geleneksel olmayan para politikalarının ortaya çıkma sürecinde, krizlerin önemli rolünün olduğu kaçınılmazdır. Çünkü krizlerle beraber, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikaları, gelişmiş ekonomilerde oluşan parasal genişleme politikalarına paralellik gösterememiş ve bu durum finansal istikrarının bozulmasına neden olmuştur. Geniş bir politika olan geleneksel olmayan para politikalarını beş bölümde incelemek mümkündür. Bunlar, miktar genişlemesi, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık oranı ve faiz koridoru politikalarıdır (Serel ve Özyurt, 2014: 1).

2.3.1.1. Kredi Genişlemesi

Kriz sürecinden sonra piyasalarda oluşan kırılgan yapı, birçok piyasanın işlevini yitirmesine sebep olmuştur. Kredi genişlemesindeki en önemli amaç, işlevini yitiren piyasaları tekrar aktif hale getirmek, likidite kayıplarını azaltmak ve kredi riskini düşürüp

piyasalara tekrar kazandırmaktır. Kredi genişlemesi politikası, şirket borç senetlerinin, menkul kıymet veya varlığa dayalı menkul kıymetlerin likidite problemlerinden doğan dağılım sorununun giderilmesi için, merkez bankalarının bu alımları doğrudan gerçekleştirmektedir. Miktarsal genişleme politikasında piyasaya doğrudan para aktarılırken kredi genişlemesi politikasında, ticari menkul kıymetlerin alınması ve piyasaya daha az risk oluşturan menkul kıymet değişimini sunması yatmaktadır. Bunu kriz dönemlerinde, merkez bankaları kredi genişlemesini sağlamak için ticari menkul kıymet ve varlık alımlarını gerçekleştirmişlerdir. Örnek olarak, en çok yapılan işlem olan, kısa vadeli hazine bonosu satıp, ticari menkul kıymet almasıdır. Kredi genişlemesi, risk değiştirme yöntemi olarak uygulanmaktadır. Risk taşıyan bir varlığın talebi olmadığı kaçınılmaz olmakla beraber, merkez bankaları bunların alımını yaparak piyasada oluşan kredileri daha uygun hale getirmektedir. Burada kredi genişlemesiyle, merkez bankalarında oluşan varlıkların çeşitliliği de gözden kaçmamalıdır. Merkez bankasının elinde oluşan varlıklar, genel fiyatları etkilerken merkez bankalarının bilançolarını da genişletebilmektedir (Vural, 2013: 39).

Önemli olan konu, riskli menkul kıymetlerin merkez bankası bilançosunda yer almasını sağlayıp, risk taşımayan menkul kıymetler piyasaya aktarılmaktadır. Asıl amaç, risk taşıyan varlıkları piyasadan uzaklaştırarak, kredi maliyetlerini daha aza düşürmektir. Bu durumda merkez bankasının politikası, bilançodaki riskli mevduatları destekli bütçe politikası ile yönetmektir. Merkez bankasının kredi genişlemesi politikasında düşündüğü bir diğer konu ise teminatlardır. Merkez bankası ile birlikte gerçekleştirilen yeni finansman işlemlerinde, teminat olarak adlandırılan varlıkların daha çok çeşitliliğini sağlayan durumları, bankalar aracılığı ile kolaylaştırmayı hedeflemektedir (Tunalı ve Yalçınkaya, 2016: 79).

2.3.1.2. Miktar Genişlemesi

Küresel krizin oluşmasının ardından, piyasada meydana gelen likidite sıkışıklığının giderilmesi için, piyasalara kredi sağlanmıştır. Faiz oranlarının düşürülerek sağlanan bu kredi imkânları, işe yaramamış ve faiz oranları hemen hemen sıfıra yaklaşmış olmasına rağmen, likidite sıkışıklığı giderilememiştir. Faiz oranlarının işe yaramamasının ardından, faiz politikasının yanı sıra paranın miktarı politikasına geçilmiştir. Miktar

genişlemesi politikası, merkez bankalarının varlık alımı yaparak, piyasaya fazla para aktarımı sağlamasıdır. Varlık alımları kısa vadeli varlık alımları ya da devlet tahvilleri olarak oluşmaktadır. Miktersal genişleme politikası, geleneksel olan para politikası araçlarından, piyasaya daha fazla varlık alımlarını sağlamaktadır. Hatta özel sektör alımları da varlık alımlarına dâhildir. Özel sektör harcamalarında da artış gösteren varlık alımları, piyasayı canlı tutmakta aynı zamanda da likidite ihtiyacını tatmin edici bir şekilde gidermektedir (Arıcan ve Okay, 2014: 13).

Enflasyon hedeflemesine yardımcı olması açısından da düşünülen miktar genişlemesi, piyasa koşullarında da iyileştirme hedefi olarak düşünülmüştür. Aslında merkez bankası, miktar genişlemesiyle faiz oranlarından daha çok piyasadaki likidite kavramıyla daha çok ilgilenmektedir (Vural, 2013: 22).

2.3.1.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Kriz sürecinde, faizlerin, kriz ekonomilerinde uygulanabilen ve sürekli değiştirilen bir faktör olduğunu söylemek mümkündür. Bu yüzden, kriz sürecinde faizlerin kısa vadede nasıl bir politika izlenmesi gerektiği konusunda çok fazla yöntem seçeneği sunmamış ve ekonomiyi belirsizliğe sürüklemiştir. Finansal ve reel yatırım kararları konusunda belirsiz bir süreç yaşayan ekonomiler geleceğe dair daha net adımlar atılması için, faiz oranları üzerinde taahhüt politikaları oluşturma kararı almıştır. Uzun vadeli finansal varlıkların fiyatlandırılması yapılırken, kısa vadeli faiz oranlarının da cari düzeyde belirleyici olması ve gelecekte ise belirsiz bir süreç oluşturmaması için, aradaki dengelerin düzeyleri önemli bir hedef oluşturmuştur. Yani merkez bankaları, faizlerin kısa vadeli oranlarına bakarak, gelecekte nasıl bir yol izleyeceğine dair taahhüt oluşturup varlıkların fiyatları üzerinde bir etki yaratmış olabilecektir. Kısa vadeli faiz oranlarının kriz sürecinde likidite ihtiyacını karşılamak için kredi imkânlarından ötürü sıfır düzeyine yaklaştırılmış olmasına rağmen, ileride uygulanacak politikalarda faiz oranlarının arttırılmayacağını ilan etmesi üzerine piyasaya duyulan güvenin tekrar kazanılacağı öngörülmektedir. Oluşan bu güven ortamı, ekonomilerde risk azaltan tedbirlerin daha ön plana çıkmasını sağlamaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 7).

Faiz taahhüdü politikasında gözden kaçmayacak diğer faktör beklenen enflasyondur. Kriz dönemlerinde nominal ve reel faiz oranları hemen hemen sıfıra yaklaşma noktasına gelmişken kısa vadeli faizler üzerinden reel faizlerin düşürülmesini sağlamak imkansızdır. Reel faizleri düşürmek için kullanılan diğer yol ise beklenen enflasyon oranlarının üzerinden yapılabilmektedir. Beklenen enflasyonun artması, reel faizleri düşürüp harcamaların artmasıdır. Beklenen enflasyonun artacağını düşünerek merkez bankalarının bu yönde beklentiler oluşturması ve bunu kamuoyuna duyurması gelecek zamanda mal ve hizmetlerin fiyatlarını yükselteceğini düşündürerek, şuanda ise tüketim ve yatırım harcamalarını arttıracaktır. Faiz taahhüdü politikası, kriz sürecinde değişken yapılı olmasından dolayı, piyasalarda güven azalmasına sebep olmuştur. Merkez bankaları aldığı politika önlemlerini ve kararlarını kamuoyuna duyurarak, özellikle de bunu faiz oranlarının üzerindeki alınan politika kararlarında yaparak bankaların ve finansal piyasaların tekrar güvenilirliğini sağlayabilmektedir. Örneğin FED, küresel krizin ilk zamanlarında faiz oranlarındaki düşüşlerin gelecekte de yükseltilmeyeceğini ve bunun garantisini göstererek piyasalara güven duygusunu tekrar aşılacak istemiştir (Kaya ve Tokucu, 2014: 8).

2.3.1.4. Faiz Koridoru

Merkez bankalarının gecelik borç alma ve borç verme faizinin arasında oluşan alan olarak değerlendirilen faiz koridoru politikasında en önemli durum, piyasa faizlerinin, politika faizlerinden sapmaması için dar bir alanda uygulanmaktadır. Kriz sürecinde piyasalarda oluşan sermaye hareketlerinden dolayı, kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutarak ekonominin makro kanalında oluşabilecek problemleri engellemesidir. Fakat uzun süre düşük seviyede tutulan faiz oranları iç talebin artmasına ve fiyatlar üzerinde olumsuz bir etki yaratmasına sebep olabileceği için dikkat edilmesi gereken bir politika aracıdır. Sonuç olarak merkez bankası faiz koridoru uygulamasıyla gecelik faiz oranını belli bir seviyede tutmayı amaçlamaktadır (Serel ve Özyurt, 2014: 59).

Burada merkez bankasının faiz politikasına direk olarak müdahale edilmez, alt ve üst durumlarda yapılan değişikliklerle ekonomi yönlendirilmek istenmektedir. Merkez bankasının alt ve üst bantları belirlenirken, koridorun tam orta noktası politika faizini ifade etmektedir. Bu nokta, ekonomik ve enflasyon hedefleriyle paralellik gösterdiği

durumları incelemektedir ve bu nokta ile hedefler uyumluluk göstermesi gerekmektedir. Aynı zamanda politika faizindeki değişmeleri de faiz koridoru aracılığı ile sabit tutmayı amaçlamaktadır (Emirkadı, 2017: 474).

2.1.3.5. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, küresel kriz sonlarında tekrardan bir politika haline gelmiştir. Zorunlu karşılıklar, bankaların menkul kıymet ve mevduatlar üzerinden ellerinde tutmakla mecbur oldukları kaynakları oluşturmaktadır. Mevduatlarla para arzı yönlendirilirken hem de kriz süreçlerinde kredilerin artması söz konusu olduğu zamanlarda kredileri belli bir sınır içerisinde tutabilmektedir. Kredi piyasasında oluşabilecek genişlemeyi önleyici olan en temel politika zorunlu karşılıklardır. Para arzında oluşabilecek risk unsurlarını çok fazla etkilememesine rağmen, likiditeyi yönlendirmede temel unsur oluşturur ve ayrıca faiz oranlarının tahsisinde etkin rol oynar (Arıcan ve Okay, 2014: 14).

Finansal sistemde oluşan risklerden kaçınmak için, faiz oranında sinyal verme gücü azaltılmış fakat bu durum da ekonomi de verimi düşürmektedir. Bu yüzden zorunlu karşılıklar, politika veriminin düşmesine ve faiz oranlarındaki sinyal gücü düşmesine rağmen etkinliğini devam ettirebilmektedir. Kredi arzının daha fazla arttığı dönemlerde zorunlu karşılıklar düşürülerek bankalara likidite sağlanır ve bankalar arasındaki etkileşimi güçlendirmektedir (Tunalı ve Yalçınkaya, 2016: 84).

3.BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN KREDİ GENİŞLEMESİNE ETKİLERİ VE KREDİ GENİŞLEMESİ İLE SERMAYE HAREKETLERİNİN İLİŞKİSİ

Finansal krizlere bakıldığında, finansal liberalizasyonun krizlere etkisi kaçınılmazdır. Gelişen piyasa ekonomilerinde, kredi ve mevduat faizlerinin serbestleşmesi, kambiyo kontrollerinin daha serbest hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin ülkede serbest dolaşımına daha çok izin verilmesinin ardından sermaye girişlerinin artışı kaçınılmaz olmuştur. Böylelikle artan ve ülkeye daha kolay giren yabancı sermaye akımı sonucunda ekonomik büyüme büyük oranda finansman sağlasa da, aynı oranda da yurt dışı borçlanma riskiyle karşılaşmıştır. Gelişen piyasa ekonomilerinde para ve kur ilişkisinin aynı zamanda bankacılıkta oluşan krizlerin temel nedenlerinin başlangıçları bu şekilde oluşmuştur. Krediyle borçlanmak, varlık fiyatlarında büyümeye neden olmuş, yüksek sermaye akımları kredi patlamasını oluşturmuş ve bankacılık krizleri kaçınılmaz olmuştur. Gelişmiş ülkelerin 2008 küresel krizinden sonra genişletici para politikasını izlemesiyle gelişen piyasa ekonomileri için sorun daha da büyük bir kriz sürecine dönüşmüştür. Ayrıca, krizlerin ardından alınan kararların ve politikaların da önemini vurgulayacak olursak, riskli ve sisteme uygun olmayan politikaların varlığı da krizlerin daha büyük bir sorun olarak büyüdüğünü gözler önüne sermektedir. Sermaye akımlarının arttığı dönemlerde, bankacılıkta oluşan kredi balonlarının varlığı ya da bunun tam tersi olan sermayenin azaldığı dönemlerde de kredilerde daralmaların olması da krizlerin çıkış düşüncesini göstermektedir (Çolak,2007: 230).

3.1. KREDİ GENİŞLEMESİNİN TANIMI

Kredi genişlemesi, kredilerin özel sektör büyüme oranındaki sapmalardan kaynaklandığı öne sürülmüştür. Reel sektöre aktarılan kredilerin reel olarak geçmişte kullanılan kredilere göre artması, kredi genişlemesinin sebeplerinden biridir. Artan kredi genişlemesinde, kendi standart sapmasından oldukça fazla genişlemesi kanısına

varılmıştır. Gelişen ekonomilerin faizlerin düşüşü karşısında borçlanmaların maliyetlerinin düşüşüne göre borç veren kurumların da kazanmasını ön görüp, riskli kaynak alımına gidilmesi de kredinin genişlemesine neden olmaktadır. Özel sektör büyüme oranındaki sapmaların ardından, toplam kredilerin varlıklar oranındaki sapması da önemlidir. Bu oranın yüksek olması, kırılmalıkların daha büyük olmasını doğurmuştur. Bankacılık sektöründeki uygulamaların amacından farklı bir yola girmesiyle mevduatların saptığı gözlenmiştir. Bankada oluşan fon kaynaklarının yabancı para cinsinden artış göstermesi bankalardaki bilanço oluşumunu olumsuz yönde etkilemiştir. Kredi genişlemesindeki oluşan şoklar veya kriz oluşturacak nedenlerin hepsi krize dönüşmemektedir. Son dönemlerde oluşan kredi patlamaları gelişen piyasa ekonomilerinde krizlerle sonuçlanmıştır. Çünkü gelişen piyasa ekonomilerinde oluşan kredi genişlemeleri makro ve mikro değerlerinde büyük dalgalanmalar kalıcı olarak değerlendirilmiş ve sonucunda krizlerle baş başa kalınmıştır. Son olarak, gelişen piyasa ekonomilerinde temel sorun finansal piyasa değişimleri değil, aksine sermaye girişlerinin daha çok artış göstermesidir (Mendoza vd. 2008).

Krediler ve varlıklar oranının kredi genişlemesinde bir ölçüt olduğunu varsayan bazı iktisatçılara göre, bu oranın fazla çıkmasıyla finansal sektörde oluşan risk olgusuna karşı daha kırılmal bir yapı içerisine girdiği anlaşılmaktadır. Oluşan toplam kredilerin içinde M2 para arzının daha düşük çıkması, bankacılık sisteminde mevduat tabanını düzensizleştiren ve aynı zamanda krizlere karşı daha savunmasız hale gelen bir ekonomik yapı oluşturduğu gözlenmiştir. Bu durumda, bankaların yabancı para değerlerine karşı fon kaynaklarının kendi para değerlerine göre artmasıyla birlikte bilançoların olumsuz bir durum içerisine girdiği kaçınılmazdır (Borio,2012).

3.1.1. Kredi Genişlemesinin Nedenleri

Krizlerin yaşanması, yeni konjonktür yapılanmalar meydana getirmektedir. Bu durumda oluşan finansal sistemler yeni reformları beraberinde getirirken, finansal boşluk kredi genişlemesine neden olmaktadır. Sermaye hareketlerinin daha hızla yayılması ve kontrollerin gevşekliği kredi genişlemesinin en büyük sebeplerindendir. Bu durumlarda bankaların daha fazla kredi vermeleri de nedenler arasında gösterilmektedir (Dell Ariccia ve Ratnovski, 2013).

Ekonomide serbestleşen sermaye hareketleri, bankacılığın küreselleşmesiyle oluşan düzenleme ve oluşan reformlar kredi genişlemesine yol açan temel etkenlerdir. Kredi genişlemesi, ekonomilerin artan büyüme oranlarıyla doğru orantılıdır. Gelişen piyasa ekonomilerinde sermaye hareketlerinin aslında küresel likiditenin bir fonksiyonu olarak ortaya çıktığı gözlenmiştir. Aynı zamanda ekonomik koşullar ve makro politikalar kredi genişlemesi üzerinde oluşabilecek değişimlere etki edebilmektedir. Örneğin, esnek kur sistemini uygulayan ülkelerin sermaye hareketlerine daha duyarlı olması söz konusuysen, sabit kur rejimini uygulayan ülkeler sermaye hareketlerinden daha çok etkilenmektedir. Kurun değeri para politikaları üzerinde etki eden önemli faktör oluşturduğundan dolayı faizler üzerinde kontroller yoktur ve bunun sonucunda da uluslararası faizlerin yurt içi faizlerinden daha düşük olması ülkeye daha çok sermaye hareketliliği sağlayarak daha çok kredi genişlemesine neden olacaktır. Genişleyici makroekonomi politikaları yurt içi talebi arttırarak kredi genişlemesine neden olacaktır. Gevşek para politikasına bağlı olarak faizlerin düşürülmesi borçlanma maliyetini azaltacağı için yurt içi kredi genişlemesini artırabilmektedir. Finansal krizlerin, kredi genişlemesinden kaynaklandığını görebilmek çok da zor değildir. Çünkü kötü gidişatta kullanılan makro politikaların kredi genişlemesinde uyguladıkları politikalar ülkenin kriz sürecine daha kolay girmesine neden olmaktadır (Mendoza vd. 2008).

