

**TÜRKİYE'DE PARA VE MAKRO İHTİYATI
POLİTİKALARIN ETKİLEŞİMİ**

Doktora Tezi

Emrah DOĞAN

Eskişehir 2018

**TÜRKİYE’DE PARA VE MAKRO İHTİYATI
POLİTİKALARIN ETKİLEŞİMİ**

Emrah DOĞAN

DOKTORA TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Muharrem AFŞAR

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Aralık 2018

Bu tez çalışması BAP Komisyonunca kabul edilen 1603E096 no.lu proje kapsamında desteklenmiştir.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Emrah DOĞAN'ın "Türkiye'de Para ve Makro İhtiyati Politikaların Etkileşimi" başlıklı tezi **25 Aralık 2018** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca **İktisat** Anabilim Dalında, **Doktora** tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Muharrem AFŞAR
Üye : Prof.Dr.Aykut EKİNCİ
Üye : Prof.Dr.Fikret ER
Üye : Doç.Dr.Bengül Gülümser KAYTANCI
Üye : Doç.Dr.Oytun MECİK

İmza

.....
.....
.....
.....

Prof.Dr.Metin ÇOŞKUN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdür Vekili

.....

ÖZET

TÜRKİYE'DE PARA VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİLEŞİMİ

Emrah DOĞAN

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aralık 2018

Danışman: Prof. Dr. Muharrem AFŞAR

2008 yılında ABD'den başlayarak tüm dünyayı etkisi altına alan finansal kriz, finansal sistem üzerinde yaşanan sorunların reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler yaratabileceğini göstermiştir. Küresel krizin getirdiği olumsuzluklar ve kriz sonrası oluşan küresel konjonktürden elde edilen deneyimler, fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için yeterli olmadığını göstermiştir. Makroekonomik istikrarın korunmasında, fiyat istikrarını hedefleyen para politikalarını tamamlayıcı şekilde, finansal istikrarı sağlamayı hedefleyen makro ihtiyati politikalara ihtiyaç duyulmuştur. Bu bağlamda çalışmada, Türkiye'de para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimin araştırılması amaçlanmıştır. Türkiye'de para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşim, Yapısal VAR (SVAR) modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Modelin tahmininde, 2010 1. çeyrekte 2018 2. çeyreğine kadar uzanan veri setinden faydalanılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlar; para ve makro ihtiyati politikaların, reel ekonomi üzerindeki etkilerinin genel itibarıyla benzer olduğu yönündedir. Ayrıca elde edilen bulgular, makro ihtiyati politikalar ve para politikasındaki karşılıklı etkileşimlerin, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine ulaşılmasında birbirlerini destekleyici iki politika olduğu ifade edilebilir.

Anahtar Sözcükler: Makro İhtiyati Politikalar, Para Politikası, Yapısal VAR, Türkiye

ABSTRACT
INTERACTION OF MONETARY AND MACROPRUDENTIAL POLICIES
IN TURKEY

Emrah DOĞAN

Department of Economics

Anadolu University, Graduated School of Social Science, December 2018

Advisor: Prof. Dr. Muharrem AFŞAR

The financial crisis, which affected the whole world starting from the USA in 2008, showed that the problems experienced on the financial system could have devastating effects on the real economy. The negativities brought about by the global crisis and the global conjuncture after the crisis showed that price stability was not sufficient for macroeconomic stability. In order to maintain macroeconomic stability, macroprudential policies were needed to ensure financial stability, complementing monetary policies targeting price stability. In this study it is aimed to investigate the interaction between monetary and macroprudential policies in Turkey. In order to investigate the interaction between monetary and macro-prudential policies was estimated by using Structural VAR (SVAR) model. The time series data that used in the study includes quarterly observations from the first quarter of 2010 to the second quarter of 2018. An empirical analysis shows that the effects of monetary and macro prudential policies on the real economy are generally similar. The findings of the study also indicate that macroprudential policies and monetary policy interactions are two policies that support each other in achieving the objectives of price stability and financial stability.

Keywords: Macroprudential Policy, Monetary Policy, Structural VAR, Turkey

ÖNSÖZ

Öncelikle bu çalışmanın hazırlanması sırasında, her türlü ilgisi, desteği ve yol gösterici yönüyle, hayatıma kattığı önemini unutmayacağım danışmanım, Prof. Dr. Muharrem AFŞAR'a teşekkürü bir borç bilirim.

Çalışmanın yürütülmesi sırasında birikimleri ve fikirleriyle çalışmaya olan değerli katkılarından dolayı, Doç. Dr. Bengül Gülümser KAYTANCI'ya ve Prof. Dr. Fikret ER hocalarıma teşekkür ederim.

Hayatımın her döneminde bana destek olan aileme ve her zaman yanımda olarak tüm zorlukları benimle göğüsleyen Başak ÖZARSLAN'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

25/12/2018

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmamın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programı”yla tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.


.....
(İmza)

Emrah Doğan

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
BAŞLIK SAYFASI	i
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLOLAR DİZİNİ	xii
ŞEKİLLER DİZİNİ	xii
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	xvi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR.....	5
1.1. Makro İhtiyati Politikaların Tanımı	5
1.2. Makro İhtiyati Politikalar ve Diğer Politikalar Etkileşimi	10
1.2.1. Para Politikası.....	11
1.2.2. Maliye Politikası.....	15
1.2.3. Mikro İhtiyati Politikalar.....	16
1.2.4. Rekabet Politikaları.....	17

1.2.5. Kriz Yönetimi ve Çözümleme Politikaları.....	18
1.3. Makro İhtiyati Politikaların Önemi	18
1.4. Sistemik Risk	20
1.4.1. Sistemik Risk Tanımı.....	20
1.4.2. Sistemik Riskin Kapsamı.....	23
1.4.3. Sistemik Riskin Boyutları.....	27
1.4.3.1. Zaman Boyutu.....	28
1.4.3.2. Kesitsel Boyut.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ VE POLİTİKA ARAÇLARI..	33
2.1. Makro İhtiyati Politika Çerçevesi	33
2.1.1. Kurumsal Çerçeve.....	35
2.1.1.1. Kurumsal Yapı.....	36
2.1.1.2. Görev ve Yetki.....	41
2.1.1.3. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik.....	44
2.1.2. Analitik Çerçeve.....	48
2.1.2.1. İzleme Ve Değerlendirme.....	49
2.1.2.2. Erken Uyarı Göstergeleri.....	50
2.1.3. Operasyonel Çerçeve.....	54
2.2. Makro İhtiyati Politika Araçları.....	58
2.2.1. Zaman Boyutuna İlişkin Araçlar.....	61
2.2.1.1. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu (CCB).....	61
2.2.1.2. Dinamik Karşılıklar.....	65
2.2.1.3. Sektörel Sermaye Yeterlilikleri.....	67

2.2.1.4. Kaldıraç Oranı.....	69
2.2.1.5. Kredi-Teminat Oranı ve Borç-Gelir Oranı Sınırlamaları.....	70
2.2.1.6. Likidite Araçları.....	72
22161. Likidite Karşılama Oranı ve Net İstikrarlı Fonlama Oranı.....	73
22162. Zorunlu Karşılıklar.....	75
22163. Teminat ve Kesintiler.....	77
22164. Açık Döviz Pozisyonları ve Döviz Cinsinden Kredilere Sınırlamalar.....	77
22165. Çekirdek Fonlama Oranı.....	78
22166. Vergi Politikaları.....	78
2.2.2. Kesit Boyutuna İlişkin Araçlar.....	79
2.2.2.1. Sistemik Açından Önem Arz Eden Kuruluşlar İçin İlave Sermaye Yükümlülüğü.....	79
2.2.2.2. Sistemik Risk Tamponu.....	82
2.3. Makro İhtiyati Politika Araçlarının Kullanımı.....	83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR.....	87
3.1. Türkiye'de Makro İhtiyati Politikaların Arka Planı.....	88
3.2. Türkiye Makro İhtiyati Politika Uygulaması.....	91
3.2.1. Kurumsal Çerçeve.....	92
3.2.1.1. Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG).....	93
3.2.1.2. Finansal Sektör Komisyonu.....	93