Kredi genişlemesi gelişmiş ve gelişen piyasa ekonomilerinin makro finansal etkisi üç sebepten değişiklik gösterebilmektedir. İlk olarak, makro ve mikro değişkenlerdeki dalgalanma ve bozulma gelişmekte olan ülkelerde çok daha fazladır. İkincisi, daha öncede belirtildiği gibi aslında tüm kredi genişlemesi sonucunda oluşan patlamalar krizle sonuçlanmaz ama gelişen piyasa ekonomilerinin geçmiş politika uygulamalarında krizle sonuçlanma olasılığı daha fazladır. Üçüncüsü ise, kredi patlamasıyla sermaye akımları arasındaki ilişki gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere göre çok daha belirgindir. Buna göre kredi patlaması yaşayan ülkelerde tüketim, yatırım ve çıktı kendi modellerinin çok üstünde gerçekleşmiştir. Bu değişkenlerin değerleri daralma dönemlerinde ise kendi trendlerinin altında seyretmiştir (Mendoza vd. 2008).

3.1.2. Kredi Genişlemesinin Bankacılık Faaliyetlerine Etkileri

Finansal krizlerin kredi genişlemesinden kaynaklanan sebeplerini ve sonuçlarını açıkladığında, bankaların da bu durumdan oldukça fazla etkilendiğini söylemek yerinde olacaktır. Küresel krizlerin nedenlerine baktığımızda, finansal genişlemelerden dolayı cari işlemler açığının daha büyük oranlarda artması ve bu durumlarda makroekonomik koşulların dengesiz bir sürece girmesi, ekonomiyi oldukça ciddi bir duruma taşımaktadır. Krizlerde meydana gelen yüksek cari işlemler açığı en çok dış ödemelerinin fazla olduğu ülkelerde daha şiddetli geçtiği öngörülmektedir. Bu ülkeler kredilerin hızlı büyümesinden oluşan kaldıraç oranlarına sahip ve varlık fiyatlarında şişmelerin daha çok olduğu ülkelerdir. Kaldıraç oranlarındaki artışa göre bankalar piyasada paylarını düşürmemek için kredi onaylarındaki politikalarını daha gevşek tutma kararı almışlardır. Bu durumda borçlu olan kesimin borçlarını kolay ödemeli bir izlenim yaratmalarına ortam hazırlanmış ve kredi genişlemesinin bankalar üzerindeki etkilerini olumsuz yönde etkileyen bir süreç başlamıştır (Ganioğlu, 2012: 5).

Gelişmiş ekonomilerde yabancı para cinsinden verilen krediler, gelişen piyasa ekonomilerinin yurt içinde kredi genişlemesine neden olmaktadır. Artan krediler kur sistemindeki kırılganlıkların artmasına neden olup beraberinde finansal sistemin daha çok etkilenmesiyle sonuçlanmaktadır. Bankalar finansman kaynaklarını küresel likidite ve faizlerin düşürülmesine göre yönlendirmek zorunda kalmışlardır. Borçlanmanın küreselleşmesi ve faizlerin düşürülmesi bankaların daha fazla kredi vermesine imkân sağlamaktadır ve bu kredilerin genişletilmesi kriz sürecinde daha da riskli hale gelmektedir. Bu gibi riskli kredi veren bankalarda sistemin şok durumlarında kırılganlıklarının artmasına ve kriz sürecinin hızlanmasına neden olmaktadır. Kredilerin yabancı para cinsinden gerçekleşmesi durumunda GPE'lerde oluşan kredi paylarındaki artışın ülke para birimi üzerinde yaratacağı değer düşüklüğü, kredi ödemelerinin riskli duruma gelmesinin bir sebebidir. Gelişen piyasa ekonomileri, emtia fiyatlarından kaynaklanan şoklar başta olmak üzere küresel ve yurt içi aktarım kanalları yoluyla iç ve dış şoklara da maruz kalabilmektedir. Yabancı sermaye hareketlerinin yükselmesi karşısında bankaların risk iştahındaki artışı ve buna bağlı uygulamaları konjonktür yönünde politikalar olarak nitelendirebilmektedir. Genişleme dönemlerinde riskin azalması bankaları daha fazla kredi vermeye teşvik etmiştir. Varlık fiyatlarındaki artış

konut fiyatlarını ve buna bağlı teminatların değerini yükselteceğinden bankaların kaldıraç oranları da artacaktır (Elekdağ vd. 2011).

Bankaların bilanço yapısı, risk kuramlarına göre incelenmelidir. Varlık fiyatlarının artması ve bireylerin kredi ödeme imkânları bankaların kredi risklerinde artış yaratabilmektedir. Bankaların kredi vermesindeki serbestlik ve bireylerin kredilerini ödeyememeleriyle oluşan risk kavramı, finansal yapılarda asimetrik bilginin ve ahlaki yapının banka bilançolarında oluşan kırılgan ve tehlikeli bir yapı olduğunu göstermektedir. Artan sermaye hareketleri varlık fiyatlarının artmasına neden olarak yurt içi kredi talebini arttıracaktır. Kredi patlaması aynı zamanda teminatların değerinin de yükselmesine neden olacaktır. Ancak daralma dönemlerinde işler tersine dönmektedir. Bankaların bilançosunda aktif kalemlerinde bulunan varlık fiyatlarındaki düşüşler geri dönmeyen kredilere sebep olurken iflasla karşı karşıya kalmaktadır. Bilançoda aktif kalemi bir bankanın gücünün göstergesi olmakla beraber, varlık fiyatlarının düşüşü bankalar için çok riskli bir durum sergilemektedir. Bu durumda varlıkların düşüş sergilemeden işleyişte olması piyasa likiditesine bağlı bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Geçici şoklar piyasa likiditesinde karlı yatırımlar getirmesi için bu durumun kısa süreli seyretmesi gerekmektedir. Ama bu durum kriz dönemlerinde böyle değildir. Uzun dönemde veya kriz dönemlerinde uzun süreli şoklar, riskin oluşumuna daha kolay zemin hazırlamaktadır. Küresel likiditenin artmasına dayalı sermaye akımların GPE'lerde, kredi genişlemesine bağlı varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlayarak ülkeyi ani duruş problemine karşı finansal olarak istikrarsız hale getirmiştir. Özellikle sermaye akımlarının artış gösterdiği dönemlerde, bankalar kredi koşullarını genişleterek hızlı kredi genişlemesine sebep olmuştur. Bunun sonucunda varlık fiyatları hızlı bir biçimde artmıştır (Bernanke vd. 2001).

3.2. KREDİ GENİŞLEMESİ VE SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

2008 Küresel finans krizinde, gelişen piyasa ekonomilerindeki politikaların şoklar karşısında uygun duruş sergileyememeleri ve kırılganlıkların oluşması kredi genişlemesinin daha kolay gerçekleşmesine zemin hazırlamıştır. Gelişmiş ülkelerin faizlerini düşürmelerine karşılık, gelişen piyasa ekonomileri de kendi faiz oranlarını

düşürmüşlerdir. Miktar genişlemesi ve kredi genişlemesi politikalarını uygulayan gelişmiş ekonomilerin ekonomide böyle bir duruş sergilemesi, gelişen piyasa ekonomilerinde küresel likidite krizinin artmasına sebep olmuştur. Bu nedenlere göre gelişen piyasa ekonomilerinde kredi genişlemesi yaşanmış ve kriz süreci başlamıştır. Yabancı sermayenin yurt içinde daha kolay yayılması, krizden kurtulmak için oluşturulan krediler ve finansal boşluk kredi genişlemesindeki evrelerin üç temel nedenidir. Gevşek tutulan kredi koşulları bankaları daha çok risk alma durumuna sokmuştur. Bunun temel sebebi finansal regülasyonlardır. Gelişen piyasa ekonomilerinde kaçınılmaz olan kredi genişlemesi, varlık balonlarının artmasına sebep olurken bu durum da, para politikalarında belirsizlik yaratmıştır. Kredilerin büyümesinin tüketim ve yatırımı artırıcı etki yaratırken varlık balonlarının oluşmasının önüne geçilememiş, finansal kırılganlıklar büyümüştür. Sonuç olarak da kredi genişlemesi kredi patlaması olarak finansal krizlere yol açmıştır (Elekdağ vd. 2011).

Piyasalarda finansal serbestleşmenin daha çok olduğu dönemlerde, düşük ve yabancı tasarruflardan yararlanma olanakları gelişmiştir. Aslında sermaye hareketleri düşük tasarruflardan yararlandırarak açıkların kapatılmasını sağlasa da, finansal dengenin bozulması da dezavantaja neden olmaktadır. Ülkelerin tasarruf açıklarını kapattığı dönemde, oluşan ekonomik belirsizlikler, cari açıklar, uluslararası sermaye hareketleri, borçların giderek büyümesi, enflasyon, kur değerlerin düşüşü makroekonomik değerlerde kriz sürecini daha yaygın hale getirmektedir. Bu doğrultuda kredi genişlemesi, sermaye hareketleri kanalından makro değerlerin finansal risk adı altına girdiğini gözler önüne sermektedir. Bu durumda genişleyen veya artan krediler, borçların değerlendirilmesiyle kaldıraç oranlarında yükselmenin nedenlerini oluşturmaktadır. Kredi genişlemesi ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir bağ varken, enflasyon ve kriz süreçlerinde ne yazık ki negatif bir ilişki olduğu gözlenmiştir (Arslan ve Taşkın, 2014: 5).

3.2.1. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Finansal Sisteme Etkileri

2008 Küresel Finans krizine baktığımızda, krize neden olan etkenler kredi piyasalarındaki artış, kredi piyasasında oluşan finansman kaynaklarının genişletilmesi, bu piyasalar arasında oluşan uluslararası iletişim yetersizliği ve kredilerin büyümesiyle

oluşan kaldıraç oranları olarak sıralanmaktadır. Yüksek kaldıraç oranları kriz sürecinin gerçekleşmediği durumlarda aslında sistemde oluşan aksaklıkları kaybedebilirken, bu durum kriz sürecinde kaldıraçların tersine dönmesine neden olmuştur. Varlıkların açığa satışlarını (fire sales) ve kaldıraçların terse dönüşümünü sağlayan en büyük etken; teminatların kullanmaya dönük kuralları (mark to market rules) olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca küresel finansallaşma, ilk etapta rekabet gücünü artırsa da, risklerin uluslararası boyuta taşınmasına sebep olmuştur. Krizlerin likidite etkileri, bankaların sermaye kayıpları ve borsanın güç kaybı yaşaması uluslararası boyuta taşınmasında yaşanan problemlerdir. Dış finansmanlı ekonomilerin, fon piyasasındaki artışlar nedeniyle kırılğan yapıları artmaktadır. Bankacılık faaliyetlerinde dışa bağımlı olan yüksek fon artışlarıyla baş başa kalan ekonomilerin ciddi bir risk boyutuna girmeleri kaçınılmaz olmuştur. Dışa bağımlı finansman kaynaklı ekonomiler, tasarruflarında boşluk olmasından dolayı yabancı kaynaklı finansman sağladıklarını ve bu yüzden de kaldıraçların beklenen düzeyin tam tersi bir olgu yaratmasıyla bu ülkelerde oluşan sermaye çıkışı oldukça fazla olmuştur. Bu durumda ani duruş (sudden stop) sergilemek zorunda kalan gelişmekte olan piyasalarda çok fazla borç maliyeti yaşanmıştır (Claessens vd. 2010).

Kriz sonrasında politikaları genişletici olarak değiştiren merkez bankaları, küresel likiditenin artmasına sebep olmuştur. İlk olarak FED, bu duruma karşı bilançosunu genişletme kararı almıştır. Euro bölgesinde de sermayelerde bir düşüş görülmüştür. Çin'i bu durumların dışında tutacak olursak, gelişen ekonomilerde sermaye akımlarında artış gözlenirken, bu durum kriz dönemlerinde bu gibi ülkelerde para akımlarında ve dış borçlarda artışa sebep olmuştur. Gelişmiş ekonomilerin kriz dönemlerinde, küresel sermaye akımları, gelişen piyasa ekonomilerindeki sermaye akımlarındaki dalgalanmalardan daha düşüktür (Ahmed ve Zlate, 2013).

Karşımıza çıkan bu durum aslında, gelişen piyasa ekonomilerindeki sermaye akımlarının dalgalanma olasılığının daha fazla olduğunda enflasyonun yüksek olduğu zamanları göstermektedir. Daraltıcı para politikaları, sermaye akımlarının üzerinde onarıcı bir yapı sergileyememiştir. Çünkü daraltıcı para politikaları, faiz oranları üzerinde düşüş yaratıcı bir etki sağlayamadığından sermaye akımlarındaki artışı da düşürememektedir. Sermaye akımlarındaki bu artışlar, ülke ekonomilerinde finansal

istikrarsızlığa yol açmıştır. Menkul kıymetler üzerindeki baskılar varlık fiyatlarında azalmaya sebep olsa da kaldıraç oranlarını düşürememiştir. Gelişen piyasa ekonomileri, değersizleşen kendi para birimlerinin olumsuz gidişatını kapatabilmek için yerli para karşılığında menkul kıymet yatırımı yapmaktadır. Gelişen piyasa ekonomileri, bu duruma gelişmiş piyasaların kaldıraç oranlarını ve sanayileşme adına risk alma yöntemlerini geliştirmek ve geliştirmekte olan ülkelerde yatırımlarını arttırmaya çalıştıkları için başvurmak istemişlerdir. Bu durum genellikle finansal durgunluğun olduğu dönemlerde gerçekleşmiştir. Fakat finansal oynaklığın fazla olduğu dönemlerde yani risk alınmasına kapalı olunan dönemlerde, gelişen piyasa ekonomilerine yatırım az olduğu ve bunun sonucunda sermaye çıkışının fazla olduğu gelişen piyasa ekonomilerinde uluslararası döviz rezervi azalmaktadır. Sonuç olarak, ekonomilerde sermaye hareketlerinin kırılganlıkları artırdığını ve bu sürecin devamında krizlerle arasında ilişki bulunduğu ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ve gelişen ekonomilerin politikalarına, finansal sistemin işleyişine ve bankaların faaliyetlerine göre şekillenen kriz durumlarında sermaye hareketlerinin ve bunun yanı sıra enflasyon ve kur dalgalanmalarının da şekillendiği gözler önüne serilmiştir (Dağlaroğlu,2009: 56).

Belli bir dönemden sonra ekonomilerin sermaye girişlerinde daha esnek davranmasıyla finansal şoklara daha duyarlı olduğu gözlenmiştir. Sermaye hareketlerindeki bu serbestlik ve sonucunda kriz dönemlerinde şokların olumsuz etkiler yaratması finansal piyasalara daha çok etki yaratmaktadır. Aşırı kredi genişlemesiyle bankalarda ve özel sektörde yaşanan bilanço bozulmaları yaşanmıştır. Burada ülkelerin hangi kuru uyguladıkları da önemlidir. Çünkü esnek kur uygulayan ülkeler şoklara ve yurt içi piyasaları etkilemesi açısından daha düşüktür. Sabit döviz kuru uygulayan ülkelerde ise piyasaların etkilenmesi daha kaçınılmazdır. Finansal liberalizasyon sonucunda, piyasalar sermaye hareketlerine daha duyarlı ve açık hale getirilmiştir. Sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde sermaye hareketleri olumsuz bir etki yaratmaktadır. Sabit kur rejimini olumsuz yönde etkileyen sermaye hareketleri, makroekonomik politikaların etkinliğini kısıtlarken bilançoda da bozukluklara neden olmuştur (Dell Ariccia ve Ratnovski, 2013).

Gelişen piyasa ekonomilerinde meydana gelen sermaye hareketleri varlık fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Finansal sistemdeki aksaklıklarla ve reel faktörde

oluşan bilanço bozukluklarına neden olan durumlar, genellikle sermaye hareketlerinin artmasıyla oluşan durumlardır. Büyüyen kredilerin cari açıklarda da önemli faktör oluşturduğu da görülmüştür. Bu durumda sermaye hareketlerinin artışıyla tasarruflar azalmış ve yurt içi cari açıklar bundan dolayı artmıştır. Sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkilerini değerlendirecek olursak, dolaylı olarak enflasyon üzerinde bir etkisi olmuştur. Dışa açıklığın yüksek olması, yurt içi talepte dengesizliklere yol açarak cari açığın artmasına ve ülke parasının aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Burada örtülü veya açık enflasyon hedeflemesi politikası kredi genişlemesine ve onun yaratacağı finansal dengesizliklere çözüm olamamıştır. Sonuç olarak, para ve maliye politikaları kredi genişlemesine zemin hazırlamış ve ani duruş tehlikesine yol açmıştır (Bean vd., 2010).

3.2.2. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Krizler Üzerinde Etkileri

1980'lerden sonra, gelişen piyasa ekonomilerinde oluşan ihtiyaç, finansman geliri sağlayabilmek için uluslararası borç veren kurumlara doğru yöneliş gerçekleşmiş ve kamu borçları ön planda tutulmuştur. Gelişen piyasa ekonomilerinin bu tutumu, daha çok dışa açılan sermaye hareketlerinin bir unsuru haline gelmiştir. Uluslararası düzeye gelen bu durum, finansman kaynaklarının daha çok rekabeti arttırmasıyla gelişen piyasa ekonomileri tutum ve politikalarda dalgalanmalar yaşamasına sebep olmuştur. Gelişen piyasa ekonomilerinin bu tutumunda, gelişmiş ülkelerin politikalarının önemli bir payı vardır (Cengiz ve Karacan, 2015: 334).

2008'de ABD'de meydana gelen kredi krizine bakıldığında, finansal ürünlere aktarılan yatırımların kısa vadede finanse edildiği görülmektedir. 1990'larda meydana gelen gelişen ekonomilerin krizlerine bakıldığında ise, 2008 krizine benzer durumlarda, kısa vadeli finansmanların girdilerine benzer olgular karşımıza çıkmaktadır. 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 krizleri bu duruma örnek olarak kamunun ve özel sektörünün kısa vadeli borç oranını gözler önüne sermektedir. Yani kısa vadeli döviz kurlarından yükümlülük taşıyan borçlar, ülkelerin ödeme gücünü zayıflatarak, risk derecelerini arttırmaktadır. 2008 krizine tekrar dönecek olursak,

bankaların elinde bulunan varlıkları satarak, kaldıraç oranlarını düşürmeyi hedeflediklerinde sonuç çok olumlu bir durum doğurmamıştır. Elden çıkarmak istenen varlıkların, normal piyasa değerinin altında bir yol izlemesi ve bu durumda oluşan zarar ve hemen ardından sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Çünkü bankaların menkul kıymetleri ellerinden çıkarmak istedikleri dönemde, normal piyasa fiyatı üzerinden değerlendirmeleri ve bu şekilde ellerinden çıkaramamalarıyla oluşan zararlar, kaldıraç oran çarpanlarını arttırmış ve bilanço dengesindeki kredi değerlerinin azalmasına yol açmıştır. Kredi krizi diye adlandırılan 2008 krizi, sonradan likidite krizine dönüşmüştür. Likidite sıkıntısını yaratan bu süreç, borçluların ellerinden çıkarmak istedikleri varlıkların yüzünden varlık fiyatlarında azalma ve bankaların sermaye durumlarında likiditelerde bozulmalar meydana gelmiştir (Demirel, 2015: 11).

Gelişen piyasa ekonomilerine sermaye hareketlerinin girmesini sağlayan temel kanal aslında faiz oranlarıdır. Gelişen piyasa ekonomilerindeki kriz süreci, genellikle faiz hadlerindeki değişiklikler olarak algılanmaktadır. Çünkü faiz oranları düştükçe, maliyetlerin düşürülmesini sağlayan durum kaldıraçlı işlemlerin oluşmasıyla meydana gelmektedir. Faiz oranlarını düşük algılayan piyasalar, bu durumda riskli politikalar izlemekte geri kalmamışlardır. Bu şekilde oluşan zincirleme olaylar, makroekonomik politikaların gidişatında ciddi problemlerle karşılaşılmasına neden olmuştur. En önemli faktör olan cari işlemler açığı da makroekonomik performansların kötü gidişatından dolayı, yabancı fon piyasalarına aktarılmasıyla sonuçlanmıştır (Elekdağ ve Wu, 2011).

3.2.3. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ekonomiler Üzerindeki Etkileri

2008 krizinde, gelişmiş ekonomilerin, gelişen piyasa ekonomilerine olan etkilerine baktığımızda, gelişmiş ekonomilerin genişletici politikalarıyla beraber küresel likiditenin artması, sermaye hareketlerinin küresel anlamda daha büyük bir alana yayılmasına neden olmuştur. Bu durum geleneksel olmayan politikalarının gelişmiş ülkelerde uygulandıktan sonra, gelişen piyasa ekonomilerinde sermaye hareketlerinin artmasıyla sonuçlanmıştır. Faiz oranlarındaki düşüşler, kriz sürecinde küresel olarak yayılmaya başladığında ise gelişen piyasa ekonomilerine olan yatırımların artmasına ve riskli yatırımlar yapılmasına neden olmuştur. Krizlerin küresel boyuta yayılmasında,

gelişmiş piyasa ekonomilerinin oluşturduğu bazı faktörler bulunmaktadır. Bunlar genelde dış faktörler olarak değerlendirilmektedir. Kaldıraç oranları, para politikalarının istikrarlılığı, varlık fiyatları ve krediler aynı zamanda sermaye hareketliliği ve küresel likiditeyi etkileyen faktörler dış faktörler olarak adlandırılmaktadır. Örneğin, FED ve diğer gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, genişletici para politikalarını uyguladıklarında ülkelerinde finansal bir aksaklık oluşurken, gelişen piyasa ekonomilerinin merkez bankalarında bu durumdan kaynaklanan finansal riskler meydana gelmiştir. FED'in buradaki tutumu, varlık fiyat alımlarıyla, varlıkların fiyatlarını yükseltmiş ve bunun sonucunda da, kısa dönemli olarak tüketimi olumlu etkilemiştir. Fakat bu durum uzun dönemde faizlerin düşüş göstermesiyle yatırımları olumsuz etkilemektedir. FED'in miktarsal genişleme politikaları varlık fiyatlarının artmasıyla faiz oranlarını düşürürken, diğer ülkelerde de duruma paralellik göstermiş aynı şekilde varlık fiyatlarında artma, faiz oranlarıyla düşme meydana gelmiştir. Anlatılmak istenen durum, FED'in uyguladığı politikaların gelişen piyasa ekonomileri üzerinde nasıl bir algı yarattığını göstermektedir. Sonuç olarak, dış finansmanlı ekonomilerin ve sermaye hareketlerindeki gelişmelere daha duyarlı ve esnek olan ekonomilerin, FED'in uyguladığı kararlardan etkilenmesi kaçınılmazdır (IMF,2014b).

Uzun dönemde genişletici para politikalarının finansal risk artışları oldukça yüksektir. Firmalar risk üstlenici kararları almış ve varlık fiyatlarında meydana gelen artışlar sonucunda kaldıraç oranlarının yükselmesine neden olmuşlardır. Risk üstlenen kararların en büyük nedeni FED'in kullanmış olduğu genişletici para politikalarıdır. Bu gevşek politikaların uygulanma sebebi faizler üzerinde düşüş isteğidir. Firmalar yatırım yaparken, faiz oranlarındaki düşmelerden dolayı ellerinde nakit tutmak istememişler ve bu durumda da riskli yatırımlara talep artmıştır. Daha açık bir ifadeyle, gelişmiş ülkelerdeki merkez bankalarının gevşek para politikalarından dolayı faiz oranlarının düşmesiyle oluşan durum, ülkelerde riskli yatırımların artmasına ve riskli kararların alınmasına sebep olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerini etkileyen faktörler üzerinde çok fazla araştırmalar yapılmaktadır. Temel faktör küreselleşme olarak nitelendirilmektedir. Küresel likiditenin artması ve gelişmiş ülkelerde düşen faizler sermaye hareketlerinin gelişen piyasa ekonomilerine akımını hızlandırmaktadır. Yurt içi faktörler gelen sermayenin yönünü belirlemede etkilidir. Örnek olarak, küresel sermaye

tercihi, gayrimenkul veya firmaların bonolarına yönelik olarak yatırımları faktörler olarak birçok kanalın olduğunu göstermektedir (Dağlaroğlu, 2009: 55).

3.2.4. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketlerinin Varlık Fiyatlarına Etkileri

Uluslararası bankacılık faaliyetlerine bakıldığında, sermaye hareketleri küresel boyutta önemli bir yere sahiptir. Aynı zamanda finansal piyasalarda belirli bir ürünün belirli bir zaman içerisinde fiyatında yaşanan oynaklıklara neden olmaktadır. Bu durumlara volatilité kavramıyla açıklık getirmek gerekmektedir. Bu süreçte oynaklık olarak nitelendirilen volatilité oldukça yüksek olmuştur. Burada sermaye hareketlerini etkileyen birçok faktörlerden bahsedilebilmektedir. Bunlar bankacılık faaliyetleri, para politikalarının duruşu, belirsizlikler, küresel risk iştahları gibi faktörler olarak sıralanmaktadır. ABD ve Euro bölgesindeki getiri oranlarıyla sermaye oranları arasında negatif bir bağlantı olduğu gözlenmektedir. Sermaye hareketleri bankaların sermaye hareketlerini azaltmış, banka dışı sektörlerde de sermaye hareketlerin azalmasına neden olmuştur. Banka ve özel sektör sermaye hareketlerinin engellemesini sağlayacak politika esnek döviz kuru sistemidir ve bu durumda esnek döviz kuru sermaye hareketlerine yönelik politikalarında bu durumu engelleyebilmeyi başarabilmiştir (Cerutti, 2014).

2008'den sonra gelişen piyasa ekonomilerinde kredi genişlemesi büyük bir etki yaratırken, finansal krize götüren en büyük nedenlerden biridir. Çünkü varlık fiyatlarının artmasını sağlayan en büyük sebep, borçlanmaların kredileriyle kapatılmasıdır. Bu duruma, Çin'i örnek gösterecek olursak, Çin'de kredi genişlemesi ve varlık balonlarının artışı nedeniyle büyüme, 2011'da %10,6 iken, 2012'de %7,7'ye gerilemiştir. Latin Amerika'da da buna benzer bir durum meydana gelmiştir. Kredi genişlemesiyle, bankalar kredilerini azaltma kararı almıştır. Brezilya'da ise hükümet, kredi verme konusunda kısıtlamalar getirdiğini açıklamıştır (Onaran, 2013).

Varlık fiyatlarındaki bu durumlar her zaman aynı olmamaktadır. Asya krizindeki durum daha tehlikeli sonuçlar doğurmuştur. Ekonomilerde genellikle artan krediler ve varlıklarda balon oluşumu, ekonomilerin iyimser beklentiler içerisinde girmesiyle ve finansal piyasalarda politika belirsizlikleriyle meydana gelmektedir. Varlık fiyatlarındaki

artışlar, kredilerin genişlemesiyle oluşan teminatların artışına sebep olmaktadır. Teminatların artışıyla borçlanmalar kredilerle sağlandığında ise, tekrar varlık fiyatlarında artış meydana gelmektedir. Bu durumda oluşan kredi genişlemesiyle beraber ödenmeyen krediler oluşmakta ve varlık fiyatıyla beraber tekrardan teminatların fiyatı düşmektedir. Kredi arzında azalmalar sonucunda ise finansal kurumların bilançolarında sıkıntılar ortaya çıkmaktadır. Bilançolarda oluşan sıkıntıların giderilmesi için, daraltıcı politikalara yönelik gerçekleşmekte ve bu durumda krediler ve yatırımlar azalmaktadır. Küçülmeye giden ekonomiler makro istikrarsızlığını gidermek için risk artırıcı kararlara başvurmaktadır (Claessens ve Köse, 2013).

Sonuç olarak, sermaye hareketleri banka ve finansal sistemde oynaklıklarla beraber kırılmalara sebep olduğundan dolayı, varlık fiyatları ve kredi genişlemesi üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. Kırılmalara beraber risk alma kanallarında meydana gelen durumlara sebep olan şey, kaldıraç oranlarıyla varlık fiyatları arasındaki bağlantıdır. Çünkü faiz oranlarının düştüğü durumlarda varlık alımlarında risk iştahı politikalar uyguladıkları kaçınılmazdır. Bankacılıkta küresel kriz durumlarında esnek döviz kuru bile olsa, merkez bankalarının faizler üzerindeki etkilerini düşürmektedir. Bu durumda karar merci olan kurumlarda aşırı risk alma olgusu, kaldıraçlı işlemlerin yapılmasını her zaman yükseltmiştir. Bu da varlık balonlarındaki artışa ve maliyetlerin artışına sebep olmuştur. 2008 Küresel krizinden sonra değerlendirilen bu durumlardan yola çıkarak, politikalarla beraber ekonomik sistemin sadece fiyat istikrarı üzerine kurulmaması gerektiğini göstermiştir. Makro ihtiyati politikalara geçişin gerekliliği anlaşılmaktadır (IMF, 2013b).

4.BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KREDİ GENİŞLEMESİ VE ARTAN SERMAYE HAREKETLERİNİN İNCELENMESİ VE MAKRO POLİTİKA YAKLAŞIMLARI

Günümüzde tartışma konusu olan finansal serbestleşme, Türkiye açısından değerlendirildiğinde, finansal piyasaların dönüşümleri büyük krizlere neden olmuştur. Özellikle 1990'lardan sonra, serbestleşme eğilimleri, küreselleşmenin etkisiyle, gelişmekte olan ülkelerde sıkıntılı bir sürecin oluştuğunu göstermiştir. Para ve kur ilişkisiyle meydana gelen krizler ve bankacılık sektöründe oluşan krizlerde, Türkiye ekonomisine reel kesim üzerinden problem oluşturacak bir süreç oluşturmuştur. Sermaye hareketlerinde serbestliğin yaygınlaşmasıyla, gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımlarında oluşacak büyük artışlar meydana getirmiştir. Büyümenin hızlanmasıyla bankacılık sektörünün finans piyasalarında derinlik söz konusu olduğu ve aynı zamanda uğraşların olumsuz sonuçlar doğurmasıyla finansal kırılganlıkların büyük ölçüde ülkeyi etkilediği gözlenmiştir (Çolak, 2007: 189).

Türkiye'nin sermaye hareketleri değerlendirildiğinde, döviz rezervleri / GSYİH oranı, Brayson ve Miller'a göre kırılganlık endeksini ifade etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında bu oranın en yüksek olduğu ülke Türkiye'dir. Bu oran, krizlere olan kırılganlığın daha büyük olmasını ve yurt içi kredilerin genişlemesiyle birlikte, performans olarak kötü gidişatı göstermektedir. Yurt içi büyüme oranı, genellikle kredi genişlemesinin sonucu olarak açıklansa da, bunun yanı sıra büyüme, cari açığın artmasına sebep olmaktadır. Tablo 4.1.'e bakıldığında, 2009-2013 arasında yaklaşık %22 büyüme oranı ile Türkiye, Endonezya, Hindistan ve Arjantin güçlü büyüyen ekonomiler arasında yer almaktadır. Cari açıkta, tablodaki gelişmekte olan ülkeler arasında en kötü duruma sahip olan ülke Türkiye'dir. (Brayson ve Miller, 2013).

Tablo 4.1. Seçilmiş Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Kırılganlık Göstergeleri

Ülke	Rezerv/GSYİH	Reel Döviz Kuru (2009-2013% değişim)	Reel GSYİH (2009-2013% değişim)	Özel Sektör Kredileri/GSYİH (2009-2013% değişim)	Cari Açık/GSYİH
Kolombiya	9,50	19,60	15,30	8,90	-3,20
Arjantin	7,70	28,40	21,10	5,00	-0,80
Endonezya	12,10	7,60	20,20	7,20	-3,40
Türkiye	12,50	-4,50	21,30	17,90	-7,40
Brezilya	16,10	16,10	11,40	19,50	-3,40
Hindistan	14,20	-2,30	21,30	4,20	-4,40
G.Afrika	10,70	6,60	9,40	-1,00	-6,10
Şili	14,80	8,10	18,10	2,50	-4,60
Tayland	46,80	4,80	14,90	31,20	0,10
Polonya	20,50	2,80	10,60	3,40	-3,00

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

4.1. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye ekonomisinin geçmiş analizine bakıldığında, krizlerin Türkiye ekonomisinde nasıl bir süreç izlediği daha net görülmektedir. Küresel krizlerin yanı sıra, Türkiye'de uygulanan politika kararlarından dolayı kriz meydana gelmiş 1958, 1979 borç krizi, 1994 ve 2001 krizlerini görmek mümkündür. 79 krizini kısaca tanımlamak gerekirse, kendi politikalarımızdan oluşan hataları ve politika tedbirleriyle 1980 kararlarını oluşturacak bir süreç yaşanmıştır. 24 Ocak 1980 kararlarından sonra, ithal ikameci bir politikadan, ihracata dönük bir kalkınma politikası oluşturulmak istenmiştir. Bu yapılanmada istenilen durum, banka sayılarında artış sağlamak, bankaların bilançosunda oluşacak aktif büyüme ve faiz oranlarında piyasada belirlenecek kararın uygulanmasıdır. Aynı zamanda amaç, emek ve mal piyasalarının yanı sıra, döviz, sermaye ve para piyasalarındaki durumların gelişmesini sağlamak olmuştur. Türkiye bununla birlikte, 1980 kararlarından sonra finansal serbestleşmenin temelini atmıştır. 1980 kararlarından sonra, meydana gelen finansal serbestleşme süreci, ardından 1994 ve 2001 krizlerini meydana getirmiştir. Bu kararlardan sonra makro politikalarda meydana gelen bozulmaların oluşmasında, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi neden olmuştur (Çolak, 2007: 190).

4.1.1. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Küreselleşmenin hızla yayılması, sermaye serbestliğinin daha yaygın hale gelmesi, gelişmekte olan ülkeler için hisse senedi piyasasındaki karlılık ve doğrudan aktarılan sermaye hareketleri boyutunda cazip hale gelmiştir. Burada küreselleşme, iki yönlüdür. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı olabildiği gibi aynı şekilde gelişmiş ekonomilere de sermaye hareketliliği yaşanmıştır. Sermaye hareketliliğinde ülkelerin ekonomik büyüme açısından düşündükleri şey, getirinin yüksekliği ve risk olgusunun nasıl yönetileceğidir. Risk faktöründe küçüklük büyüklük kavramı temel alınırken, bu faktörlerin oluşmasından sonra sermaye hareketleri riskin fazla olduğu yöne kaymıştır (Eğilmez, 2008: 44).

Dünyada oluşan değişimlerin ardından, İkinci Dünya Savaşı ile 1970’ler arasındaki süreçte, yeni teknolojik gelişmelerin oluşması ve hammadde fiyatlarındaki ucuzluklar, ekonomilerde genel bir genişleme politikası olarak gözlemlenmiştir. Bu durum, Bretton Woods ve Dünya Bankası’nın kurumsal yardımları ve finansal işleyiş yönünde dünya konjonktürü açısından iyi politikalar sergilemesine yardımcı olurken, 1970’lerden sonra hammadde üretiminin emek piyasasında düşmesi ve bunun sebebiyet verdiği hammaddenin artışıyla kar oranlarındaki azalmalar büyüme oranlarında düşüşlere neden olmuştur. 1970’li yıllarda yaşanan uluslararası sermaye akımlarıyla beraber, kurumların bu politikalarla işleyişinin zorlanmasına neden olurken, sermaye akımlarıyla ülkeler yeni politikalar ve ekonomiler açısından değişimlere doğru bir süreç yaşamıştır. 1970’lerden sonra, gelişmiş ülkelerin yatırımları reel yatırımlardan vazgeçen ve finansal yatırımların oluşmasına neden olmuştur. 1980’li yıllarda tamamen uluslararası sermaye hareketliliğinin yaşandığı süreçler meydana gelmiş, bu durum gelişmekte olan ülkelerde ekonomilerinde dış borç kavramını büyütmeyle birlikte, makroekonomik politikalarda bozulmalara neden olmuştur. Türkiye’nin de içinde bulunduğu durumu daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse, gelişmekte olan ülkeler dış şokları en az zararlı atlatılmak için yurtdışı borçlanmayı tercih etmek yerine, dış finansmanlı yabancı yatırımların oluşumuna izin vererek portföy yatırımlarına teşvikleri arttırmıştır. Bu yüzden, iktisadi politikaların köklü değişiminden bahsetmek mümkündür. Devlet otoritesinden uzaklaşan ekonomi politikaları yerini, liberal politikalara kaydırmıştır. Bu sayede dışa açık ekonomi modeli oluşurken, sermaye hareketlerinin oluşumuna daha

cazip gözle bakmış ve böylelikle sermaye hareketlerinin ülkelerde giriş çıkışında kolaylık oluşturmasıyla sermaye hareketlerinin hacmi büyümüştür. Yeni ekonomik politikaların ve sermaye hareketlerinin hızlı bir büyüme hacmi göstermesi, böyle bir süreç izleyerek gelişmiştir (İnandım, 2005: 10).