3.2.1.3. Finansal İstikrar Komitesi.....	94
3.2.2. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Araçları.....	96
3.2.2.1. Sistemik Riskin Zaman Boyutuna İlişkin Makro İhtiyati Politika Araçları.....	97
32211. TCMB’nin Yeni Para Politikası Çerçevesi Kapsamında Geliştirilen Araçlar.....	97
3.2.2.1.1.1. Zorunlu Karşılıklar.....	98
3.2.2.1.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	106
3.2.2.1.1.3. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar...	113
3.2.2.1.1.4. Faiz Koridoru.....	115
32212. Sermaye Yeterlilikleri ve Yükümlülükler.....	122
3.2.2.1.2.1. Konjunktür Karşıtı Sermaye Tamponu.	126
32213. Finansal Kaldıraç Kısıtlamaları.....	129
32214. Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV).....	134
32215. Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI).....	140
3.2.2.2. Sistemik Riskin Kesitsel Boyutuna İlişkin Makro İhtiyati Politika Araçları.....	143
32221. Sistemik Önemli Bankalar ve Sistemik Açından Önem Arz Eden Bankalar İçin İlave Sermaye Yükümlülüğü.....	143
3.3. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Araçlarının Kullanımı.....	148

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE’DE PARA VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİLEŞİMİ... ..	150
4.1. Literatür.....	150

4.2. Veri Seti ve Yöntem.....	153
4.2.1. Yapısal Vektör Otoregresyon (Structural Vector Auto Regression (SVAR)) Modeli.....	153
4.2.2. Veri Seti	155
4.3. Ampirik Bulgular.....	155
4.3.1. Birim Kök Testi.....	155
4.3.2. Yapısal VAR (SVAR) Analizi.....	156
4.4. Yapısal VAR Modeli Analiz Bulgularına İlişkin Genel Bir Değerlendirme.....	164
4.5. Yapısal Modelinin Genişletilmesi ve Modelin Sağlamlığı.....	165
SONUÇ.....	169
KAYNAKÇA.....	172
ÖZGEÇMİŞ	

TABLolar DİZİNİ

Sayfa

Tablo 1.1. Finansal Dengesizlik Varsayımı Altında Teorik Literatürde Ekonomik Şoklara Karşı Optimum Politika Tepkileri.....	14
Tablo 1.2. Finansal Sistemdeki Sistemik Olaylar	24
Tablo 1.3. Sistemik Riskin İki Boyutu.....	32
Tablo 2.1. Makro İhtiyati Politika Tasarlanmasında Kurumsal Modeller.....	40
Tablo 2.2. Makro İhtiyati Erken Uyarı Göstergeleri.....	53
Tablo 2.3. Makro İhtiyati Politika Araçları.....	59
Tablo 2.4. Zaman boyutu ve Kesit Boyutu Makro İhtiyati Politika Araç Seti.....	60
Tablo 2.5. Konjonktür Karşısı Sermaye Tamponunun Kullanımı.....	65
Tablo 2.6. Küresel Boyutta Sistemik Önemli Banka Göstergeleri.....	81
Tablo 2.7. Küresel Sistemik Önemli Bankalar.....	82
Tablo 2.8: Makro İhtiyati Araçların Genel Kullanımı (2000-2013 Yılları).....	86
Tablo 3.1: Türkiye Finansal İstikrardan Sorumlu Kurumların Başlıca Sorumlulukları..	93
Tablo 3.2: Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Araç Seti.....	97
Tablo 3.3. Basel III Sermaye Düzenlemeleri.....	124
Tablo 3.4. Bankacılık Sektörü Kaldıraç ve Aktifler Arasındaki Ampirik İlişki.....	133
Tablo 3.5. Kredi Teminat Oranları.....	135
Tablo 3.6. Gelire Dayalı Hanehalkı Borçluluk Göstergeleri.....	141
Tablo 3.7. Sistemik Önemli Banka Tamponu Oranları (%).....	145
Tablo 3.8. Türk Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma (%).....	146
Tablo 3.9. 30.06.2018 Verilerine Göre Aktif Büyüklüklerine Göre Banka Sıralaması.	146
Tablo 4.1. ADF, PP Birim Kök Test İstatistiği Sonuçları.....	156
Tablo 4.2. Yapısal VAR Modelinde Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi.....	157
Tablo 4.3. Otokorelasyon-LM Test Sonuçları.....	158
Tablo 4.4. White Değişen Varyans Testi Sonuçları.....	158
Tablo 4.5. Normallik Testi Sonuçları.....	158
Tablo 4.6. Tüketim Değişkenin Dahil Edildiği Model Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi.....	165
Tablo 4.7. Yatırım Değişkenin Dahil Edildiği Model Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi.....	165
Tablo 4.8. Reel Döviz Kuru Dahil Edildiği Model Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi.....	167

ŞEKİLLER DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1.1. Finansal İstikrar Çerçevesi	8
Şekil 1.2. Genişletilmiş Finansal İstikrar Çerçevesi.....	10
Şekil 1.3. Makro İhtiyati Politikaların Diğer Politikalarla İlişkisi.....	11
Şekil 1.4. Makro İhtiyati Politikaların Ülke Sayılarına Göre Kullanımı.....	20
Şekil 1.5. Finansal Döngü ve Sistemik Riskin Gelişimi.....	30
Şekil 2.1. Makro İhtiyati Politika Çerçevesinin Unsurları.....	35
Şekil 2.2. Makro İhtiyati Politika Yetkisi.....	36
Şekil 2.3. Merkez Bankası Yapısı.....	37
Şekil 2.4. Ükelere Göre Merkez Bankası Yetkisinde Makro İhtiyati Politika Sorumluluğu (Ekonomik Gelişmişlik Düzeylerine Göre).....	38
Şekil 2.5. Komite Yapısı.....	38
Şekil 2.6: Makro İhtiyati Politika Araç Yetkisi.....	41
Şekil 2.7. Makro İhtiyati Politika Hedeflemesi.....	44
Şekil 2.8. Makro İhtiyati Politika, Şeffaflık ve İletişim.....	46
Şekil 2.9. Makro İhtiyati Politikalar ve Erken Uyarı Sistemi.....	48
Şekil 2.10. Finansal Stres Endeksi (2000-2017).....	52
Şekil 2.11. Makro İhtiyati Politika Araçları ve Hedefler.....	54
Şekil 2.12. Makro İhtiyati Politika Operasyonel Çerçevesi.....	55
Şekil 2.13. Makro İhtiyati Politikaların Operasyonel Çerçevesinin Beş Adımı.....	57
Şekil 2.14. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu.....	62
Şekil 2.15. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu Aktarım Mekanizması.....	64
Şekil 2.16. Geleneksel Karşılık Döngüsü.....	66
Şekil 2.17. Dinamik Karşılıklar Döngüsü.....	67
Şekil 2.18. Sektörel Sermaye Yeterlilikleri Aktarım Mekanizması.....	68
Şekil 2.19. Kredi-Teminat Oranı ve Borç-Gelir Oranı Sınırlamaları Aktarım Mekanizması.....	72
Şekil 2.20. Likitide Yeterlilik Oranları Aktarım Mekanizması.....	74
Şekil 2.21. Zorunlu Karşılık Oranlarının Kredi Maliyetlerine Etkisi.....	76
Şekil 2.22. Zorunlu Karşılıklarda Değişim Sıklığı (2005-2011).....	77
Şekil 2.23: Sistemik Önemli Finansal Kuruluşlar İçin Sermaye Tamponu Aktarım Mekanizması.....	80

Şekil 2.24. Makro İhtiyati Politikaların Araçların Kullanımı.....	84
Şekil 3.1. Türkiye Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Girişi.....	89
Şekil 3.2. Türkiye Özel Kredi / GSYİH Oranı.....	89
Şekil 3.3. 2008 Küresel Krizi Sonrası Türkiye Sistemik Risk Gelişimi.....	90
Şekil 3.4. Türkiye Finansal İstikrar Komite Yapısı.....	94
Şekil 3.5. Tüketici ve Ticari Kredilerin Büyümesi (Yıllık % değişim).....	96
Şekil 3.6. TL ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları Değişimi (%, Ağırlıklı Ortalama) (2006-2018).....	101
Şekil 3.7. Zorunlu Karşılığa Tabi Türk Lirası Mevduatı.....	102
Şekil 3.8. Zorunlu Karşılığa Tabi Yabancı Para Mevduatı.....	102
Şekil 3.9. Zorunlu Karşılıklar ve Mevduatın Bankalara Olan Maliyeti.....	103
Şekil 3.10. Zorunlu Karşılık Oranları Aktif Kullanımı Sonrası Mevduatın Bankalara Maliyeti ve Ortalama Mevduat Faizi Arasındaki Fark (%).....	104
Şekil 3.11. Zorunlu Karşılık Oranları Değişimi Sonrası Kredi Faiz Oranları ve Net Faiz Marjı.....	105
Şekil 3.12. Bankacılık Sektörü Kredi Büyümelerinin Zorunlu Karşılık Oranları Değişimlerine Karşı Etki-Tepki Grafikleri.....	106
Şekil 3.13. TL Zorunlu Karşılıklar İçin ROM Kullanım Oranı (%).....	110
Şekil 3.14. Döviz Rezerv Opsiyon Katsayıları.....	111
Şekil 3.15. Altın Rezerv Opsiyon Katsayıları.....	111
Şekil 3.16. TCMB Brüt Döviz Rezervi (Milyon Dolar).....	112
Şekil 3.17. TCMB Brüt Altın Rezervi.....	112
Şekil 3.18. ROM Sonrası Sermaye Akımları ve Döviz Kuru Oynaklıları.....	113
Şekil 3.19. Bankacılık Sektörü Kaldıraç Oranlarının Dağılımı (2017 Son Çeyreği İtibari İle).....	115
Şekil 3.20. Faiz Koridoru Sistemi.....	116
Şekil 3.21. TCMB Faiz Koridoru Sistemi.....	118
Şekil 3.22. TCMB Faiz Koridoru ve BIST Gecelik Faiz Oranları.....	119
Şekil 3.23. TCMB Ortalama Faiz, TL Ticari Kredi Faizi ve Tüketici Kredi Faizi.....	121
Şekil 3.24. BIST Gecelik Faiz Oranı ve TL'deki Oynaklık.....	122
Şekil 3.25. Sermaye Yeterlilik Oranı ve Aktif Karlılık Oranı (2008-2017).....	125
Şekil 3.26. Sermaye Yeterlilik Oranı ve Yıllık Kredi Büyüme Hızı (%) (2008-2017).....	125

Şekil 3.27. Döngüsel Sermaye Tamponu Uygulama Adımları.....	127
Şekil 3.28. 2008 Krizi Sonrası Kredi/GSYH Açığı (%).....	128
Şekil 3.29. Kredi/GSYH Açığı ve Uygulanması Gereken Döngüsel Sermaye Tamponu Oranı (%).....	128
Şekil 3.30. Kaldıraç Döngüsellliği Mekanizması.....	130
Şekil 3.31. Bankacılık Sektörü Kaldıraç Oranları Gelişimi.....	132
Şekil 3.32. Kredi Teminat Oranı, Konut Kredileri ve Konut Kredileri Faiz Oranı....	136
Şekil 3.33. Reel Konut Fiyat Endeksi Gelişimi.....	137
Şekil 3.34. Reel Konut Fiyatı Endeksi GSADF Birim Kök Testi İstatistiği.....	138
Şekil 3.35. Kredi Teminat Oranı, Taşıt Kredileri ve Taşıt Kredileri Faiz Oranı.....	139
Şekil 3.36. Yıllar İtibariyle Takipte Kredi Oranının Gelişimi (%).....	140
Şekil 3.37. Gelire Dayalı Hanehalkı Borçluluk Göstergesi.....	142
Şekil 3.38. Kredi Kartı Kullanımı Büyüme Oranı.....	143
Şekil 3.39. BDDK Sistemik Önemli Banka Göstergeleri.....	144
Şekil 3.40. Türkiye’de Bankaların Sistemik Risk Potansiyelleri.....	147
Şekil 3.41. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Endeksi.....	148
Şekil 3.42. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Araçlarının Sınıflandırması.....	149
Şekil 4.1. Reel GSYİH’nin Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi.....	160
Şekil 4.2. Kredilerin Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi.....	160
Şekil 4.3. Enflasyon Oranının Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi.....	161
Şekil 4.4. Para Politikasının Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi.....	161
Şekil 4.5. Reel GSYİH’nin Para Politikası Şokuna Tepkisi.....	162
Şekil 4.6. Kredilerin Para Politikası Şokuna Tepkisi.....	162
Şekil 4.7. Enflasyon Oranının Para Politikası Şokuna Tepkisi.....	163
Şekil 4.8. Makro İhtiyati Politikaların Para Politikası Şokuna Tepkisi.....	163
Şekil 4.9. Tüketim ve Yatırımların Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi.....	166
Şekil 4.10. Tüketim ve Yatırımların Para Politikası Şokuna Tepkisi.....	167
Şekil 4.11. Reel Döviz Kurunun Makro İhtiyati ve Para Politikası Şoklarına Tepkisi.....	168

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

ADF	: Geniştirilmiş Dickey-Fuller-Augumented Dickey-Fuller
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
BIST	: Borsa İstanbul
CCB	: Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu
CFR	: Çekirdek Fonlama Oranı
DTI	: Borç Gelir Oranı
ECSC	: Avrupa Kömür Çelik Topluluğu
ECB	: Avrupa Merkez Bankası- European Central Bank
EWS	: Erken Uyarı Sistemi- Early Warning System
FED	: Federal Reserve Bank- Federal Rezerv Sistemi
FSB	: Finansal İstikrar Kurulu- Financial Stability Comitee
FSC	: Finansal İstikrar Katkısı- Financial Stability Contribution
FSIs	: Finansal Sağlamlık Göstergeleri- Financial Soundness Indicators
GSADF	: Genelleştirilmiş Dickey Fuller
IMF	: Uluslararası Para Fonu- International Monetary Fund
LCR	: Likidite Karşılama Oranı
LTV	: Kredi-teminat oranı
NSFR	: Net İstikrarlı Fonlama Oranı
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü-Organization for Economic Cooperation and Development
PP	: Phillips-Perron
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROO	: Rezerv Opsiyonu Oranı
SIFI	: Sistemik Olarak Önemli Finansal Kurumlar- Systemically Important Financial Institution
SRB	: Sistemik Risk Tamponu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VAR	: Vektör Otoregresif Model-Vector Autoregression Model
SVAR	: Yapısal Vektör Otoregresif Model

GİRİŞ

2008 yılında ABD'den başlayarak tüm dünyayı etkisi altına alan finansal kriz, finansal sistem üzerinde yaşanan sorunların reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler yaratabileceğini göstermiştir. Küresel kriz ekseninde yapılan tartışmalarda; krizden önceki yıllarda “rüzgara karşı durma” yönlü politikalar yerine, fiyat istikrarına odaklanılmasının, krizin ekonomilere olan maliyetini beklenenden fazla olmasında önemli rolü olduğu ifade edilmektedir. (Blanchard vd., 2010).

Krizin sonuçlarına yönelik yapılan analizler, ne tür politikaların tasarlanabileceği ve ne tür tedbirler alınabileceğine ışık tutması açısından ayrı bir önem taşımaktadır. Bu konuda Hahm vd. (2012)'nin krizin sonuçlarına yönelik yaptığı değerlendirmeler oldukça önemlidir. Hamm vd. (2012)'nin krize dair ulaştığı ilk sonuç; finansal sistemde yapılan işlemlerin ekonomi üzerindeki temel rolünün küresel kriz öncesinde yeterince dikkate alınmamasıdır. Küresel kriz öncesinde politika analiz ve tasarlanmasında finansal sistemin göz ardı edilmesi, krizin etkisinin tahmin edilenden çok fazla olmasıyla sonuçlanmıştır. İkinci bir sonuç; krizin maliyeti üzerinedir. Buna göre, küresel finansal kriz beraberinde üretimde büyük çapta daralma, kamu bütçelerine getirmiş olduğu ek yük gibi ekonomilere ek maliyetler getirmiştir. Hahmn vd (2012)'nin bu konuda krizden çıkardığı en önemli sonuç ise; sadece fiyat istikrarına odaklanılmasının, finansal istikrarı güvence altına alınmasında bu dönemde yetersiz kalmasıdır. Çünkü bahsi geçen dönemde, krizin temel nedenlerini finansal sistemdeki denetim sorunları, kural dışı uygulamalar oluşturmuştur. Ancak krizden önce yaygın olan “fiyat istikrarının sağlanması ve çıktı açığının kontrolü halinde finansal istikrada kendiliğinden sağlanacaktır” görüşünün geçersizliği kanıtlanmıştır. Küresel kriz süresince merkez bankalarının geliştirdiği para politikalarının finansal krizden çıkış sürecinde yetersiz kalışı ve geliştirilen politikaların aşırı risk alınmasını önleyememesi bu durumu kanıtlar niteliktedir (TCMB, 2014a).