4.1.2. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Boyutları

1980 kararlarından sonra, Türkiye’de oluşan sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle beraber, dış ticaret ve kambiyoaların serbestleşmesi ve bununla birlikte sermaye hacminde liberalleşen süreçle artışların yaşanmış olması gözle görülür bir durumdur. Ve bu durum 1980’li yılların ilk yarısında göreceli artsa da, ikinci yarıdan itibaren büyük bir artış gözlenmiştir. 1980 ile 1984 yılları arasında sermaye hareketlerinde oluşan ortalama 561 milyon dolarken, 1985 ile 1989 yılları arasında bu ortalama 1,465 milyon dolara ulaşmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye’ye ikinci yarısından sonra hızla girmesi gözlenmiştir. Tablo 4.2.’de verilen değerler, Türkiye’de 1990’lı yıllardan sonra oluşan sermaye hareketlerinin yıllık hacmi olarak önümüze çıkmaktadır. 1990 yılından sonra gözle görülür bir artış söz konusudur. 1991 ile 1994 yılları arasında, net sermaye çıkışlarını da hesaba kattığımızda 1990 ve 1996 yılları arasındaki sermaye hacmi 3,469 milyondur. Sermaye hareketlerindeki oluşan artışların sıçrama niteliğinde olduğu net bir şekilde görülmüştür. Hacimsel artışın yanı sıra, sermaye hareketlerinde dalgalanmalarında görüldüğü gözlenmiştir. 1991 ve 1994 yılları arasında sermaye girişinden değil, sermaye çıkışından söz etmek mümkündür. Bu durumun sebebi ise, Türkiye açısından önemli tarihleri gösteren bu yıl, 1991’de Körfez Savaşı’nın yaşandığı yıldır. Aynı zamanda 1994 yılında ise Türkiye’nin kriz dönemi yaşadığı yıldır. Bunun dışında, Türkiye’de artan sermaye hareketleri, dünya ekonomisiyle paralellik gösteren bir süreç izlemiştir. Çünkü 1990’lı yıllardan sonra küreselleşmeyle beraber, ülkelere sermaye hareketlerinin hızlı bir giriş yapması ve bu durum 1996 yıllarında en üst seviyeye gelmesiyle açıklanmaktadır (Berksoy, Saltoğlu, 1998: 48).

Tablo 4.2. Türkiye’de Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kısa Dönemli Sermaye Hareketleri	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713	5922	1606
Portföy Hareketleri	547	623	2411	3917	1158	237	570	1152
Doğrudan Yatırımlar	700	783	779	622	559	772	612	-
Diğer Uzun Dönemli Sermaye Hareketleri	-210	-783	-983	1370	-784	-79	1636	1587

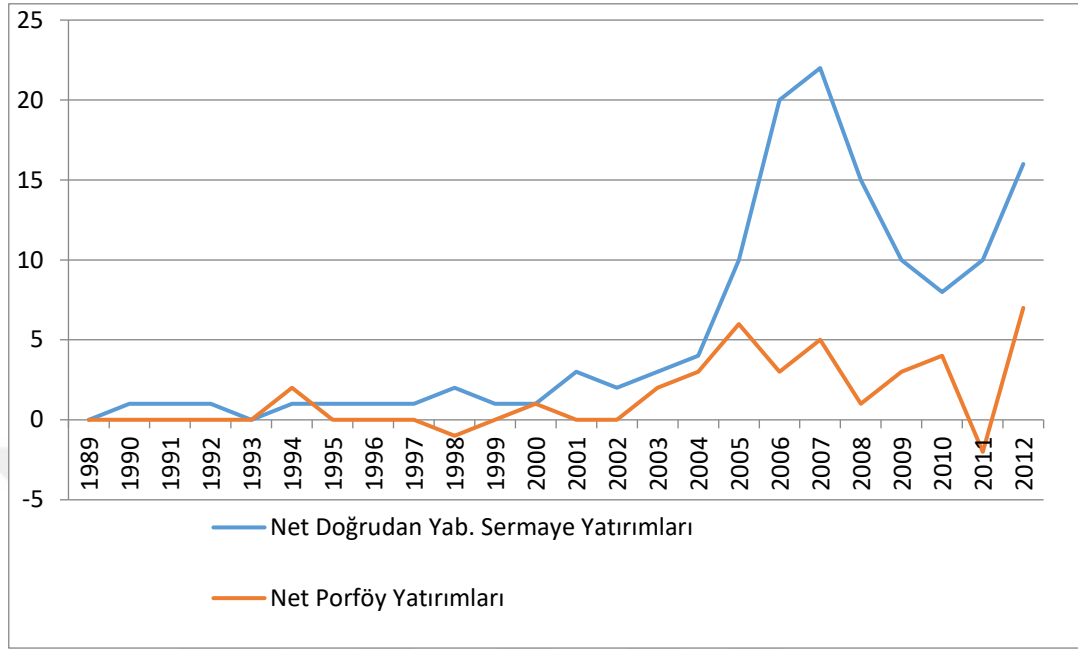
Kaynak: TCMB Üç Aylık Bülten:1997 Yılı'nın İlk Altı Ayını Kapsar.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestliği özellikle dış ticaret ve bilanço esasına bakıldığında kur rejimi üzerine ilişkin olduğu gözlemlenebilmektedir. 1980 kararlarından önce uygulanan kontrollü bir politika izlerken, 1980 kararlarından sonra alınan kararlar, yerli paranın değerini düşüren yabancı paranın yerli para değerini artıran bir esnek politikaya yöneldiği görülmektedir. Ticari faaliyetleri göz önüne aldığımızda, bu faaliyetler sonucu karşılık olarak döviz rezervlerinin bankalarda mevduatların tutulmasına olanak sağlanmıştır. 1989’dan sonra ise belli başlı tüm kısıtlamalar kalkmış ve finansal serbestliğin en üst seviyesine ulaşılmıştır. Yerleşik olmayanlara döviz mevduat hesabı açılmış ve bu durum bankalar açısından bakıldığında ise, özel dış borçlanmanın önü açılmıştır. Burada finansal serbestliğin kur rejimi üzerinde etkilerini görmek mümkündür. Aynı zamanda finansal serbestliğin faiz politikaları üzerinde de değişikliğe gidilmesi kararları alınmıştır. 1980’den sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açılarak, yeni finansal araçların ve rekabetçi bir duruma zemin hazırlayarak kaynak dağılımlarının daha etkin bir şekilde dağıtılmasına karar verilmiştir. Yeni kurulan kurumlarla birlikte olanakların sadece banka kredilerinden değil aynı zamanda başka finansman kaynağı sağlayabilecek yeni olanaklar üretilmeye çalışılmıştır. Sermaye hareketliliğinin sonuç olarak Türkiye’de oluşturduğu ekonomik zemine bakıldığında, bazı iktisatçılara göre, krizlerle değerlendirilmesinin önü açılmıştır. Sermaye hareketliliğinin sonuçlarında finansal krizlerle ilişkisinin yoğun olarak hissedildiğini gözler önüne seren tartışmalar yaratan bir süreç oluşmuştur. Çünkü bu durumlar finansal serbestliğin yanı sıra, sermayenin maliyetini arttırmıştır. Finansal kesimle, reel kesim arasındaki ilişkinin zayıfladığını düşünen tartışmaların ardından liberalleşmeyle beraber Türkiye açısından sermaye kısıtında çok fazla gelişmeler yaratılmadığı tartışmalara eklenmiştir. Sonuç olarak, Türkiye, yabancı sermayelerden umduğunu bulamamıştır. Sermaye hareketliliğinin Türkiye ekonomisinde beklenen bir durumu ortaya koymadığı

anlaşılmaktadır. Sermaye akımlarıyla beraber ülke ekonomisine giren yabancı dolaysız sermaye, ülke ekonomisinde büyüme oranlarını etkilemediğini göstermektedir (Kula,2003: 146).

Finansal serbestleşmeyle beraber, Türkiye’de oluşan sermaye girişleri ile cari işlemler açığının finanse edilmesi, paranın değerlendirilmesi ve sermaye hareketlerinin tersine dönmesiyle tekrar eden bir sürece girmiştir. Finansal açığın oluşması da 1994 krizine neden olmuş aynı zamanda yüksek faiz oranlarına sebep olan kamu açıklarının oluşması ve bu durumda yine döngüsel bir süreci karşımıza çıkaran sermaye hareketleri TL’nin değer kazanmasına ve yine cari açıkların oluşmasına neden olarak 1994 krizi yaşanmıştır. Grafik 4.1.’de bakıldığında, Türkiye’de sermaye hareketlerinin bileşenlerini izleyen süreci göstermektedir. 2005 yılından sonra, yabancı sermaye girişleri hızlı bir şekilde artış göstermiştir. Bu durum 2008 yılına kadar devam etmiştir. Sermaye hareketleri 2001 yılında yaşanan krizden dolayı en düşük seviyesine gelmiştir ve dalgalı durum sergilemiştir. Bu durumun sebebi ise, 2008 küresel krizidir. Net portföy yatırımları ise Türkiye’de 1994 ve 2001 krizlerinden dolayı azalış göstermiştir ve 2001’den sonra tekrar artış yaşanmıştır. Türkiye bu durumlardan dolayı, cari işlemler açığını yaşarken aynı zamanda da yatırımcının duyarlılığındaki ani değişimler yüzünden savunmasız bir durum yaşamıştır. Sonuç olarak, istikrarda dalgalanmalar yaşayan Türkiye, 2012 yılından sonra toparlama sürecine girmiştir Portföy yatırımları ise 1994 ve 2001 yıllarında azalsa da, 2002 yılından sonra artmıştır. Aynı zamanda 1990’lı yılların sonuna gelindiğinde, ülkede döviz kuruna bağlı bir ekonomi modeline yönelmesi, faiz ve enflasyon oranlarında bir iyileşme olarak ve bu durumdan dolayı ilk etapta başarılı bir süreç olarak değerlendirilse de, ilerleyen zaman diliminde tüketimin yüksek bir artış göstermesiyle cari açığın gözle görülür oranlarda oluşmasına neden olmuştur. Sermaye girişlerindeki sürdürülebilir durum ise, bankacılıkta açık pozisyonların kısa vadede dış finansmanlı olarak kapatılmasına neden olmuş ve 2000 yılından itibaren, sermaye girişinde ve portföy yatırımlarında azalmalar meydana gelmiştir. Bu süreç, makroekonomik politikaların artık yetersiz olmasıyla sonuçlanmış ve kurumsal yapılarda bozulmalar meydana gelmiştir (Cengiz. Karacan,2015: 335).

Grafik 4.1. Türkiye'ye Net Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları (Milyar ABD doları)



Kaynak: Worldbank.org, 2013, World Bank, 2014, Berksoy, Saltoğlu, 1998.

4.1.3. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Sonuçları

Sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelere doğru kayarken, yatırımlara kaynak oluşturarak, ekonomik büyüme, faiz oranları, dış ticaret açıkları ve bütün ekonomik koşullara etkilerinden dolayı, çok fazla tartışılan konulardan biridir. Olumlu faktörler olarak değerlendirildiğinde, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere büyüme oranlarında artış sağlamış yüksek faiz oranlarıyla beraber, kısa dönemli fon kaynaklarının ülkeye girişiyle ekonomilerde olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Fakat bu durum sermaye hareketlerinin tersine dönüşlerde meydana getirdiği olumsuz durumları kapatmaya yaramamıştır. Türkiye’nin de içinde bulunduğu bu süreçte, sermaye hareketleri uzun dönemde düşünüldüğünde makro politikaların istikrarını bozarak krizlere neden olmuştur. Bu olumsuz durumun aksine, Türkiye’de oluşan sermaye hareketleri tıpkı diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşandığı gibi, dış finansman durumunda yabancı kaynakların ülkeye girişiyle döviz rezervlerinde yarattığı artışlar, ülkede ekonomik büyümeyi gerçekleştirdiği durumu da gözler önünde bulundurmak gerekmektedir (Takım, 2016: 57).

Büyüme oranlarıyla sermaye hareketleri arasındaki bu olumlu ilişkiye bakıldığında, finansal sistemde oluşan fon miktarının ve yurtiçi kredilerin artışı meydana getirerek toplam talebi hareketlendiren bir durum oluşmaktadır. Bu durumda artan sermaye girişleriyle ekonomik büyüme arasında olumlu ilişkiyi oluşturmaktadır. Çünkü yurt içinde tasarruflardan daha çok yatırımlar yapılmakta aynı zamanda üretimde dalgalanmaların daha ılımlı bir süreç haline gelmesini hızlandırmaktadır. Doğrudan ülkeye giren sermaye hareketlerinde, yabancı yatırımlar olarak bakıldığında reel ekonomiyi canlı tuttuğu gözlenmiştir. Aksi durumlarda ise, tüketimi etkileyen sermaye hareketleri, tüketim mallarının ithalatı karşısında ödemeler dengesini olumsuz yönde etkilediği görülmüştür. Artan ödemeler dengesizlikleri ise, kısa dönemde sermaye akımıyla karşılandığında ortaya çıkan sonuç makroekonomik politikaların krizlerle karşılaşması olacaktır (Cengiz ve Karacan, 2015: 339).

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen sermaye hareketleri, krizleri de meydana getiren sebepleri oluşturmuştur. Sermaye akımlarını sıcak para akımları olarak nitelendirildiğinde, kısa zamanlı sermaye hareketleri ülkede dalgalı bir durum sergilemesine ve istikrarsızlığa neden olmuştur. Yüksek oranlı faiz getirisi olan sermaye akımları sıcak para olarak düşünüldüğünde ülkede ilk etapta piyasaların daha canlı olmasını sağlayabilmektedir. Fakat Türk parasının aşırı olarak değerlendirilmesi ithalata ihracat arasındaki ilişkiyi olumsuz yönde etkilemektedir. İthalatın ucuz hale gelmesi, ihracatın gerilemesi arasında oluşan cari işlemler açığını meydana getirmiştir. Bazı tarihlerde ise ülkeye giren sermaye hareketlerinin ani bir duruş sergilemesiyle beraber, ülkenin para değerinin düşmesine neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketleriyle beraber dışa açık ekonomi haline gelmiştir. Sonuç olarak reel faiz ve döviz kuru arasında dengenin bozulmasına neden olan bu durum, kriz süreçlerine neden olmuştur. (Eser, 2012: 75).

Türkiye’de meydana gelen finansal serbestleşme süreci, portföy yatırımlarıyla beraber iktisadi kalkınma politikalarına sınırlama getirerek olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Portföylerin sınırlama getirmesinin nedenleri, portföyün dönüşümlü risk algısını yaratan bir durum olarak karşımıza çıkarmaktadır. Çünkü portföy yatırımları, ülkelerin dış finansmanlı gelir elde ettikleri politikaları tekrardan gözden geçirmesine sebep olmaktadır. Bu durumda yabancı sermayenin güvenilirliğini kazanması ve ülkedeki

tekrar eden dağıtımında risk oluşturmaları ülkelerde kısıtlama faktörünü doğurmuştur. Ülkelerin kur riskini tekrardan gözden geçirilme durumunda bırakan risk faktörü en çok da para politikası üzerinde bir baskı yaratmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde olumsuz nitelikler olarak karşımıza çıkmaktadır (Cengiz ve Karacan, 2015: 340).

4.2. TÜRKİYE'DE KREDİ GENİŞLEMESİ VE SON DÖNEM PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI

2008 yılındaki küresel finans krizinden önce, makroekonomik problemler, geleneksel para politikalarıyla aynı zamanda bilançolarda oluşan kur ve vade uyumsuzlukları bilanço çerçevesinde değerlendirilip sorunlar giderilmekteydi. ABD'de meydana gelen konut kredilerini konu alan küresel krizden itibaren finansal sistemden sonra çarpıklıkları daha fazla görülmesine neden olmuştur. Bu süreçte gayrimenkullerin bilanço dışına çıkarılması finansal küreselleşme adı altında daha çok yayılmasına ve krizin genişlemesine neden olmuştur. Krizin koşullarla beraber daha çok kaldırıcı işlemler üzerinden ters etki yaratması finansal sistemde deflasyon oluşturmakla beraber aynı zamanda bilançolarda oluşan kırılmalıkların birçok bankayı iflasın eşiğine getirmiştir. Burada oluşan bu sorunların ardından para politikalarındaki değişimlerin gerekliliğinden bahsedilmiş, kaldırıcı işlemlerin ve gölge bankacılık faktörünün daha çok tedbir gerektiği vurgulanmıştır. Küresel krizden önce makroekonomik politikada temel hedef olarak görünen fiyat istikrarı kendiliğinden yerine gelebilir düşüncesi hâkimken, krizden sonra gelişmiş ülkelerde uygulanan miktarsal gevşeme politikası Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri sermaye hareketlerine daha çok maruz bırakmıştır. Oluşan bu politika sıkışıklığı, fiyat istikrarıyla beraber çıktının istikrar sağlaması değil, bununla beraber ek politika arayışlarının da olması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. IMF'nin Türkiye raporunda bahsettiği risk kavramına göre, kaldırıcı oranlarının giderek arttığı ve yabancı kaynakların özel sektörün döviz yükümlülüğünü arttırmış olduğu görülmüştür. 2008 sonrasında krizle beraber meydana gelen küresel likiditenin politikalar üzerinde ne gibi değişkenler yarattığı ve politikalarda meydana gelen tedbirlerin de artırılması gözle görünen bir gerçektir. (Aydın,2015: 6)

Dünya ekonomisinin farklı ekonomik boyutları incelendiğinde, Türkiye'de de para politikalarında değişimler meydana gelmiştir. Para politikası amaçları, küresel

ekonomi değişimlerinden etkilenerak, amaçların ve ekonomide değişimin baş şartlarını oluşturmuştur (etin, 2016: 68).