Küresel krizden çıkarılan bu dersler, ekonomileri yeni politika arayışlarına sevk etmiştir. Bu bağlamda, finansal sistemde görülen sorunların ekonominin tümü üzerinde yarattığı olumsuzlukları önlemek için finansal istikrarı gözeterek şekilde politikaların tasarlandığı bir süreci beraberinde başlatmıştır. Bu sürecin temelini ise, finansal sistemde yaşanabilecek sorunların ekonomi üzerinde beklenenden çok daha fazla olumsuz etkisi olacağı varsayımı oluşturmaktadır. Bu varsayım etrafında geliştirilen politikalar ise, finansal sistemin genelini sağlam bir yapıya dönüştürerek, finansal istikrarın

sürdürülebilirliğini sağlayan ve aynı zamanda sağladığı esneklik ile para politikası etkinliğini de artıran makro ihtiyati politikalar olmuştur (Oktar vd., 2013).

Makro ihtiyati politikalar, temel olarak finansal sistemin tümüne ait davranışları; kredi ve varlık fiyatlarına ilişkin araçlar, döngüsel sermaye tamponu, vergiler ve borçların sınırlandırılmasına yönelik araçlar gibi çok sayıda araç çeşitliliği ile etkileyerek finansal krizlere yol açabilecek risklerin artmasını önlemektedir (Federico vd., 2014; Tovar vd., 2012). Gelişmekte olan ekonomiler, bu makro ihtiyati politikaların kullanımında öncü ülkeler olmuştur. Bunun temel sebebi, olağanüstü küresel iktisadi döngünün, bu ekonomilere oldukça kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun girişiyle kendini göstermesidir. Küresel kriz sonrası çoğu gelişmekte olan ekonomide sermaye girişlerinde görülen artış, yerel para birimi üzerinde değerlenme baskısı yaratmış, kredilerin hızla büyüme yönünde teşvik etmiş, cari işlemler dengesinde ve finansal istikrarda bozulmalara yol açmıştır (Uysal, 2017). Yani sermaye girişlerinde görülen artışlar, küresel risk iştahındaki ani değişimlerin bu ekonomilerde yaratabileceği oynaklıklar ile ekonomilerin dayanıklılığında ciddi oranda bozulmalara yol açma olasılığını artırmıştır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler yukarıda ifade edilen nedenlerle, finansal sistemin tümüne yönelik proaktif tedbir ve düzenlenmeler bütünü olarak adlandırılabilir, makro ihtiyati politikaları hayata geçirmeye başlamıştır (TCMB, 2014a).

Türkiyede'de, çoğu gelişmekte olan ekonomi gibi, sermaye akımları, Türk lirasının hızla değer kazanmasını ve kredi büyümesinde yüksek artışlara neden olmuştur. Değerlenen Türk Lirası hızlı kredi büyümesi ile birlikte, ithalatta yüksek miktarda bir sıçramaya neden olarak, cari işlemler dengesini kötüleştirmiştir. Öte yandan küresel risk iştahında görülen ani değişimler de, risklerin Türkiye'ye yansımaya olasılığını artırarak, finansal istikrarın sürdürülmesinde endişe yaratmıştır. Bu bağlamda, TCMB fiyat istikrarı hedefinin yanında, finansal istikrarında öneminden hareketle yeni politika çerçevesine geçmiştir. TCMB'nin yeni politika bileşimini; makro finansal riskleri dikkate alan, ekonominin dayanıklılığını artırıcı ve olası kırılganlıkları önlemeye imkan veren esnek bir politika anlayışı oluşturmuştur. Bu yeni politika bileşimini tamamlayıcısı olarak, BDDK, SPK, TMSF gibi finansal istikrarı sağlamadan sorumlu diğer kuruluşlar tarafından bu yönde politika araçları tasarlanarak, uygulanmaya başlanmıştır. Bu sayede birden fazla amaca aynı anda ulaşılarak, makro finansal risklerin önlenmesi, dolayısıyla finansal istikrarın desteklenmesi hedeflenmiştir. Başta TCMB olmak üzere finansal istikrardan sorumlu diğer kuruluşlarla koordinasyon halinde geliştirilen bu yeni

politikalar, diğ er bir ifade ile makro ihtiyati politikalar, kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek sermaye girişlerinin ve oynaklıklarının kontrol altında tutulmasını sağlamaktadır. Aynı zamanda bu esnek politika yaklaşımı ile finansal istikrar riskleri de sınırlandırılmaktadır (TCMB, 2014a).

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde para politikası ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimleri ortaya koyarak, etkin politika bileşimini analiz etmektir. Bu amaçla kullanılan SVAR modeli yardımıyla Türkiye’de para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşim belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmada, Türkiye’de makro ihtiyati politikalar 2010 yılından itibaren aktif olarak kullanılmaya başlandığından, 2010 birinci çeyrekte 2018 ikinci çeyreğine kadar uzanan veri seti kullanılmıştır. Çalışmayı diğ er çalışmalardan ayrılan yönü, Türkiye ekonomisinde güçlü finansal bir sistem ve etkin para politikası için para politikası ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimin tespit edilerek etkin politikaların tasarlanmasına olanak tanıyacak olmasıdır. Bunun da çalışmaya özgün bir değ er kattığı düşünölmektedir. Yapılan literatür taramasında, konuyla ilgili çalışmaların azlığı nedeniyle çalışmanın literatüre önemli yarar sağlayacağı düşünölmektedir.

Bu çerçevede ilk bölümde; öncelikle makro ihtiyati politika kavramı, kapsamı ve bileşenlerinin ne olduğı tartışılmıştır. Daha sonra ise makro ihtiyati politikaların finansal istikrar niçin önemlidir ve diğ er politika ögeleriyle ilişkileri nedir sorusuna yanıt aranmıştır.

İkinci bölümde; öncelikle makro ihtiyati politika çerçevesinin kapsamı değ erlendirilmiştir. Ardından makro ihtiyati politika araç setlerinin neler olduğı, geleneksel politikalarla etkileşimi ve aktarım mekanizmalarına yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, ilk olarak Türkiye’de makro ihtiyati politikaların arka planına ilişkin bir değ erlendirilme yapılmıştır. Ardından Türkiye’de makro ihtiyati politika stratejisi çerçevesinde geliştirilen kurumsal yapılanma incelenmiştir. Sonrasında ise TCMB’nin küresel kriz sonrası uyguladığı yeni politika anlayışı kapsamında, kullandığı politika araçlarına ve bu politikaları destekleyici finansal istikrardan sorumlu diğ er kuruluşlar tarafından kullanılan makro ihtiyati politika araçları değ erlendirilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise; Türkiye’de para ve makro ihtiyati politikaların etkileşimine ilişkin istatistiksel analiz yapılmıştır. Bu bağlamda kullanılan modeller, Türkiye’nin ileriye dönük etkin politika kombinasyonları ile finansal sistemde oluşabilecek aksaklıkların, sistemin tümüne yayılmasını nasıl önlenebileceğine ilişkin

analiz yapılmıştır. Bu bölümün temel hedefi ise; güçlü finansal bir sistem ve etkin para politikası için, para ve makro ihtiyati politika etkileşiminin ortaya konulması olmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle makro ihtiyati politika kavramı ve kapsamı, makro ihtiyati politikaların finansal istikrar içindeki önemini açıklığa kavuşturmak amacıyla tanımlanmaya çalışılmaktadır. Daha sonra, makro ihtiyati politika kavramı ve diğer politika ögeleriyle etkileşimleri ortaya koyulmuştur. Ardından makro ihtiyati politikaların, finansal sistemin istikrarı ve sistemik riskleri en aza indirmek için neden kilit bileşen olduğu incelenmektedir. Bu amaçla öncelikle makro ihtiyati politikaların önemi ve gerekliliği incelendikten sonra; makro ihtiyati politikaların temelde önleyici görev edindiği sistemik risk kavramı, sistemik risklerin kaynakları ve makro ihtiyati politikalarla olan ilişkisi ele alınmaktadır.

1.1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN TANIMI

Makro ihtiyati politika kavramı, temelde sistemik risklerin sınırlandırılması için gerekli tedbirlerin alınması amacıyla geliştirilen politika araçları olarak tanımlanmaktadır. Bu kavramın kullanımı özellikle son yaşanan küresel kriz sonrası ivme kazanmış olsa da, kavramın yaratılması ve uluslararası bağlamda ilk kez ortaya çıkması Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (BIS) kayıtlarına göre Cooke Komitesi¹'nin 1979'da yaptığı toplantıya kadar dayanmaktadır (Clement, 2010:59). Kavramın yaratılması ve yaygınlaştırılması esasen Crockett (2000), Borio (2003), White (2006) ve Borio ile White (2004) gibi Uluslararası Ödemeler Bankası araştırmacıları görüşleri ve katkılarıyla olmuştur. Sözü geçen bu çalışmalardan birinde, makro ihtiyati politika kavramı, finansal istikrarsızlığı önlemeye yönelik geliştirilen düzenleme ve denetimler şeklinde ifade edilmektedir (Borio (2003).

Makro ihtiyati politika kavramı ihtiyat ve makro şeklinde iki ögeye ayrılarak tanımlandığında, kavramın ilk ögesi olan ihtiyat ögesi; bir takım düzenleme, denetim veya gözetimin varlığını ifade etmektedir. Makro ögesi ise sistemik risklere mikro boyutta değil bir bütün olarak sistemik riskleri önleyici düzenleme ve denetimlerin varlığını ifade etmektedir. Özetle, makro ihtiyati politikaların genel çerçevesini ve nihai amacını, sistemik riskin ortaya çıkmasından kaynaklanan ve sonrasında ortaya çıkacak

¹ Cooke Komitesi, bankacılık alanındaki düzenlemelerde halen sürmekte olan önemli bir değişikliğin başlangıcı olan komite daha sonra Basel Bankacılık Denetim Komitesi'ne dönüştürülmüştür.

zararları sınırlamak için denetleyici ve düzenleyici yapıların uygulanması oluşturmaktadır (Riksbank, 2009, s. 107).

Makro ihtiyati politika kavramı, temelde önleyici görev edindiği sistemik risk ve finansal sistemdeki istikrarsızlıklarla ilgili pek çok kavramda olduğu gibi kavramın ilk kez kullanıldığı 1979 yılından bu yana farklı yorumlamalar yapılmaktadır.

Örneğin kavramın ilk kez yorumlanması İngiltere Merkez Bankası tarafından üretilen, BIS Ekonomik Danışmanı ve ECSC'nin (Avrupa Kömür Çelik Topluluğu) Başkanı Alexandre Lamfalussy'nin başkanlık ettiği bir çalışma grubunun arka plan belgesinde yer almaktadır. Ekim 1979 tarihli belge, makro ihtiyati tedbirleri krediyi kısıtlamanın birkaç alternatif yollarından biri olarak tanımlamıştır (Clement, 2010, ss. 60-61).

ECSC'nin 1986 yılında yayınladığı "Uluslararası Bankacılıktaki Son Yenilikler" başlıklı raporunda ise makro ihtiyati politika, finansal kesim ve ödeme mekanizmalarının güvenliğini ve sağlıklı işleyişini teşvik edici politikalar şeklinde tanımlanmaktadır (BIS, 1986, ss. 2-3).

1990'ların sonunda makro ihtiyati politika kavramı, 1998 Asya finansal krizinin de etkisiyle, merkez bankaları tarafından da kullanılmaya başlanmıştır. IMF'nin Ocak 1998 tarihli raporunda geçtiği üzere; makro ihtiyati politika yaklaşımı, piyasa istihbaratı ve makroekonomik bilgilere dayanan ve varlık piyasalarındaki önemli gelişmelere, diğer finansal araçlara ve makroekonomik gelişmelere ve potansiyel dengesizliklere odaklanan politikalar şeklinde yorumlanmıştır (IMF, 1998, s. 13).

Küresel kriz sonrası finansal istikrar ve bunu koruyabilen makro ihtiyati politikaların, iç ve dış istikrarın kilit bileşeni haline gelmesi birlikte tutarlı ve genel kabul görebilecek bir tanımlama ihtiyacı doğmuştur. Bu kapsamda Finansal İstikrar Kurulu (FSB), Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından Şubat 2011'de G20 ülkeleri için hazırlanan güncellenmiş raporda, makro ihtiyati politikalar; sistematik ve sistematik olmayan tüm finansal riskleri önleyerek reel ekonomide ciddi sorunlar meydana getiren finansal hizmetlerin aksamasını sınırlayıcı ihtiyati politika araçları şeklinde tanımlanmaktadır (FSB vd., 2011a, s. 2). Bu tanım dar kapsamda finansal istikrarın sağlanmasına yönelik geliştirilen politika araçları şeklinde değerlendirilebilir. Ekim 2011 tarihli G20 ilerleme raporunda ise makro ihtiyati politikalar, ilk olarak ekonomi için ciddi olumsuz sonuçlara yol açan finansal hizmetleri aksatan sistematik riskleri sınırlayıcı amaçta politikalar olarak tanımlanmıştır. İkincisi finansal ve reel sektör arasındaki etkileşimde dahil olmak üzere finansal sisteme bir bütün

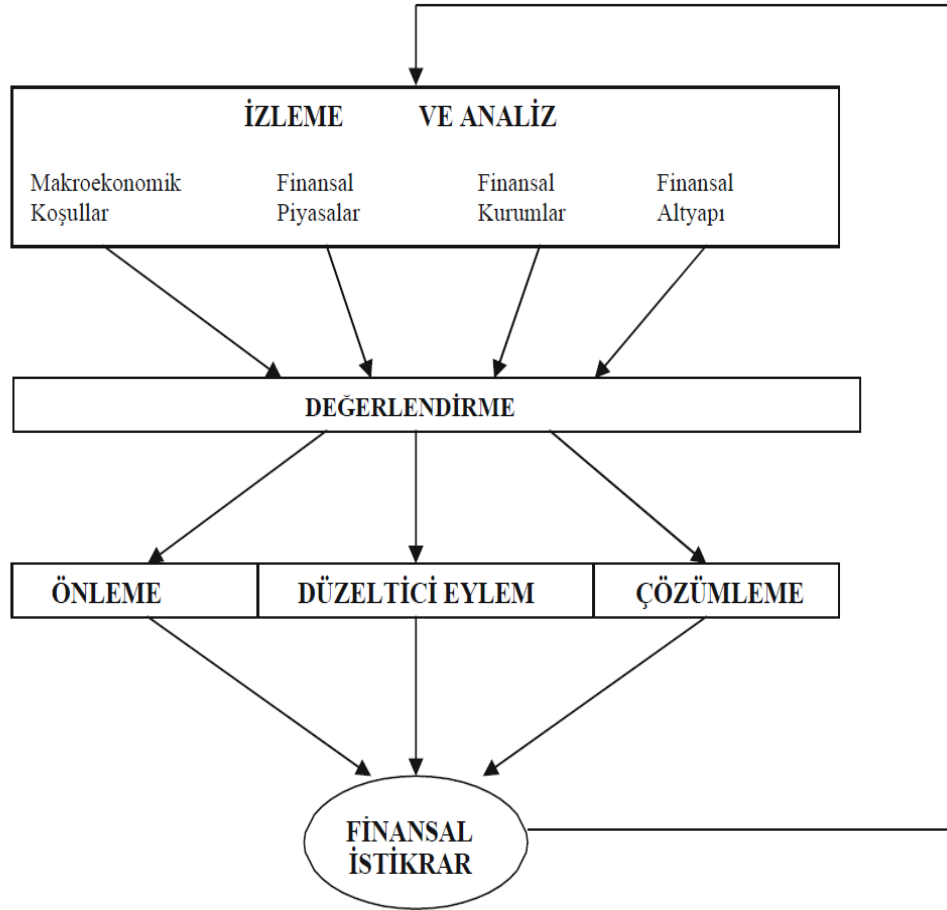
olarak odaklanarak geliştirilen politikalardır. Üçüncüsü ise, bir bütün olarak finansal sistemin işleyişini tehlikeye atan, sistematik risklerin yayılması, bulaşmasındaki kaynakların birbiriyle bağlantılarını, bağımlılıklarını belirleyici politika araçları setidir şeklinde üç belirleyici unsur çerçevesinde tanımlanmıştır (FSB vd., 2011b, s. 4).