4.2.1. 2008 Küresel Krizinin Türkiye zerindeki Etkileri

2008 yılının son çeyreğinde ABD’de meydana gelen ve daha sonra finansal yaygınlaşması giderek derinleşen 2008 krizinin Türkiye zerindeki etkileri önemlidir. Birçok kurum ve kuruluşların iflas ettiği bu dönemde oluşan güven problemleri, küresel boyutta yaygınlaşmasını daha derin bir hale getirmiş ve gelişmekte olan ülkeleri resesyon dönemine sokmuştur. Ekonomik daralmaya sebep olan bu kriz büyüme oranlarını giderek kltmş aynı zamanda yatırım ve tüketim oranlarında da azalmalar meydana gelmiştir. Bu daralmalarla birlikte Türkiye’de GSMH büyüme oranlarında, 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren oldukça gerilemeler yaşanmıştır. İktisadi faaliyetlere baktığımızda, bu durum ihracata dayalı sanayi faktörlerinde daha derinden etkilenmiştir. İş gücünde meydana gelen düşüşler, 2008 ile 2009 yılında büyük problemler oluşturmuştur. Küresel krizin derinleştiği bu aralıkta, iş gücü piyasasında olumsuz giden süreçten dolayı talep belirsizlikleri meydana gelmiş ve üretim faaliyetleri git gide yavaşlamıştır. İş gücü piyasasında meydana gelen bu olumsuz durum elbette ücret gelirlerinde de gerilemelere neden olmuştur. İstihdamın bu süreçte yarattığı belirsizlik talep ve enflasyon görünümünü de ciddi bir ekonomik problem haline getirmiştir. İstihdamın ve işsizliğin oranlardaki kötü gidişatı toplam ücret ödemelerinde baskı meydana getirmesiyle yurt iç talebi ve harcanabilir gelir engellenmiştir. Bu durum krizin enflasyon kanalıyla talep üzerindeki etkisini göstermektedir. Maliyet kanalına bakıldığında ise, toplam talebin giderek düşmesi, finansal sistemdeki gerilemeyle birlikte firmalarda kullanılmak istenen kaynağın sınırlanması ve verimliliği giderek düşürdüğü gözlemlenmiştir. Toplam talep üzerinde korunmak istenen durumun işgücü ve ücretler üzerinde ayarlanması gerekliliği ortaya çıkmıştır. (ztrk ve Gövdere,2010: 385).

Küresel kriz, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde gözlemlenen artışlar, genellikle kredi notunun düşük olduğu ülkelerde gözlemlenmiştir. Bu durum Türkiye açısından ters bir durum olarak gözlemlenmektedir. Türkiye’de risk primlerinde artışlar meydana gelmeyerek bu artışlar belli bir oranda sınırlı tutulmuştur. Çünkü risk primlerindeki artışların fazla olduğu ülkeler, bu süreçte faiz indirimine giderek çözüm

bulmaya çalışmışlardır fakat Türkiye açısından faiz indirimlerini değerlendirdiğimizde ise, Türkiye’de döviz borçlarının daha az olması ve risk primlerinde düşüşün çok fazla yaşanmamasıyla sınırlı kalması, faiz indirimlerinde TCMB’ye imkân sağlamıştır. Talepte oluşan sert durgunluk, TCMB açısından daha fazla faiz indirimine gidilmesi gerektiğini göstermiştir. Faizlerde yapılan çok fazla indirimler enflasyon politikasında hedeflerin tekrardan gözden geçirilmesi gerekliliğini göstermiş ve enflasyon politikalarının aşağıya çekildiği görülmüştür. Bu durumda aşağı çekilen enflasyon oranları, gelişmekte olan ülkelerde daha sert bir düşüşü göstermektedir. Enflasyon oranındaki bu sert düşme, talep yönünde ciddi bir şekilde daralmaları meydana getirmiştir. Aynı zamanda daralmalarla beraber emtia fiyatlarında azalmalar oluşurken mali yapılanmada ise vergi indirimleri yaşanmıştır. Krizlerin ülkelerin para birimlerindeki değişimlerine bakıldığında ise, TL’nin oynaklık bazında en çok değişim gösteren para birimi olduğunu söylemek mümkündür. Diğer ülke para birimleriyle kıyaslamak gerekirse, risk iştahına yönelik en çok düşüşün yaşadığı para birimi TL olmuştur. Firmaların borç kısmı TL açısından değerlendirildiğinde ise, borçların TL cinsinden olması kur rejiminde oluşacak riski biraz da olsa engellediği gözlenmiştir (Öztürk ve Gövdere,2010: 385).

2001 krizinin hemen ardından, finansal serbestliğin yoğunlaşmasından dolayı ucuz kredilerin ülkelere girişi de kolaylaşmıştır. Türkiye açısından düşündüğümüzde ülkeye rahatlıkla giren sıcak para ilk etapta çok cazip görünse de dış açıkların artmasına yol açmıştır. Bu dış borç olarak nitelendirilen, özel sektörün borcunu oluşturmuştur ve 2002’de yaklaşık 130 milyar dolar olan borç, 2008’in sonunda yaklaşık 160 milyar dolara kadar yükselmiştir. Finansal serbestleşmeyle birlikte cari işlemler açığını oluşturan bu dış borçların 2008’e kadar karşılayabilen Türkiye, 2008 yılından itibaren küresel krizin koşullarına bağlı olarak ucuz kredi ve dövizlere göre bir büyüme olanağının mümkün olmadığını göstermiştir. Şirket bilançolarını oluşturan yüksek döviz borçları, şirketlerin kredi maliyetlerini arttırması çok olası bir durum olarak değerlendirilmiştir. Ardından meydana gelen işsizlik ve üretimde durgunluk süreci, ekonomide genel bir durgunluk yaşanmasına neden olmuştur. Türkiye’de 2002’den sonra artan bir şekilde oluşan cari işlemler açığı aslında dış dünyaya yönelttiği yüksek reel faiz getirisine dayanmıştır. Döviz rezervleri Türkiye’de döviz kurunu ucuzlatıp ithalat talebine olan açığı daha da arttırmıştır. Burada ithalatın daha çok üstünde durulduğu durumda yerli

istihdam ve yerli üretim ikinci plana atılmıştır. Yerli sanayi için olumsuz süre oluşturan ithalatın daha popüler olması, yerli sanayicileri de ekonomiden soyutlamıştır. Bu durumla beraber yerli üretim ve yerli sanayi ülke ekonomisinden soyutlanırken, Türkiye ekonomisi de dışa bağımlılığı daha fazla arttırmıştır. Böylelikle Türkiye ekonomisi krizden en çok etkilenen ülkeler arasında bulunmuştur (Yeldan,2009: 17).

4.2.2. Türkiye’de Kredi Genişlemesi

2008’de meydana gelen küresel krizin diğer krizlerden daha derin ve farklı olması, piyasaları daha çalkantılı bir duruma sürüklemiştir. Bu krizin diğer krizlerden farklı olmasının sebeplerinden birisi türev piyasalarının yüksek hacimli olmasıdır. Yüksek hacimli türev piyasaları daha önce görünen krizlerde uygulanmış olan mali desteklere benzememesinden dolayı da dikkat çekmiştir. Risk oluşumunda ortaya çıkan güvensizlik ve bozulmalar karşısında meydana gelen likidite darlığı para politikalarında alınan önlemler sayesinde giderilmeye çalışılmıştır fakat varlık fiyatlarındaki ciddi düşüşler, bazı önemli kurumlarda sermayeyi yok ederek bilançoları ciddi bir sıkıntıya düşürmüştür. Bu gibi durumlardan kaynaklanan önemli kurumların iflas etmesi ve iflas etmeyen kurumların da bilançolarında yaşanan olumsuz durum fiyatı belirlenemeyen türev piyasalarından kaynaklanmıştır. Fiyatı belirlenemeyen türev piyasası reel sektördeki kredi oluşumuna daha temkinli yaklaşılmasına neden olmuştur. Ekonomilerde meydana gelen bu olumsuz durumlar karşısında güvenilirliğin kaybedilmesiyle kredi koşullarında daralmalar giderilememiştir. 2008 küresel krizinin belirsizlik sürecini daha yaygın hissettirmesiyle kredi koşullarının işlerliğini sınırlandırmış ve reel kesimde borçlanmaları daraltırken aynı zamanda da borçlanma maliyetlerini arttırmıştır. Ekonomilerde sürekli gerileme kaydeden büyüme oranları, işsizlik oranlarının sürekli olarak artması gibi olumsuz durumlarla beraber güven endeksleri de sürekli düşmüştür. Kur rejimlerine baktığımızda ise, sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde bu ani düşüşler daha belirgindir. Dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde ise daha yumuşak bir yavaşlama gözlenmiştir. Sabit kur rejimini uygulayan ülkelerde, sermaye çıkışıyla birlikte kurun kendi seviyesinde tutmak ve aynı zamanda kendi parasını piyasadan çekerek döviz satmak, kendi piyasasında oluşabilecek likidite sıkışıklığına imkân vermiştir. Dalgalı kur rejiminde bu durum faiz oranlarındaki kontrolü sağlayarak genişletmesiyle ekonomik koşullarında oluşabilecek daralmayı biraz olsun önlemiştir. Daha açık bir ifadeyle, sermaye giriş ve

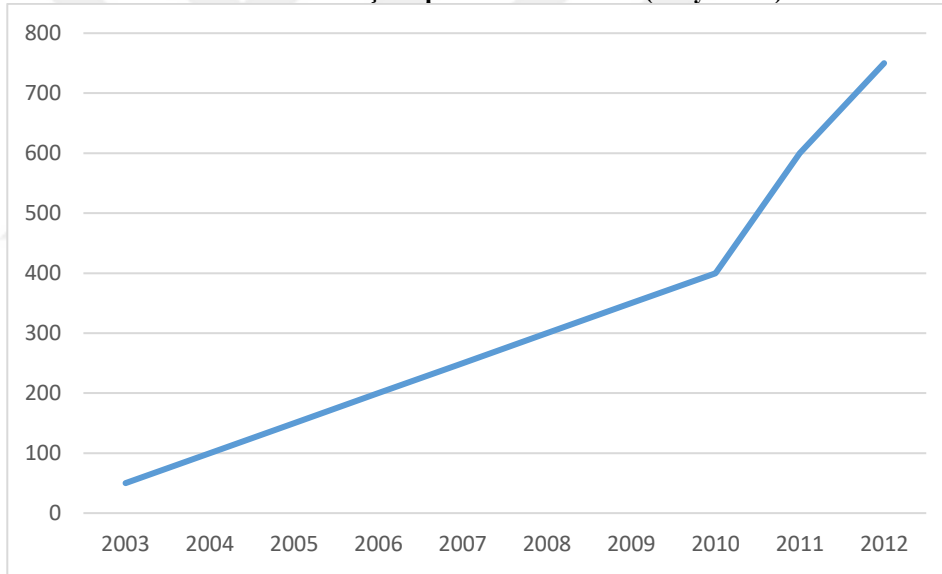
çıkışlarının serbest olduğu bir durumda likidite durumlarında meydana gelen herhangi bir problemle karşılaşıldığında, dalgalı kur rejimi ekonomide daralmayı önleyen bir durum sergilemiştir (Yılmaz,2009: 1).

2009'dan itibaren daha da yaygın bir hale gelen kredi genişlemesi, ülkemizde de diğer ülkelerde olduğu gibi fazla kredi artışları gözlenmiştir. Kredi genişlemesinin meydana getirdiği durumlar finansal kırılganlıklarda kendini daha çok belli etmiştir. Ödemeler dengesinde oluşan krizler, reel varlık fiyatlarındaki değişken tutumlar gibi maddeler, kredi genişlemesinin reel ekonomi kısmında daha net ortaya çıkmıştır. Kredi genişlemesinin daha çok yaygınlaşmasını sağlayan durum, elbette finansal serbestliğin son dönemlerde daha çok hız kazanmasıdır. Finansal serbestliğin oluşmasıyla birlikte içsel faktörlerin yanı sıra dışsal faktörlerde kredi genişlemesi üzerinde oldukça etkilidir. Dışsal faktörlerde meydana gelen yabancı sermaye hareketleriyle birlikte ani dalgalanmanın kredi genişlemesi üzerinde büyük bir payının olduğu görülmüştür. Bankacılık sektörüyle kredi genişlemesi arasındaki bağı yakın dönemde daha çok ilişkilendirdiği açıkça görülmektedir. Bankacılık faaliyetlerinde oluşan borç verme durumları, borç verme konusunda risk değerlerindeki düşük algılanmalar ve borç vermede genel bir yapının altına çekilmesi gibi etkenler kredi genişlemesi üzerinde oluşacak etkileri gözler önüne sermiştir. Türk bankacılık sektörüne bakıldığında, Türkiye için kredi genişlemesinin en yoğun olduğu dönem 2002 ile 2012 yılları arasında gözlenmiştir. Bulunan sonuçlar, finansal serbestleşmeyle beraber sermaye hareketlerinde meydana gelen serbestleşme ile kredi genişlemesine bağlı olarak ABD'de faiz oranlarıyla reel döviz kuru aralarındaki ilişkileri ortaya koymuştur. Özellikle Türkiye gibi dış finansmanlı kaynak sağlayan ülkelerde yabancı kaynakların artmasıyla borç verilen fon miktarının da artması ve bu durumla beraber bankalar ellerinde tuttıkları fonları dağıtarak kredi verme imkânlarını düşürdüklerinde kredi piyasasına olan ulaşım daha kolay bir hale getirilmiştir (Binici ve Köksal,2012: 1).

2008 küresel kriziyle birlikte kredi imkânlarının daha fazla geliştirme olanağı bulan TCMB, kredi hacminin daha çok büyümesine izin vermiştir. Bunun sonucunda oluşan cari işlemler açığı ile finansal istikrara olumsuz durumlar meydana gelmiştir. Cari işlemler açığına birçok tedbir getirmek isteyen TCMB, 2010 yılında kredi hacmini azaltmaya yönelik adımlar atmıştır. Kredi hacminin artmasıyla cari işlemler dengesinde

oluşan açıklar arasındaki ilişkiyi birçok ülke yaşamıştır. Bu durum ABD’de gözlenmiş, IMF bu durumda GSYİH oranlarının cari işlemler oranlarıyla bir paralellik olduğunu gözler önüne sermiştir. Türkiye’nin kredi hacmindeki artışların sebep olduğu kriz dönemlerinde cari fazla verdiği modellerle açıklanmıştır. Kriz dönemlerinde TL’nin değer kaybetmesinden ötürü, ihraç mal ve hizmetlerin rekabet gücü arttığı ve ithalatın ise caydırıcı etkilerine neden olmuştur. Kriz dönemi dışında Türkiye cari açık vermiştir. Türkiye’de kredi hacmini gösteren Grafik.4.2. incelendiğinde, 2003 yılında kredi hacmi 50 milyar TL iken bu rakam 2010 yılında 475 milyar TL’ye kadar çıkmıştır. TCMB bu durum karşısında faiz ve kur politikalarında yeni hedeflere gitme kararı alarak faiz dışı araçları küçültürken aynı zamanda kurlardaki oynaklığı biraz daha azaltabilmek için kısa vadeli faizler üzerinde kontrollü bir şekilde indirim gitmiştir (Göçer vd. 2013: 2).

Grafik.4.2. Yurtiçi Toplam Kredi Hacmi (Milyar TL)



Kaynak: TCMB EVDS’den sağlanan verilerle hazırlanmıştır.

Cari işlemler açığında oluşan bu durum bir süre daha yüksek seyredeceği gözlenmiştir. Yüksek seyreden cari açık, kredilerin sonuçlarında oluşabilecek önemleri bir kez daha gözler önüne sermiştir. Cari açık veren Türkiye, sermaye hareketlerinde meydana gelen dalgalanmaların olduğu dönemlerde politikardan dolayı cari açık ani duruş riskini arttırarak makro politikalarda dengeleri daha fazla değiştirdiği gözlenmiştir. Bu yüzden cari açığın dalgalanmasında oluşabilecek sınırların kontrol edilmesi daha uygundur. Kredilerin kullanımıyla cari işlemler arasındaki oluşan ilişkinin varlığı, krediler araç olarak kullanıldığında cari dengede oynaklığa biraz daha engel

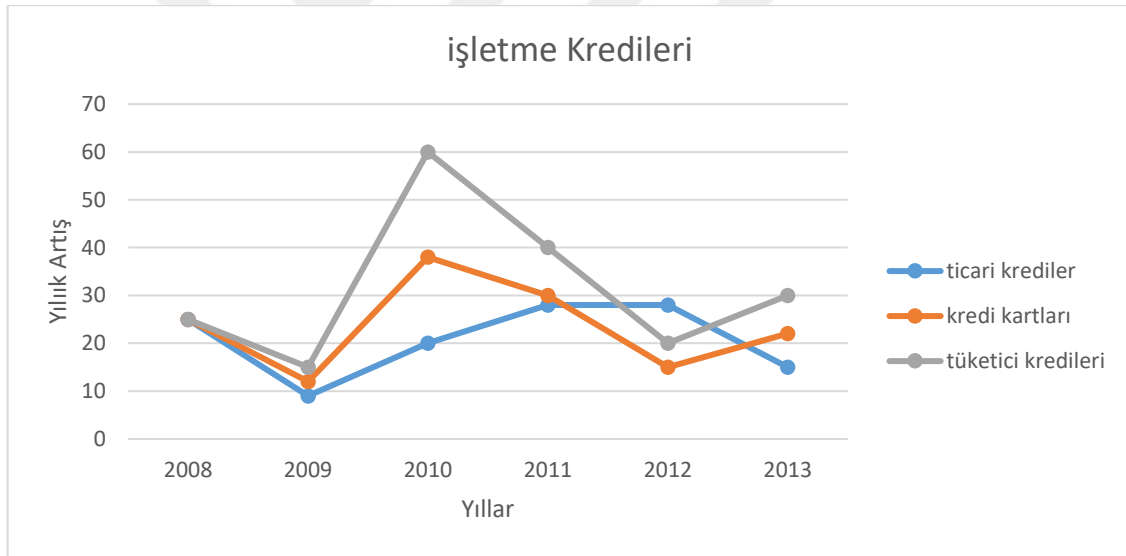
olabilmektedir. Bu durumda karşımıza çıkan tek şey, kredilerin olağan bir seviyede tutulmasıdır. Böylelikle makro politikalar açısından oluşabilecek riskleri engelleyebilir ve borçluluk oranlarındaki dengeyi daha sabit tutabilmektedir. Türkiye’de kredi hacmini genişleten faktörlerden en önemlisi bankaların bilanço yapısını oluştururken kredi arzını arttırmada duyduğu iştahdır. Düşen faiz oranlarıyla birlikte üretimin ve istihdamın hızlı bir şekilde artması da kredi genişlemesine neden olan olgulardır. Son dönemde kredi hacmindeki artışların daha az görülmesi bile makroekonomik açıdan istikrar bozucu durumların varlığı devam etmektedir (Kara vd., 2013: 2).