Buraya kadar yapılan tanımlardan görülebileceği gibi makro ihtiyati politika tanımı, finansal sistemde görülen ya da görülebilecek sistematik riskleri önleyici politikaların geliştirilmesi temel işlevi üzerine yapılmaktadır. Bu anlamda IMF (2013b)'de ifade edildiği gibi; makro ihtiyati politikalar finansal sistemde oluşabilecek sistemik şokları önleyici yönde finansal sistemin direncini artırmaya yönelik politikalardır. Makro ihtiyati politikalar aynı zamanda finansal sistemde sistemik şokların oluşması durumunda, sistemik şokların etkilerini azaltıcı bir tampon görevi görerek finansal sistemin ekonomiye kredi sağlama kabiliyetini korumaya yardım eden politikalardır. Özetle makro ihtiyati politikalar, finansal sistemdeki istikrarın sürdürülebilirliğini sağlamak adına sistematik açıkları sınırlamak için tasarlanan politika araçlarıdır şeklinde genel bir tanımlama yapılabilir (IMF, 2012).

Özatay (2012:52), finansal istikrarı hem finansal kurumların hem de finansal kurumların aracılık hizmetlerinden yararlananların risk alma eğilimlerinin ekonomik faaliyetler düzeyindeki dalgalanmalarla paralel hareket etme eğilimi ve dolayısıyla söz konusu dalgalanmaların şiddetinin azaltıldığı bir ortam olarak tanımlamaktadır. Finansal istikrarın sürdürülmesinin genel çerçevesini ise Schoemaker (2010, s. 177): i) finansal sistemdeki potansiyel kırılganlıkları erken safhalarda tespit edilmesi ii) finansal sistemdeki bozuklukların oluşma olasılığını azaltıcı ihtiyati tedbirlerin alındığı bir finansal sistem yapısının oluşturulması iii) finansal istikrar yapısında herhangi bir bozulma durumunda ise, bu bozulmanın ekonomiye ve finansal sisteme maliyetini azaltacak ve yeniden finansal istikrarı sağlayıcı politikaların uygulanması olarak üç aşamada ele almaktadır.

Şekil 1.1 böyle bir finansal istikrar çerçevesini göstermektedir. Buna göre, finansal istikrarın sürdürülmesinde ilk aşamayı finansal sistemdeki tüm unsurların (finansal piyasalar, araçlar ve altyapı) makro ekonomik koşulları da göz önüne alarak, aralarındaki karşılıklı etkileşimleri gözlemleyerek ve analiz ederek tüm olası risklerin, kırılganlıkların tespit edilmesi oluşturmaktadır. İkinci aşamayı ise, finansal sistemi oluşturan unsurların

bireysel ve bir bütün olarak sağlamlığı değerlendirilmektedir.² Finansal istikrarın sürdürülebilirliğinde son aşamada ise, öncelikle finansal sistemde bozulmaya yönelik göstergelerin olması durumunda bu durumu önleyici uygun tepkilerin verilmesi oluşturmaktadır. Finansal istikrarın bozulmasına neden olan temel problemlerin çözülmemesi durumunda ise kamu otoriteleri devreye girerek finansal istikrar problemlerini çözmek amacıyla, bu sorunlardan etkilenen finansal kurumları yoğun bir gözetim ve denetime tabi tutmaktadır. Diğer yandan finansal koşulların kötüleşmesi durumunda ise, farklı politika araçlarından en iyi hangi yaklaşımın finansal istikrarı sağladığına karar verilerek çözüme yönelik en iyi politika uygulanmaktadır (Schoenmaker, 2010, ss. 177-181).



Şekil 1.1. Finansal İstikrar Çerçevesi (Schoenmaker (2010))

² Finansal sistemin değerlendirmesinde genel bir çerçeve olmasa da IMF(2004) finansal istikrarın analiz edilmesinde temel verilerin kalitesini ve karşılaştırılabilirliğini artırmak adına Finansal Sağlık Göstergeleri'ni (FSIs) geliştirmiştir. Öte yandan TCMB(2010a)'da IMF(2004)'le benzer şekilde Finansal Sağlık Endeksi'ne yer verilmiştir.

Finansal istikrarın genel çerçevesi yakın zamana kadar, para politikası, mikro ihtiyati düzenlemelere yönelik politika kombinasyonları tarafından sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak son yaşanan kriz tecrübesinden sonra finansal sistemin çöküşü ve bu politikaların yetersiz kalması, finansal sistemdeki istikrarın sürdürülmesindeki politika boşluğunun makro ihtiyati politikalarla doldurulmasıyla yeni bir boyut kazanmıştır. Buradan hareketle makro ihtiyati politikalar, G30 (2010)'da belirtildiği gibi para politikası, maliye politikası, rekabete dayalı politikalar ve sistemik riski önleyici düzenleme ve denetim politikaları gibi diğer politika araçlarıyla tamamlayıcı şekilde organize edildiğinde daha geniş kapsamlı bir finansal istikrar çerçevesi ortaya çıkmaktadır. Şekil 1.2, finansal sistem için geniş çapta finansal istikrarın genel çerçevesini göstermektedir.

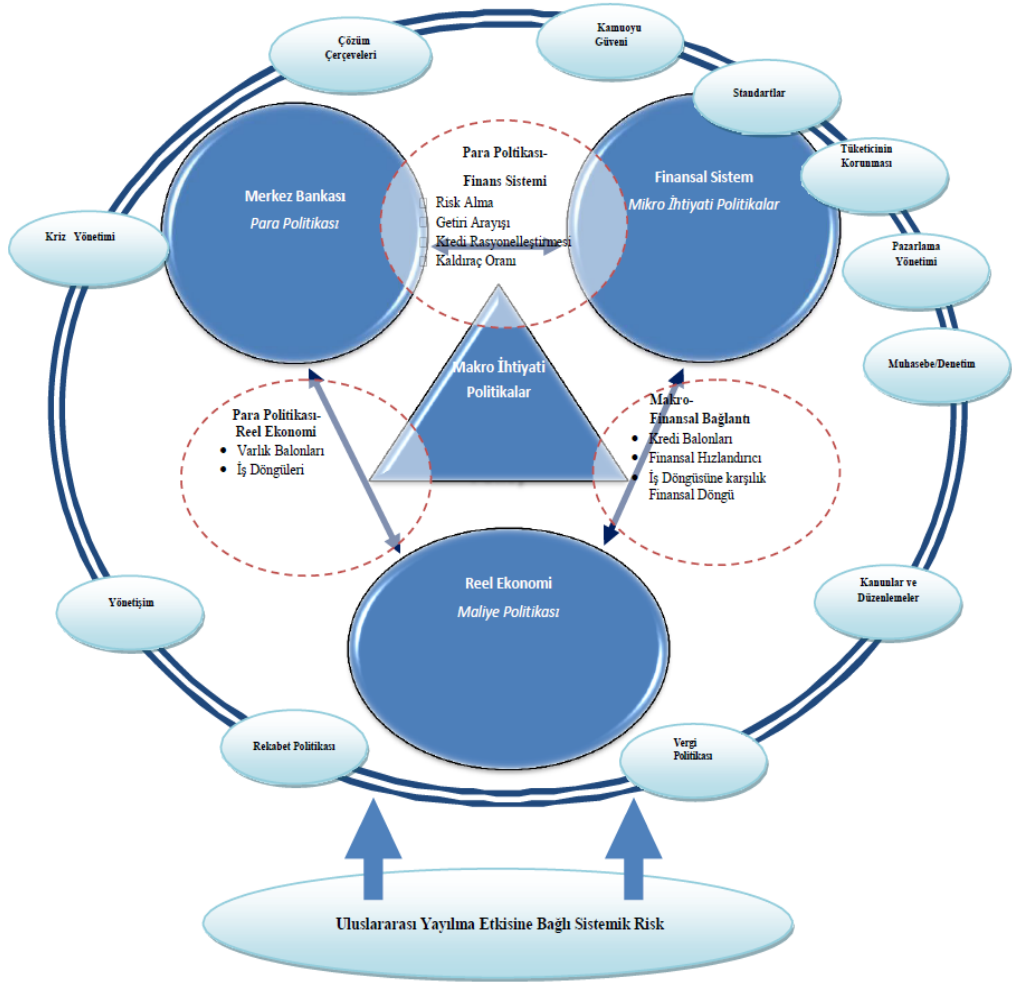
Şekil 1.2'de verilen genişletilmiş finansal istikrar çerçevesinden görülebileceği gibi makro ihtiyati politikalar, finansal istikrarın üç ayağı olan para politikası, maliye politikası ve mikro ihtiyati politikaları arasındaki karşılıklı bağın merkezinde yer almaktadır. Şekle göre finansal sistemin istikrarını sağlamada temel sorumluluğu makro ihtiyati politikalar üstlenirken, diğer politikalarda makro ihtiyati politikaları tamamlayacak şekilde tasarlanmalıdır (Vinals vd., 2011, s. 9). Makro ihtiyati politikaların sistematik risk unsurlarını saptama ve buna göre risk unsurlarının büyümesini önleme temel işlevi düşünüldüğünde genişletilmiş finansal istikrar çerçevesini:

i) para politikası, reel ekonomi ve finansal sistem arasındaki etkileşimden kaynaklanan sistemik unsurların gözlenmesi, değerlendirilmesi sonucu reel ekonomi ve finansal sistemden kaynaklanacak herhangi bir sistemik tehdit tespit edilmektedir. Bununla birlikte para politikası kararlarının çeşitli parasal aktarım mekanizması kanalları aracılığıyla yaratabileceği risk unsurlarının gözlemlenerek politikaların yürütülmesi,

ii) maliye politikalarından kaynaklanan herhangi bir sistemik risk olması durumunda bu unsurların tanımlanması ve değerlendirilmesi,

iii) finansal istikrar çerçevesinin yan unsurları olarak değerlendirilebilecek muhasebe/denetim gibi unsurlarda yapılan değişikliklerden kaynaklanan herhangi bir sistemik risk olması durumunda bu unsurların tanımlanması ve değerlendirilmesi,

iv) ileride oluşabilecek herhangi bir sistemik risk tehdidine karşı ileriye dönük kriz yönetiminin tasarlanması oluşturmaktadır (Dombret, 2011, s. 1).

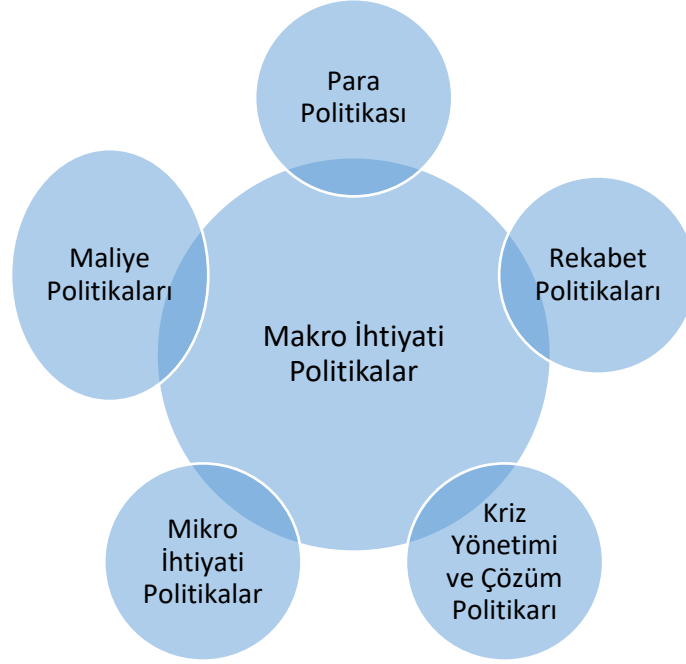


Şekil 1.2. Genişletilmiş Finansal İstikrar Çerçevesi (Merwe (2016))

1.2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR VE DİĞER POLİTİKALAR ETKİLEŞİMİ

Makro ihtiyati politikalar daha önce de belirtildiği üzere, sistematik ve sistematik olmayan tüm finansal riskleri önlemekte, reel ekonomide ciddi sorunlar meydana getiren finansal sistemin aksamasını ve istikrarsızlıkları önleme fonksiyonunu üstlenmektedir. Makro ihtiyati politikalar bu fonksiyonunu yerine getirirken, diğer politikalarında finansal sisteme bir bütün olarak etkisi göz önüne alınmaktadır. Dolayısıyla makro ihtiyati politikalar, diğer politikaların birincil sorumluluklarını da göz ardı etmeden tamamlayıcı şekilde tasarlandığı takdirde, finansal riskleri sınırlama ve finansal istikrarı sağlamada başarılı olabilir. Diğer taraftan bu politikalar arasındaki ilişkilerin doğru şekilde belirlenmesi, politika uygulamaları sırasında çıkabilecek muhtemel çatışmaların başarılı şekilde çözülmesinde ulusal ve uluslararası düzeyde ihtiyati politikaların

kurumsal çerçevelerinin geliştirilmesi önemlidir (Nier vd., 2011a). Bu bağlamda makro ihtiyati politikaların, başta para politikası olmak üzere diğer politikalarla olan tamamlayıcı ilişkisi, finansal istikrara katkı sağlamada ortak bir sorumluluk üstlenmektedir. Şekil 1.3'te de makro ihtiyati politikalarla diğer politikalar arasındaki böyle bir tamamlayıcı ilişki gösterilmektedir.



Şekil 1.3. Makro İhtiyati Politikaların Diğer Politikalarla İlişkisi (Vinals vd. (2013))

1.2.1. Para Politikası

Birçok ülkede para politikasının ana hedefi başta fiyat istikrarı olmak üzere, yüksek istihdam, ekonomik büyüme, faiz oranı istikrarı, döviz kurlarında istikrar gibi hedeflerin gerçekleştirilmesidir (Bofinger, 2001). Bu bağlamda tanımlanan hedeflere göre, merkez bankaları ekonomide istikrarı sağlayarak sürdürülebilir ekonomik büyümeye katkıda bulunmakla sorumludur. Makro ihtiyati politikaların görevi ise, bir bütün olarak finansal sistemin istikrarını korumasını sağlayarak, finansal sistemin dayanıklılığını artırmak ve finansal sistemdeki sistemik riskleri azaltarak, finansal sistemin ekonomik büyümeye katkıda bulunmasını sağlamaktır (Dumicic, 2015, s. 8). Politika yapıcı ve karar alıcılar makro ihtiyati politika çerçevelerini geliştirirken dikkatlerini bu iki politika arasındaki güçlü ve tamamlayıcı ilişkiye çevirmektedir. Yeni ortaya çıkan bu paradigma; para politikasının öncelikle fiyat istikrarını amaçlaması, makro ihtiyati politikanın da finansal istikrarı hedef alması temel varsayımından yola çıkmaktadır. Buna göre bu temel

varsayımlardan türetilen yeni paradigma; “bir politikanın diğerinin üzerindeki yan etkilerine ve her bir politikanın kendi ana hedefini olumsuz etkilemeden, hedefini gerçekleştirmesine bağlıdır” paradigmasıdır (Gerlach vd. , 2009). İki politika arasındaki etkileşimler, diğer politikanın etkinliğini artırabileceği veya azaltabileceğini göstermektedir.