4.2.3. Kredi Genişlemesinin Türk Bankacılığı Üzerindeki Etkileri

Türk bankacılık sistemine baktığımızda, finansal yapının güçlü olması, sermaye girişlerinin kontrolleri ve yabancı parada oluşabilecek risk unsurları gibi maddelerle Türkiye, 2008 krizine daha dayanıklı bir profille girmiştir. Krizin taşıdığı olumsuz durumları, politika tedbirlerinin ve faiz oranlarındaki düşüşlerin sağladığı bankaların sermaye oranındaki yüksek faiz marjı ile atlatabilen Türkiye, krizin olumsuz koşullarına rağmen iyi bir süreç izlemiştir. Bu durum aslında geri dönüşü olmayan kredilerin çok büyük bir risk oluşturmasını engellemiştir. 2008 krizine, Türkiye kaldıraç oranlarındaki düşüşle ve yüksek sermaye oranlarıyla girmiş olduğu gözlenmiştir. Fakat krizin gelişmiş ülkelerde uyguladıkları politikalar değerlendirildiğinde, geleneksel olmayan ve genişletici para politikalarının imkân verdiği sermaye hareketlerindeki serbestlik Türkiye’de kısa vadeli sermaye akımlarının girişini kolaylaştırmıştır. Sermaye hareketlerinde oluşan bu fazlalık, TL üzerinde değer artmasına ve faizlerin düşürülmesine sebep olurken, faizlerin düşmesiyle birlikte bankacılığın üzerinde oluşan kredi genişlemesinin çok fazla olmasına sebep olmuştur. Aşırı kredi genişlemesi yaşayan Türkiye, kaldıraç oranlarının düşük seyretmesinin aksine kaldıraç oranları yükselmiş ve bu durum finansal istikrarın bozulmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde krize karşı oluşturulan risk arttırıcı politikaların uygulanmaya başladığında, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarı tehdit altına alması kaçınılmaz bir sonuç olarak gözükmektedir. Çünkü bankacılık sektöründe yüksek kredilerin tercih edilmesinde faizlerin ve politika faiz oranlarının düşmesi yatmaktadır. Bu durumda yine kredi iştahını arttırarak kaldıraç oranlarını yükseltmiştir. Bankacılık sektöründe en önemli faktör daimi bir şekilde artan Kredi/Mevduat oranıdır. Oranın artmasıyla, kaldıraç oranlarında da artış

olduğunu göstermiştir. 2008 yılındaki Kredi/Mevduat oranı %81 iken, 2013 yılında bu oran %110'a çıkmıştır. Oran aslında çok riskli bir durum taşımamaktadır. Aksine sermaye yapısının dayanıklı olduğunu göstermektedir fakat temel sorun aslında yabancı para üzerinden oluşan kredilerdir. Bu durum, kur riskini taşıyan başka sektörlerden bankacılık sektörüne geçişi olabilmektedir. Bunun dışında bankacılık sektöründe oluşabilecek diğer risk, bilanço yapılarıdır. Bilanço dışı işlemlerin artmasıyla oluşan aktifler içindeki payı arttığı zaman bankacılık sektöründe riskli yapılar daha çabuk yayılacağı düşünülmektedir. 2014 yılında Moody's ve Standart & Poor's raporlarına bakıldığında ise, Türkiye'de oluşan fonlama riskinin daha çok arttığı gözlenmiştir. Dış finansman kaynağı oldukça yüksek olan Türkiye için bu durum, bankacılık üzerinde olumsuz durumlar taşımaktadır (Demirel, 2015: 4).

Grafik.4.3. İşletme Kredileri Gelişimleri



Kaynak: TCMB EVDS'den sağlanan verilerle hazırlanmıştır.

Bankacılık sistemlerini ve ülkelerin ekonomik yapısını etkileyen kredi genişlemelerinde diğer büyük faktör, toplam kredilerin içinde ticari kredilerin oranının düşük olmasıdır. Grafik.4.3'te anlatılmak istenen durum, cari açık ve enflasyon gibi makroekonomik koşulların dengesinde meydana gelen düzensizlikler, finansal yapıdaki kırılganlıkların artmasına sebep olmuştur. Tüketici kredileri, 2011 yılında hızlı bir düşüş sergilese de, 2012 yılında tekrardan artmış ve makroekonomik büyümelerin önünde engel oluşturmuştur (TCMB, 2013).

Sermaye hareketlerinin artışıyla oluşan finansal istikrar krizi, TCMB'nin uyguladığı fiyat istikrarı politikası 2011'de değiştirilerek fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar politikasını da dâhil etmesine sebep olmuştur. Türkiye fiyat istikrarına dayalı politikaların yanı sıra finansal istikrarı sağlamak için makro ihtiyati politikalar adı altında politika tedbirlerine geçmiştir. Politikanın amacı, bankalarda meydana gelen fazla kredi genişlemesinin önüne geçebilmek için faiz koridorunu oluşturmak ve zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi olarak düşünülse de, politika beklenen etkiyi gösterememiştir. Çünkü Merkez Bankası'nın ve BDDK'nın bankalar üzerindeki tutumları çift başlı bir yapı olarak süreci olumsuz etkilemiştir. TCMB'ye göre, politika hedeflemesinin bekleneni vermemesi, bazı banka politikaların BDDK'nın kontrolünde olması olarak vurgulanmıştır (Çetin, 2016: 85).

4.2.4. Türkiye'de Son Dönem Para Politikası Tartışmaları

2012 yılından sonra, Türkiye ekonomisi büyüme rakamlarıyla birlikte dış finansmana daha bağlı hale geldiği görülmüştür. Bunun yanı sıra cari açığındaki yükselişler ve iç talepte oluşan baskı nedeniyle fiyat istikrarında hedeflenen başarı gerçekleşmemiştir. FED, miktarsal gevşeme politikasıyla varlık alımlarında azalışlara gitmiş ve bu durum Türkiye üzerinde kırılma yapısını net bir şekilde arttırmıştır. Türkiye'de bu kırılmanın meydana gelmesinin en büyük sebebi ise, FED'in alımlardaki azalışla beraber oluşan para birimlerindeki değer kaybıdır. Bu alımlardaki azalış kararı, gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerindeki yavaşlamaya neden olmuş aynı zamanda bu ülkelerden sermaye çıkışları meydana gelmiştir. Böylelikle gelişmekte olan ülkelerde dış finansman desteği azalarak risk artırıcı sonuçlarla karşılaşmıştır. Sonuç olarak, dış finansman kaynaklı ülkelerde, FED'in varlık alımlarını azaltacağı yöndeki kararıyla beraber, Türkiye'de sermaye çıkışları yaşanarak, kırılma yapısının en çok artış gösterdiği ülke konumunda gözlenmiştir (Aydın, 2015: 72).

Kırılma endeksi olarak karşımıza çıkan döviz rezervleri/GSYİH oranına bakıldığında, bu oranın Türkiye açısından yüksek bir oranda olması kaçınılmazdır. 2008 krizinden sonra, 2009 ve 2012 yılları arasındaki oranlar incelendiğinde yurt içi kredilerin %32 oranında artışı gözlenmiştir. Yurt içi kredi genişlemesi, yurt içi büyümenin sonucu olarak alındığında, büyüme oranları, cari açığın çok fazla olduğunu gözler önüne

sermektedir. Bu durumda, büyüme oranlarıyla, finansal krizleri karşılama arasında epey güçlü bir bağın olduğu görülmüştür. 2008 krizinden sonra 2009 ve 2012 yılları arasında meydana gelen Türkiye'nin büyüme rakamları en çok büyüyen ülke statüsünde olmasıyla birlikte cari açığın en çok olduğu ülkeler arasında Türkiye'nin de olduğunu gözler önüne sermektedir (Brayson vd., 2013).

Türkiye, 2008 krizinden sonra sermaye çıkışlarını fazlasıyla yaşayan ülke modelindedir. Bu durum kur değerlerinin üzerinde büyük bir sınırlama oluşturmuştur. FED'in genişletici para politikası uygulamasının ardından, Türkiye'nin de geleneksel politikalarla hedeflenen değerlere ulaşamayacağı anlaşılmıştır. Yıl olarak değerlendirdiğimizde, Türkiye'de 2010-2011 yılları arasında sermaye çıkışları, 2012 ile 2013 yılları arasında ise sermaye girişleri meydana gelmiştir. Sermaye giriş ve çıkışlarının durağan bir durumda gerçekleşmemesinin sonucu olarak TCMB'nin politikalarda farklı bir yön izlemesine neden olmuştur. Önce faiz politikalarda değişikliğe giderek sermaye girişlerini daha aktif hale getirebilmek için kur politikası üzerinden faizleri düşürmüş daha sonra 2012 yıllarında bir anda düşen faizleri yine kur rejimiyle beraber büyümeyi amaçlayan bir faiz politikası oluşturmuştur. TCMB, döviz piyasasına müdahale etmeden Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) ile bankalara ellerindeki rezervin TL cinsinden ayrılmasıyla birlikte zorunlu karşılıklara eşdeğer bir politika sergilemiştir. Daha açık bir şekilde ifade edildiğinde, TCMB; fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarında politika aracı olarak hedeflenmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. 2008 küresel krizinden sonra, ülkelerde meydana gelen sermaye akımlarına göre politikaların uygulanması gerekliliğini göstermektedir. (Çetin, 2016: 85).

4.2.4.1. Faiz Koridoru

TCMB, para politikası uygulamalarıyla birlikte fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar da tercih etmiştir. Kredi büyümeleri ve döviz kurlarındaki belirsizlikleri gidermeyi amaç edinmiş merkez bankalarında 2010 yılından itibaren geleneksel olmayan politikalar da uygulamaya konulmaya başlanmıştır. Yeni para politikası aracı olarak faiz koridoru da TCMB'de uygulanmaya konulan bir para politikası aracıdır. Faiz koridoru, sermaye akımlarına yönelik ortaya çıkan belirsiz süreci daha az risk oluşumunu sağlayabilmek için meydana getirmiştir. Burada TCMB, faiz

koridoru uygulaması adı altında gecelik vadede borç alış ve veriş olarak arasında kalan durumu ifade etmektedir (Kara, 2015: 2).

Faiz koridoru, geleneksel politikalarda durağan bir olgu iken, geleneksel olmayan politika araçlarında gerekli durumlarda ayarlanabilen bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Faiz koridorunda beklenen durum, piyasada oluşan kısa vadeli faizin beklenen faiz düzeyinde gerçekleşmesidir. Bu beklenen durum faizinden sapmamasını sağlamaktır. 2000’li yıllarla birlikte uzun vadeli faizlerin kullanımından daha çok dönem faiz oluşumu veya gecelik faiz oluşumları dikkat çekmektedir. Uzun zamanlı olarak kullanılan faizlerin dışında gecelik ve dönem faizlerinin kullanımı makro ihtiyati politikaların bir aracı olarak gözlenmektedir. Merkez bankaları faiz koridorunu kullanarak gecelik faizleri hedeflenen faizlere yakın tutmayı hedeflemektedir. Faiz koridorlarında üç farklı oran belirlenmiştir. Birincisi, faiz koridorunun tavanında oluşan ve aynı zamanda bankanın nakit ihtiyacını karşılamak için borç aldığı merkez bankasından geri ödediği durumda bu orandan vermekle yükümlü olduğu orandır. İkincisi, taban oran dediğimiz ve bankadaki oluşan fazla fonu kar sağlamak için merkez bankasına mevduat durumuyla yatırdığında eline geçen kar oranıdır. Üçüncüsü ise, borç ve alacak kısmının arasında oluşan ve orta nokta diye nitelendirilen hedeflenen politika faiz oranına en yakın nokta oran faizidir. Borç verme ve borç alma arasında meydana gelen bu orta nokta faiz, belirlenen aralıklarda dalgalanabilir ve aynı zamanda da bu durum küresel bir ortamda belirsizliğe neden olmakla birlikte fonlama maliyetlerinde düzensizlik oluşturabilmektedir. Sermaye akımlarında meydana gelen faiz koridorundaki değişimler, sermaye akımlarının durumlarına göre belirlenebilmektedir. Sermaye akımlarının arttığı durumlarda, faiz koridoru aşağı çekilmekte ve bu sayede kredi genişlemesinin üzerinde bir sınırlama meydana getirilmektedir. Sermaye akımlarının azaldığı durumlarda ise faiz koridoru yukarı kaydırılarak finansal belirsizliklerin önüne geçilmektedir. Sonuç olarak faiz koridoru, TCMB’nin hedef faiz oranında bir değişikliğe gitmeden politikaları sıkı veya gevşek olarak ayarlayabilme aracıdır. Sonuç olarak, faiz koridoru uygulamasının geleneksel para politikalarına göre daha hızlı ve etkin bir müdahale yapısının olduğu ve ekonomik şoklar karşısında daha esnek davranabilen bir yapısının olduğu kanısına varılmıştır (Yücememiş vd, 2015: 2)

4.2.4.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, düzenleyici kurumlar tarafından mevduat ve benzer şekildeki yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için bankalara belirli bir oranda karşılık ayırması gerektiğini öngören bir politika aracıdır. 2010 yılında TCMB'nin aldığı kararlar değişikliğe gidilerek yurt dışı ve yurt içi fonların da zorunlu karşılıklara tabi tutulduğu görülmüştür. Zorunlu karşılıklar, para politikası aracı olarak üç amaç barındırmaktadır. Bunlar: İhtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontroldür. Zorunlu karşılıkların ihtiyat kanalı finansal piyasalarda kullanılan en eski politika aracıdır. Bankaların ihtiyati rezerv sağlama amacıyla likidite kanalını kullanmaları ödeyebilme gücünde oluşabilecek risklere engel olmasını sağlamaktadır. Günümüzde ihtiyatlılığın kullanılabilirliği azalmıştır çünkü bankalar ihtiyat kanalında zorunlu karşılıklara ayırdıkları kısımları, başka amaçlarla da sağlayabilmektedir. İhtiyat kısmının giderek zayıfladığı kanalı dolduran likidite kanalının varlığıdır. Böylelikle bankalar likidite yükümlülükleriyle ve merkez bankasının sunduğu likidite çerçevesiyle zorunlu karşılıkların daha etkin bir şekilde sağlanmasının önünü açmıştır. Bu yüzden likidite kanalı daha çok önem arz etmektedir. Likidite yönetiminde piyasada bulunan likiditenin talepten az veya fazla olması durumunda Merkez Bankası, zorunlu karşılıkları likidite talebinin durumuna göre ayarlayabilmektedir. Bankacılık sektöründe herhangi bir dengesizliğin olduğu durumda likidite kanalıyla birlikte faiz oranları ve döviz kurları üzerinde baskı yaratılmasının önüne geçilmektedir. Açık piyasa işlemleri üzerinden de uygulama seçeneği sunan likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar üzerinden daha güvenilir bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır ve yapısal nitelikte oluşabilecek belirsizliklerde zorunlu karşılıklar üzerinden uygulanan likidite kanalı daha sağlam sonuçlar verebilmektedir (Gray,2011)

Zorunlu karşılıkların likidite kanalıyla birlikte operasyonel anlamda da bankalara çok büyük bir katkıya sahiptir. Böylelikle bankaların isteyerek elinde tuttukları zorunlu karşılıklar, rezerv para talebinden daha yukarıda belirlendiği zamanlarda rezerv paraya olan talep daha öngörülebilir olmaktadır. Zorunlu karşılıkları kullanan Türkiye, dönemlik ortalama olarak elinde tuttuğu karşılıkların likidite kısmında oluşabilecek riskleri de yönetebilme imkânı daha kolay hale gelmiştir. Dönemlik olarak alınan ortalama, bankaların daha esnek davranabilmelerini ve ihtiyati rezervlerini ellerinde daha az bulundurarak para politikasını daha net bir şekilde yönetebilme fırsatı yakalamışlardır.

Aynı zamanda küresel krizle birlikte genişleyen para politikalarının sebep olduğu yüksek sermaye akımları ve iç talepte büyüyen krediler beraberinde cari açığın giderek büyüdüğünü göstermiştir. Fiyat istikrarının tek politika aracı olarak yürümediğini gözler önüne seren bu durumlar, kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılık ve likidite yönetiminin de ek politika aracı olması gerektiğini gözler önüne sermiştir (Alper ve Tiryaki, 2011: 2).

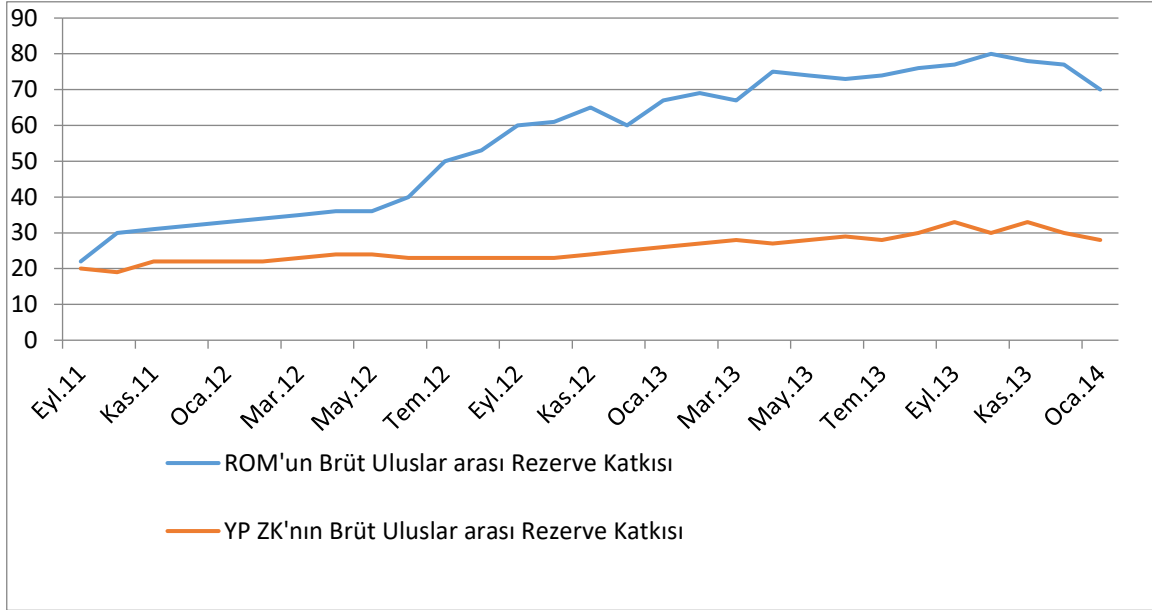
4.2.4.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

2008 küresel krizinden sonra, sermaye akımlarında artışlarla birlikte yükselen risk iştahını giderebilmek için TCMB ek politika araçlarına yönelmiştir. 2010 yılından itibaren fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlamaya yönelik politika araçları arayan TCMB, zorunlu karşılıklar çerçevesinde geliştirdiği rezerv opsiyon mekanizmasıyla yeni bir politika aracını uygulamaya başlamıştır. ROM, TL'nin bankaların zorunlu karşılık ayırdığı kısımdaki yüzdeyi, altın veya yabancı para cinsinden ayırma imkânı taşıyan bir politikadır. Bu durumda, karşılık ayırması gereken tutarın bankaların kendi durumlarına göre belirlenmesine olanak sağlamaktadır. TL'yi birim olarak kabul edip, karşılığında yabancı para veya altını ayırma tutarındaki katsayıya Rezerv Opsiyon Katsayısı adı verilmektedir. Örnek olarak, bankanın TL olarak yerine getirmek zorunda olduğu zorunlu karşılığa 100 TL olarak varsayıldığında, yabancı para cinsinden ayrılması rezerv opsiyon mekanizmasına göre 90 TL olmaktadır. (%90'a kadar yabancı para tutabildiğini göstermektedir.) ROK'un ise 1 TL olduğu görülmektedir ve bu durumda 1 TL'ye karşılık 1 YP tutması gerektiğini göstermektedir. Kur durumu da hesaba katıldığında, ABD doları 1.80 varsayılarak 90 TL'nin hepsini karşılık ayırmak isteyen banka açısından $90/1.80=50$ ABD doları olarak zorunlu karşılık ayırmak zorunda olacaktır. Burada çıkan sonuç, 90 TL olan zorunlu karşılıklarının yabancı para cinsinden karşılığı 50 ABD dolarıdır (Alper vd., 2012: 2).

ROM, zorunlu karşılıklar kaleminde yeni bir yaklaşım olmakla beraber, iktisatçıların bazı tabirleriyle finansal alanda bir mühendislik olarak adlandırılmıştır. Bu imkân hem döviz likidite uygulamalarında hem de TL adı altında bankalara esneklik kazandırmış ve bankaların yurtdışı borçluluk oranlarında daha çok teşviki göz önüne getirerek para ikamesini artıran bir olumsuz durumla eleştirilere maruz kalmıştır. En

önemli olgusu, rezerv opsiyon dilimleri ve rezerv opsiyon katsayısıdır. ROM'dan daha çok fayda sağlamak için bankalar ROD kısmının üzerine çıkabilmekte birim TL üzerinden zorunlu karşılıklarda daha fazla altın ve döviz ayırabilmektedir. İlk başlarda kademeli olarak geçilen bu durum 2012 yılından itibaren rezerv opsiyon dilimleri(ROD) ile farklı katsayılar oluşturulmuş ve ardından piyasa koşullarında değişiklik gösterebilen ROM modelleri geliştirilmiştir. ROD, 2013'ten itibaren döviz getirisinin en üst sınırı olarak %60 olarak belirlenmekte; bunun yanı sıra, 0-30, 30-35, 35-40, 40-45, 45-50, 50-55, 55-60 çerçevesinde dilimlere ayrılmaktadır. Bu dilimlerde uygulanan rezerv opsiyon katsayısı (ROK) farklılık göstermektedir. ROM'dan daha yüksek bir imkânla fayda sağlamak isteyen bankalar her geçtikleri ROD için artacak olan ROK'lar karşısında yabancı para getirisi durumuyla karşı karşıya kalmaktadır. ROM, sermaye hareketlerinin çok daha arttığı ve yabancı kaynakların oluşumuna daha kolay bir şekilde ulaşıldığı son dönemlerde, bankaların TL zorunlu karşılık yerine, daha çok YP ayırmaya yönelebilmektedir. Bu gibi, durumlarda TL'nin fazladan değerlendirilmesi karşısında bu durumu engelleyeceği ve TL'nin üzerinde baskıyı sermaye hareketlerinin azaldığı durumlarda ayırdıkları rezerv parayı kullanarak yaptıkları bir sistemdir. Finansal sistemde oluşabilecek her türlü oynaklık karşısında ROM, otomatik bir dengeleyici aracı olarak piyasalara çok büyük yardım sağlamaktadır. Yani döviz kurunda herhangi bir oynaklık söz konusu olduğunda ROM, bu durumu büyük bir oranda düşürmektedir. Oynaklığı azaltmaya yardımcı olan ROM, dolar/TL kur oranındaki beklentileri, opsiyon fiyatlarını kullanarak riske daha duyarlı bir duruma getirerek dağılım fonksiyonunu oluşturmuştur. TCMB'nin döviz rezervinde güçlülük yaratması ve sermaye akımlarının ters durum sergilediği dönemlerde de bankalarda biriken rezervlerin kullanımını sağlamaya yönelmektedir. Grafik.4.4'ten de anlaşılacağı gibi, 2013 yılına kadar TCMB, toplam rezervlerine yaklaşık 50 milyar dolar eklediği görülmüş ve yabancı para zorunlu karşılıklarına etkisi 30 milyar dolar olarak karşımıza çıkmaktadır (Böcüoğlu,2015: 18).

Grafik.4.4. YP ZK ve ROM'un Brüt Rezerv Katkısı

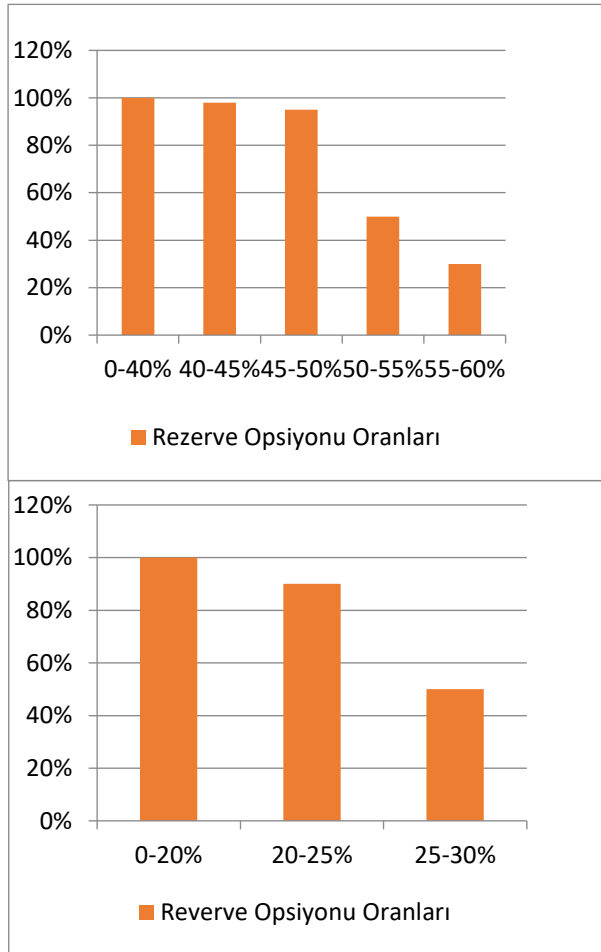


Kaynak: TCMB,2012:2013 yılı para ve kur politikasından alınıp, hazırlanmıştır.

Sermaye akımlarının durumlarına göre hareket eden ROM'u daha geniş bir şekilde incelediğimizde ve sermaye hareketlerinin azaldığı dönemlere baktığımızda, yabancı para kaynaklarının TL üzerinde artış maliyetine sebep olacağından dolayı yurt dışı fonların ülkeye girişi bu dönemlerde zorlanmaktadır. Bankaların bu dönemde ihtiyaç olarak gördüğü likiditenin bir bölümünü rezerv opsiyonlarını azaltarak, ihtiyaçlarını karşılamaya gidebilmektedir. Böylelikle otomatik dengeleyicinin tam orta noktasında kullanım durumu sola kaymaktadır. Burada sermaye hareketlerini borçlanma kısıtı belirlediğinden dolayı bankaların rezerv opsiyonlarını azaltması daha muhtemeldir. Böylelikle TL, değer kaybetme baskısını biraz olsun üzerinden atması sağlanmıştır. Bankalar sermaye hareketlerinin yavaşladığı durumlarda rezervlerini biraz azaltarak zorunlu karşılıklarını TL üzerinden ayırmaktadırlar ve bu durum TL'nin likidite talebinde bir artışa neden olabilmektedir. Bu artış, merkez bankasının elinde bulundurduğu eş değer döviz kısmından fazla olmaması durumu biraz daha hafifletebilmektedir. Sermaye hareketlerinde herhangi bir artış gözlemlendiğinde ise, TL'nin yabancı para üzerindeki maliyetinde bir artış yaratarak ROK'u artırabilir ve bu durumla beraber bankalar zorunlu karşılıkların büyük bir kısmını YP cinsinden ayırmayı tercih edebilmektedir. Bu durumda otomatik dengeleyici olarak adlandırılan en orta noktanın solunda bir noktaya doğru hareket eden ihtiyaçların kullanım miktarı, ROK ve optimal denge oranını artırmaktadır.

Böylelikle yurt içine giriş yapan yabancı paranın bir kısmı bankalar aracılığıyla zorunlu karşılık olarak ayrıldıktan sonra TCMB'nin rezerv kısmına katkı sağlayarak, TL üzerindeki baskının giderilmesi sağlanacak aynı zamanda ülkeye giren rezervlerin kredi genişlemesine yol açması engellenmiş olmaktadır. Burada otomatik dengeleyici unsurun önemi bir kez daha anlaşılmıştır. Her iki durumda da mekanizmanın işleyişi için normal bir ekonomide rezerv opsiyon olanaklarının tamamını kullanamamak veya ROK'un son dilimi için belirlenmiş olan ROK'tan daha düşük olması gerektiğini göstermektedir (Alper vd,2012: 5).

Grafik.4.5. Bankaların Rezerv Opsiyon Dilimi Kullanma Oranları (12 Ekim itibariyle)



Kaynak: Küçüksaraç ve Özel:2012 : 27

Grafik 4.5.'te bakıldığında, 2012 yılının ekim ayından başlayarak bankaların döviz ve altın rezervlerini hangi dilimde kullanma oranları gözlenmiştir. ROK'un yüksek olduğu durumlarda olanakların çok etkin olarak kullanılmadığı görülür ve bunun en

büyük sebebi bankaların arasında farklı durumlar sergileyen altın fon ve yabancı paraların varlığıdır (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 27).

Gelişmekte olan ülkelerin de, gelişmiş ülkeler gibi krizlerden sonra genişletici para politikalarına yönelmesi, ülkeye giren nakit artışına sebep olmuştur. Böyle bir durumda merkez bankası, finansal istikrarın sağlanması için, rezerve opsiyon katsayısını para politikası aracı olarak düşünmüştür. Üst kısımlarda belirtildiği gibi ROM, TL'nin belli bir kısmını zorunlu karşılık olarak ayırarak olası bir kriz durumunda finansal yapının ayakta durmasını sağlamayı hedeflemektedir. TL'nin döviz ve altın olarak ayrılması, merkez bankası açısından bakıldığında döviz rezervlerini daha güçlü hale getirebilmektedir. Bu sayede kurlarda meydana gelen dalgalanmalara engel olunmuş, finansal istikrarda meydana gelebilecek riskli durumlarında önüne geçilmiştir (Ergin ve Aydın, 2017: 73).

ROM, ilk defa Eylül 2011'de başlamış, Rezerve Opsiyon oranı, %10 olarak belirlenmiştir. Bu oran 2012'de bankacılık sistemlerinde likiditenin ılımlı süreçleri ve maliyetleri için %20'ye yükseltilmiştir. Yabancı para cinsinden tutulması gereken oran, ROM'un ilk başladığı zamanlarda %40 iken, %45'e yükseltilmiştir. Önemli olan kısmı, 2015'ten sonraki kısmıdır. Mart 2015'te para politikalarının durumu ve gündemde olan küresel piyasalara göre, yeni kararlar alınmıştır. Bu durumların enflasyon üzerindeki pozitif etkilerini göz önüne alarak, merkez bankası zorunlu karşılıkları, yabancı para dışındaki yükümlülüklerin vadelerini uzatma kararı almıştır. Uzun vadeli dış borçlanmayı arttırmak için Merkez Bankası, zorunlu karşılıkların iki yıl daha yükümlülükleri arttırmak istediğini duyurmuştur. Merkez Bankası, ROM dışında faiz indirimlerini de para politikası aracı olarak kullanmış, faiz indirimleriyle birlikte makro ihtiyati tedbirlere de önem arz etmiştir. 2013 yılında cari işlemler açığında artış gözlemlenmiş, sermaye akımlarındaki bu dalgalanmalarda da ROM'u kademeli bir şekilde artırma kararı almıştır. ROM, otomatik düzenleyici durumu olduğundan dolayı, faiz koridoruna gerek kalmadığı belirtilmiştir. Bu durumdan sonra, makro ihtiyati tedbirler ve sermaye akımlarının yavaşlaması, 2014 yılında daha temkinli bir para politikasının varlığından kaynaklanmaktadır. 2012'den bu yana, döviz rezervlerine olumlu durumlar kattığı gözlenmiştir. 2013 ve 2014 yıllarında döviz rezervlerindeki fazlalıklar devam etmiştir fakat 2014 yılının son çeyreğinde küresel belirsizlikler nedeniyle döviz rezervlerinde

azalışlar meydana gelmiştir. Bu duruma engel olabilmek için ROM'un yanında faiz koridoru politikasını da uygulayarak döviz rezervlerindeki düşüş engellenmeye çalışılmıştır (Çetin,2016: 88).

Döviz likiditesini ve rezervini etkileyen bir araç olarak kullanılan ROM, 2015 yılından sonra da otomatik dengeleyici olarak kullanılmaya devam etmiştir. Çünkü yabancı para cinsinden ayrılan yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları içerisindeki payı, ihtiyaç duyulan döviz rezervini karşıladığı düşünülmüştür. Bu durum ayrıca, finansal sektörde oluşabilecek yabancı para rezervlerindeki riskleri ortadan kaldırmak için de kullanılmıştır. Yabancı paranın istenilen seviyede olması ve rezervlerinin beklenen düzeyde olması, ülke ekonomisini dış şoklara karşı koruyan bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. 2014 yılında küresel belirsizlik, merkez bankası nezdinde oluşan yabancı para rezervini düşürmüştür fakat bu durum, 2015 yılının sonlarına doğru beklenen düzeye gelmiştir. Sonuç olarak, ROM'un (Rezerve Opsiyon Mekanizması), döviz kuru oynaklığını azaltıcı, döviz rezervini arttırıcı bir etkisi olduğu anlaşılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere göre dünya ekonomisinden daha çok etkilendiği unutulmamalıdır. TCMB, politika araçlarını dünya konjonktürüne ve ülke ekonomilerine göre şekillendirmeyi amaçlayarak, finansal istikrarı sağlamaya çalışmıştır (TCMB, 2015: 15).

SONUÇ

Dört bölüm olarak hazırlanan bu tez çalışmasında, ABD’de meydana gelen 2008 küresel krizinin nedenleri ve sonuçları açıklanmış, krizden önce uygulanan para politikalarının, kriz sonrasındaki değişimleri ele alınmıştır. Kriz sonrası uygulanan para politikasına bağlı olarak ortaya çıkan sermaye hareketleri ve sermaye hareketlerinin artmasıyla meydana gelen kredi genişlemesine ve bu durumların Türkiye’ye olan etkilerine yer verilmiştir. Tez çalışmasının ilk bölümünde, 2008 küresel krizi nedenleri ve sonuçları ve küresel krize karşı alınan önlemler açıklanmıştır. Küresel krizin dünya ekonomisini nasıl etkilediği değerlendirilmiştir. İkinci bölümde, geleneksel para politikalarından geleneksel olmayan para politika geçişlerini anlatarak, politika araç ve amaçları ön planda tutulmuştur. Aynı zamanda, geleneksel para politikalarının yetersizlik kaldığı durumlar incelenerek geleneksel olmayan para politikalarının tanımlarına yer verilmiştir. Bu durumda, makro ihtiyati politikaların gerekliliğini daha ayrıntılı bir şekilde ele alarak politikalara yeniden bakışın nedenleri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde, küresel krizin yarattığı yeni konjonktür yapılanmanın kredi genişlemesi ve sermaye hareketleri üzerindeki etkileri araştırılarak, aralarındaki ilişkilerle birlikte bu durumun politikalara ve finansal sistemlere yansımaları ele alınmıştır. Son bölümde ise, Türkiye’nin sermaye hareketlerinden ve kredi genişlemesinden etkilendiği durumlara karşı tutumları incelenmiştir. Türkiye, bu durumda, artan sermaye hareketlerinden en çok etkilenen ülkeler arasındadır. Artan sermaye hareketlerinin ekonomide cari açık ve kredi genişlemesine sebep olmasıyla birlikte finansal sorunlar yaşayan Türkiye’de para politikalarına daha geniş yer verilmiştir. Türkiye bu süreçte, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı politikasının yanı sıra para politikasına destek amaçlı ek politikaları da tercih etmiştir. Sonuç olarak, 2008 küresel kriziyle daha kolay yayılan sermaye hareketleri, uygulanan para politikalarının şoklar karşısında uygun duruş sergilememeleri ile birlikte kredi genişlemesine zemin hazırlamıştır. Gelişmiş ve gelişen piyasa ekonomilerinde makroekonomik politikaların sürdürülebilir olabilmesi için, kredi genişlemesindeki artışların ve sermaye hareketlerinin çok yakından takip edilmesi gerektiği vurgulanmıştır.

2008-2009 yıllarındaki küresel finansal kriz, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomilerini ciddi düzeyde etkilemiştir. Küresel krizden çıkarılan derslerden birisi de finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceğidir. Bu küresel koşullar merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir. Türkiye, son dönemlerde yaşanan küresel şoklar, döviz kurlarında yaşanan oynaklığa sebep olurken, bununla birlikte enflasyon üzerinde de etkisi olmuştur. Aynı zamanda döviz kurundaki oynaklık, enflasyon üzerinden para politikası kararlarını da etkilemiştir. Enflasyonun bu sebeplerden dolayı yukarı riskler taşıması, merkez bankasında parasal sıkılaştırmaya neden olarak, borç verme faiz oranlarını arttırmıştır. Bu durum yine, ABD doları açısından ithalat fiyatlarındaki gelişmeleri de etkileyerek maliyet baskılarını arttırmış ve enflasyonu yükseltmiştir. Tüm bu yaşanan ekonomik gelişmeler, genel enflasyon görünümüne karşı sıkı ve döviz piyasalarında dengeleyici, finansal istikrarda ise destekleyici duruşları beraberinde getirmektedir. Türkiye ekonomisi, tüm dış şoklara karşı duyarlılığını azaltmasını, mali disiplinin sürdürülebilir olmasının bir sonucu olarak görmektedir. Çünkü fiyat istikrarının temelinde mali disiplinden kaynaklandığı fikri vardır. Fiyat istikrarına odaklanmış bir merkez bankası, fiyat düzenlemesi ile enflasyonu izlemeye devam etmektedir.

Sonuç olarak 2008 finans krizi, küresel risk iştahındaki değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını arttırmak için, para politikasında yeni alternatiflerin ortaya konması gerekliliğini işaret etmektedir. Özellikle dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye hareketlerinden dolayı oluşan kırılgan yapıya karşı ekonominin sağlamlaştırıcı bir politika çerçevesi oluşturması amaçlanmıştır. Türkiye’de sermaye hareketleri ve cari işlemler dengesi, makro finansal risklere karşı bazı durumları ortaya koymaktadır. Bu durum, küresel büyüme dönemlerinde artan risk, sermaye hareketlerini hızlandırarak bilançolarda vade ve kur uyumsuzluğunu arttırmıştır. Aynı zamanda TL’nin aşırı değerlenmesi ve kredi genişlemesinin artması, cari dengenin bozulmasına neden olmuştur. Tüm bu nedenler, krediler gibi geleneksel değişkenlerin yanında cari denge ve sermaye akımlarının da önemli değişkenler olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Bu çalışmada, 2008 küresel finans krizinden sonra, alternatif yeni politika arayışlarına neden olan durumlar, bu krizle birlikte kredi genişlemesi ve daha yaygın hale gelen sermaye

hareketlerinin artışıyla ortaya çıkan makroekonomik sorunlar ve ek politika arayışlarını değerlendirilmiştir.



KAYNAKÇA

- Afşar, M. (2011). Küresel Kriz ve Bankacılık Sektörüne Yansımaları. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 6(2): 143-171.
- Ahmed, S, Zlate, A. (2013). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? *International Finance Discussion Papers*. Board of Governors of the Federal Reserve System. 1081. 1-46.
- Akalın, G, Tokucu, E. (2007). Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 22(1). 37-55.
- Alantar, D. (2008). DergiPARK. http://dergipark.gov.tr/mfy/issue/16299/170871#article_cite. (Erişim Tarihi 19.12.2015).
- Alparslan, M, Erdönmez, P, A. (2000). Enflasyon Hedeflemesi. *Bankacılar Dergisi*. 1(35). 14-41.
- Alper, K, Kara, H, Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 2012(28). 1-14.
- Alper, K, Tiryaki, S, T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasında Yeri. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 2011(08). 1-10.
- Alper, M. A. (2003). *Enflasyon Hedeflemesi Teori, Politika ve Uygulama*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Alptekin, E. (2009). *AR-GE BÜLTEN*. http://www.izto.org.tr/portals/0/iztogenel/dokumanlar/menkul_kymetlestirme_ve_kuresel_finans_krizinde_rolu_e_alptekin_26.04.2012%2019-42-41.pdf (Erişim Tarihi 26.04.2015).
- Altıntaş, H. (2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri. *Erciyes Üniversitesi. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 1(22): 39-61.

- Arıcan, E, Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*. 1(1). 1-49.
- Arslan, Y, Taşkın T. (2014). International Evidence on the Interaction between Cross-Border Capital Flows and Domestic Credit Growth. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Working Paper*. 14(18). 1-25.
- Aydın, Z. (2015). *Sermaye Akımları ve Yurtiçi Kredi Genişlemesine Bağlı Makro Finansal İstikrarını Sağlamaya Yönelik Politikalar*. Ankara: Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Başçı, E, Kara, H. (2011). Finansal İstikrar Ve Para Politikası. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği*. 11(08). 1-18.
- Bean, C, Paustian, M, Penalver, A, Taylor, T (2010). Monetary Policy After the Fall. *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference Jackson Hole, Wyoming*. 2-65.
- Berksoy, T, Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. *İstanbul Ticaret Borsası*. 1998(58). 1-152.
- 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, S. Ben, Mark Gertler. (2001), “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *American Economic Review*, 5(91), 253-57.
- Binici, M, Köksal, B. (2012). Türkiye’de Aşırı Kredi Genişlemeleri. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 15(2012). 1-13.
- Birdal, M. (2009). Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri. *EconAnadolu Dergisi*. 17(19). 1-27.

- Blanchard, O, Dell’Ariccia, G, Mauro, P. (2013). Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. *IMF Staff Discussion Note (IMF)*. 13(03). 1-25.
- Blanchard, O, Milesi-Ferretti, G, M, (2009). Global Imbalances: In Midstream? *IMF Staff Position Note*. 09(29). 2-31.
- Borio, C. (2012). The Financial Cycle And Macroeconomics: What Have We Learnt? *BIS Working Papers*. 395. 1-32.
- Borio, C. (2009). Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision. *Financial Stability Review*. 13(10). 31-41.
- Böcüoğlu, M, E. (2015). *Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Brayson, J, H, ve Miller, M. (2013). Developing Economies and Crisis Vulnerability. *Wells Fargo Securities, Llc Economics Group*. 2013(30). 2-7.
- Brownell, C. (2008). *Subprime Meltdown. From U.S. Liquidity Crisis to Global Recession*.
- Bulut, E, Demirel, B. (2012). Uluslararası Para Sisteminin Evrimi. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Cengiz, V, Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *International Journal of Economic and Administrative Studies*. 8(15). 328-344.
- Cerutti, E, Claessens, S, Ratnovski, L. (2014). Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows. *IMF Working Paper*. 14(69). 1-27.
- Ceylan, İ, M. (2013). *Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Enflasyon Hedeflemesi Politikaları: Türkiye Örneği*. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Claessens, S, Köse, M, A. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. *IMF Working Paper*. 13(28). 1-65.

- Claessens, S, Dell'Aricecia G, Igan D, Laeven L. (2010). Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis IMF Working Paper. 10(44). 1-40.
- Çetin, M, Ö. (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 8(14). 67-101.
- Çolak, Ö, F. (2007). *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Dağlaroğlu, T, Demirel, B, Varlık, S. (2013). Bilanço Düzeltme Sürecinde Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Ani Duruş Problemine Karşı Makro Basiretli Politikalar. *International Conferance on Eurasian Economies*. 579-588.
- Dağlaroğlu, T, Çaşkurlu, E. (2010). Global Kredi Krizi Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerine Etkileri ve Politika Seçenekleri. *İktisadi Araştırmalar Vakfı*. 1-144.
- Dağlaroğlu, T. (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*. 2-106.
- Dell'Aricecia, G, Ratnovski L. (2013). Bailots and Systemic Insurance. *IMF Working Paper*. 13(233). 1-27.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 1(20): 57-81.
- Demir, F, Karabıyık, A, Ermişoğlu, E, Küçük, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği*. Sayı.3.
- Demirel, B. (2015). Türk Bankacılık Sisteminde Kredi Riski Ve Modellenmesi. *Munich Personal RePEc Archive*. 2(2015). 1-27.
- Doğan, P, E. (2011). *Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Para Politikası Kuralı Uygulaması*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Duramaz, S, Dilber, İ. (2015). Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış. *Maliye Araştırmaları Dergisi*. 1(1). 29-38.
- Eğilmez, M. (2008). *Küresel Finans Krizi*. İstanbul: Remzi.
- Eğilmez, M. (2013) Kendime Yazılar <http://www.mahfiegilmez.com/2013/04/kuresel-krizin-neresindeyiz.html> (Erişim Tarihi: 25.02.2019)
- Elekdağ, S, Wu, Y. (2011). Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Pust? *IMF Working Paper*. 11(241). 2-41.
- Emirkadı, Ö. 2017 *Küresel Krizi ve Değişen Para Politikaları: Dünyada ve Türkiye’de Faiz Koridoru Uygulaması*. FINANDEBT-“The 3rd International Conference on Debt Crises and Financial Stability”, 02-03 November 2016, Istanbul-Turkey. 465-486.
- Engin, C, Göllüce, E. (2016). 2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları.
- Erdönmez, , P. (2009). Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi. *Bankacılar Dergisi*. 1(22). 85-101.
- Göçer, E. (2011). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Ergin, A, Aydın, H, İ. (2017). Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerve Opsiyon Mekanizması. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*. 7(1). 63-75.
- Ersoy, H, Işıl, G. (2016). Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri. *İstanbul Teknik Üniversitesi. Sosyal Bilimler Dergisi*. 29(15). 350-374.
- Eser, K, A. (2012). Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri Riskler Ve Politika Araçları.(Mesleki Yeterlik Tezi). *T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı*.

- Ganioğlu, A. (2012). Finansal Krizlerin Belirleyicileri Olarak Hızlı Kredi Genişlemeleri ve Cari İşlemler Açığı. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği*. 12(31). 1-29.
- Göçer, İ, Mercan, M, Peker, O. (2013). Kredi Hacmi Artışının Cari Açığa Etkisi: Çoklu Yapısal Kırımlı Eşbütünleşme Analizi. *İ.Ü. İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi*. 18(2013). 1-17.
- Gray, S. (2011). Central Bank Balances and Reserve Requirements. *IMF Working Paper*. 11(36). 1-55.
- Gündoğan, H. (2013). *Enflasyon Hedeflemesi: Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara*. Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hahn, J, H, Mishkin, F, S. Shin, H, S, Shin, K. (2012). Macroprudential Policies in Open Emerging Economies. *NBER Working Paper* 17780. 1-60.
- International Monetary Fund. (2014 a). Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking Curbing Excess while Promoting Growth. October. 1-128.
- International Monetary Fund. (2014b). The Review of Flexible Credit Line, The Precautionary and Liquidity Line, and The Rapid Financing Instrument. *IMF Policy Paper*. April. 1-48.
- International Monetary Fund. ,(2013a). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. *Washington DC: International Monetary Fund*. January. 1-35.
- International Monetary Fund. (2013b). World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges. *Washington DC: International Monetary Fund*. April. 1-144.
- International Monetary Fund. (2011a). Macroprudential Policy: An Organizing Framework. *Washington DC: International Monetary Fund*. March. 1-59.
- International Monetary Fund. (2010). Central Banking Lessons from the Crisis: Prepared by the Monetary and Capital Markets Department. *Washington DC: International Monetary Fund*. May. 1-42.

- İşık, S. Togay, S. (2002). Para Krizi Modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler. *İktisat, İşletme ve Finans*. 191(17). 31-53.
- İşık, N, Tünen, T. (2011). Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizindeki Rolü. *T.C. Türk İşbirliği ve Kalkınma İdaresi Başkanlığı. Avrasya Etütleri*. 39(1). 7-47.
- İlhan, A. (2015). Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 52(608). 65-85.
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- İşcan, İ, H. (2015). 2008 Küresel Sistemik Finansal Krizinde FED ve ECB'nin Para Politikaları. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. İktisat Bölümü Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 212. 1-24.
- Kaminsky, G, Lizondo, S, Reinhart, C, M. (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *International Monetary Fund*. 45(1). 1-48.
- Kara, H. (2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği. 12(17).
- Kara, H, Küçük, H, Tiryaki, S, T, Yüksel, C. (2013). *Türkiye İçin Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları. 03(2013). 1-14.
- Kara, H. Binici, M, Özlü P. (2016). *Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bulgular*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği. 16(08). 1-37.
- Kaya, Z, Tokucu, E. <http://www.avekon.org/papers/899.pdf> (Erişim Tarihi 31.06.2014).
- Kara, H. (2015). *Faiz Koridoru Ve Para Politikası Duruşu*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ekonomi Notları. 13(2015). 1-12.

- Krugman, P. (1996). Are Currency Crises Self-Fulfilling? *NBER Macroeconomics Annual* 1996.No:11. 345-407.
- Kula, F. (2003). Uluslar Arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 4(2). 141-154.
- Küçükşarap, D, Özel, Ö. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği*. 12(32). 1-31.
- Mendoza, E, G, Terrones M, E. (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data. *IMF Working Paper*. 08(226). 4-50.
- Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. U.S.A:Pearson.
- Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. No:5464.
- Onaran, Y. (2013). Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-11-13/emerging-market-banks-threatened-by-end-of-credit-boom>. (Erişim Tarihi: 13.11.2015).
- Ongan, H. (2004). *Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği*. (Maliye Araştırma Merkezi Konferansları). İstanbul: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi.
- Öner, S. (2015). *Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Gelişimi*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü.
- Özatay, F. (2009). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan.
- Özdemir, G. (2012). *Küresel Krizlerin Önlenmesinde Maliye Politikalarının Rolü:2008 Küresel Krizi Türkiye Analizi*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Çanakkale: Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Öztekin, D. (2012). *Küresel Krizin Türkiye Hisse Senedi Piyasasına Etkisinin Analizi: Markov Rejim Değişimi Yaklaşımı*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Öztürk, S, Gövdere, B. (2010). Finansal Küresel Kriz Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 15(1). 378-397.
- Park, Y, C. (2011). The Role Of Macroprudential Policy For Financial Stability İn East Asia's Emerging Economies. *ADBİ Working Paper Series*. 284. 4-27.
- Pasenti, P, Tille, C. (2000). The Economics of Currency Crises and Contagion: An Intraduction. *Federel Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. 3(9). 3-16.
- Reinhart, C, M, Rogoff, K, S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*. 100(5). 573-578.
- Salant, S, Henderson, D. (1978). Market Anticipation of Government Gold Policies and The Price of Gold. *Journal of Political Economy*. 86(08). 627-648.
- Serel, A, Özyurt, İ, C. (2014). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. 1(22). 56-71.
- Soylu, H. (2009). Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye. *Maliye Dergisi*. Sayı:157. 251-266.
- Susam, N, Bakkal, U. (2008). Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek? *Maliye Dergisi*. 1(155): 72-88.
- Takım, A. (2016). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *B.Ü. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 07(2016). 39-60.
- TCMB. (2015). 2015 Yılı Para ve Kur Politikası. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*.
- TCMB (2013). 2014 Yılı Para ve Kur Politikası. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*.

- Tunalı, H. Yalçınkaya, Y. (2016) *Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi*. İktisat Fakültesi Mecmuası. 66(2). 61-112.
- Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Weels Fargo Securities LLC Economics Group, *Developing Economies and Crisis Vulnerability*, October 30, 2013
- Yalta, Y. (2011). *Türkiye Bilimler Akademisi*. <http://www.acikders.org.tr/course/view.php?id=70> (Erişim Tarihi: 10.2015).
- Yavilioğlu, C, Delice, G. (2006). Tezgâh-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme. *Maliye Dergisi*. 151(2). 63-84.
- Yeldan, E. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde? *Çalışma ve Toplum*. 2009(1). 11-28.
- Yıldırım, S. (2010). 2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*. 12(18): 47-55.
- Yılmaz, C. (2009). Banka Kredileri Ve Büyüme İlişkisi. *İstanbul Kültür Üniversitesi Üretim Ekonomisi Kongresi*. 1-8.
- Yılmaz, G. (2015). *2008 Küresel Krizi Ve Sonrasında Finansal Piyasalarla İlgili Alınan Tedbirlerin İncelenmesi İle Türkiye'ye İlişkin Değerlendirmeler*. Ankara: Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücememiş, T, B, Alkan, U, Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar Ve Çalışmalar Dergisi*. 7(13). 449-478.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Elif KARADAĞ

Doğum Yılı ve Yeri : 1987 Kastamonu

Eğitim Durumu : Lisans

Lisans Öğrenimi : Eskişehir Anadolu Üniversitesi / İİBF / İktisat

İş Deneyimi : Ticaret Bakanlığı Çorum Ticaret İl Müdürlüğü / Memur

İletişim : 0507 550 05 47

E-Posta Adresi : elfkarahisar@gmail.com