IMF (2013)’de açıklandığı üzere; para politikası fiyat istikrarını gerçekleştirme bakımından tutarlı gözüktüğü de, ortaya çıkan politika duruşunun finansal istikrar açısından istenmeyen yan etkileri olabilir. Bu etkiler ise;

- Düşük politika faizi uygulandığı ve bunu düşük enflasyon oranının izlediği hallerde, bu durum aşırı kredi büyümesine yol açarak, 2008 küresel krizinde olduğu gibi varlık balonları oluşmasına dolayısıyla finansal istikrarın bozulmasına yol açabilmesi,
- Küçük açık ekonomilerde, enflasyonist şoklar karşısında faiz oranının yükseltilerek tepki verilmesi, bu ekonomilere finansal risklere katkı sağlayabilecek sermaye girişlerine neden olabilmesidir. Diğer taraftan, iç talebi karşılayacak faiz indirimlerinin yapılması durumunda ise yine finansal istikrarı tehlikeye atabilecek sermaye çıkışlarına neden olabilmesi olarak sıralanabilir.

Bu durum makro ihtiyati politikalarla para politikası ilişkisinin koordine edilmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Makro ihtiyati politikaların para politikasına etkin bir şekilde koordine edilerek güçlü bir politika çerçevesi geliştirildiğinde IMF(2013)’ün belirttiği riskler, para politikası ve makro ihtiyati politikaların yaratabileceği politika uyumsuzlukları giderilecek, ayrıca para politikasının fiyat istikrarı sürdürürken daha esnek politika önlemleri almasına imkan tanıyacaktır. Böyle bir koordinasyon, bugün etkin bir finansal sistemin etkin bir para politikası için bir ön koşul olarak görülmesi, etkili bir para politikasının da finansal istikrarın başarıyla sürdürülmesi için ön koşuldur görüşünü destekler niteliktedir (Borio ve Shim, 2007). Yakın zamana kadar, fiyat istikrarını temel hedef olarak kabul eden merkez bankaları, son kriz tecrübesi sonrasında, fiyat istikrarının korunmasının yanı sıra finansal istikrarı da korumak adına makro ihtiyati politika uygulamalarıyla, para politikası etkinliğini sağlamayı amaç edinmiştir. IMF’nin analizlerine göre, Avrupa ülkelerindeki merkez bankaları doğrudan ve dolaylı olarak makro ihtiyati politika uygulamalarına %89 katılım sağlamışken, bu oran dünyanın diğer bölgelerinde %93’ü aşmaktadır (Brockmeijer, 2014).

Makro ihtiyati politika uygulamaları, finansal sistemin finansal şoklar karşısında dayanıklı hale getirerek sistemik riskleri azalttığı ölçüde para politikasının etkinliğine yardımcı olmaktadır. Örneğin Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ekonomilerde, faiz indirimi gibi para politikası kararları alınması durumunda görülebilecek güçlü sermaye çıkışının yaratabileceği finansal şok riskleri, makro ihtiyati politika uygulamaları ile sınırlı düzeyde tutulabilmektedir.

Para politikaları, fiyat istikrarını sağlayarak bir yandan enflasyon ve istihdam şoklarına karşı finansal sistemin etkilenmesi ihtimalini azaltmakta, diğer yandan ise makro ihtiyati düzenlemelerle daha istikrarlı, daha esnek ve daha az finansal döngülerin³ oluşması, reel ekonomiyi istikrara kavuşturarak parasal aktarım mekanizmasının işleyiş etkinliğini artırmaktadır (Caruana ve Cohen, 2014, s. 19). Bununla birlikte para politikası makro ihtiyati politika arasındaki tamamlayıcı ilişki bazı durumlarda geçerli olmayarak, zıt yönlerde harekete neden olmakta ve bu durum politikalar arasında çatışmalara neden olabilmektedir (Beau vd., 2012). Örneğin para politikasının fiyat istikrarı hedefi, piyasa çarpıklıkları ve risk priminin düşürülmesi ve finansal piyasalarda belirsizlik yaratan ahlaki tehlikenin azaltılması finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Ancak, istikrarlı ve düşük bir enflasyon oranı hedefine ulaşıldığı durumda bile aşırı kredi büyümesi, aşırı risk alımı ve fiyat balonlarını teşvik edici bir merkez bankası politika faiz oranı finansal sistemde istikrarsızlığa neden olabilmektedir (Dell'Ariccia, Laeven ve Suarez, 2013). Böyle politika uygulamaları çatışmalarının ortaya çıkışı konjonktür dalgalanmaları (iş döngüleri) ve finansal döngülerin (finansal dalgalanmalar) doğru şekilde senkronize edilememesinden kaynaklanmaktadır. Oysa, bu döngüler uyumlu hale getirilebilirse, para politikası makro ihtiyati politika önlemleri ve araçlarını güçlendirirken, makro ihtiyati politikalar da para politikası etkinliğini güçlendirmektedir (Dumicic, 2015, s. 9).

Para politikası ile makro ihtiyati politika arasındaki ilişki güçlü bir tamamlayıcılık şeklinde özetlenebilirse de, iki politikanın birbirlerini güçlendirmesi ve politika çatışmalarının ortaya çıkmaması, politikalar arasındaki uyuma bağlıdır. Para politikasında karar alıcı konumundaki merkez bankaları, ekonomik faaliyetin optimum seviyesinin üstünde olduğu bir durumda, sıkılaştırıcı para politikası uygular ve makro ihtiyati politika önlemleri de hızlı kredi büyümesini önleyecek şekilde düzenlenirse, bu

³BIS (2016) finansal döngüyü, "hisse senetlerinde, tahvillerde, kıymetli kâğıtlarda her an gerçekleşen, olağan fiyat hareketleri değil; finansal sistemi tümüyle etkileyen büyük dalgalanmalardır" şeklinde tanımlamaktadır.

politika birbirini güçlendirerek politika etkinliğini artıracaktır. Diğer taraftan ekonomide finansal bir döngünün genişlediği durumda, merkez bankası ekonomiyi canlandırarak şekilde genişletici bir politika uygularsa, para politikası ve makro ihtiyati politikaların etkileri ters yönde olabilmektedir. Bu gibi politika çatışmalarının yaşanmaması adına potansiyel politika uyuşmazlıklarının tespit edilerek ekonomik faaliyetin optimum seviyede kalmasını sağlayan politika seçiminin yapılması, ekonomik istikrar adına önemlidir.

Makro ihtiyati politikalar ile para politikası arasındaki ilişkinin diğer bir yönünü ise; talep şoku, finansal şoklar ve üretkenlik şokları gibi başlıca ekonomik şoklara karşı, bu iki politikanın verdiği tepkiler oluşturmaktadır. Tablo 1’de IMF (2013a) tarafından, literatürde bu iki politika ilişkilerine verilen en uygun tepkilere yönelik elde edilen bulgular özetlenmektedir. Buna göre; para politikasının talep ve üretkenlik şoklarına tepki olarak, kilit politika olduğuna işaret edilmektedir. Öte yandan finansal şoklara karşı para politikası araçları yetersiz kaldığında ise, finansal şoklara karşı en uygun politika tepkisini makro ihtiyati politikalar vermektedir. Üretkenlik şoklarıyla birlikte finansal piyasalara borç verme riskini etkileyen ve içsel olarak ortaya çıkan finansal dengesizliklerin yaşanması durumunda ise, makro ihtiyati politikalar para politikası yanında daha etkili politika tercihi olmaktadır (Jenkins ve Longworth, 2015, s. 7).

Tablo 1.1: Finansal Dengesizlik Varsayımı Altında Teorik Literatürde Ekonomik Şoklara Karşı Optimum Politika Tepkileri (IMF 2013; Jenkins ve Longworth, 2015, s. 7’den uyarlanmıştır)

Ekonomik Sok	Para Politikası	Makro İhtiyati
Talep Şokları	Evet (Fiyat İstikrarını ve Çıktıyı dengelerse tek başına)	Genellikle Hayır
Finansal Şoklar	Genellikle Hayır	Evet
Üretkenlik Şokları	Evet (Tek Başına)	Hayır
Üretkenlik Şokları (Banka Kredilerinden Kaynaklı İçsel Finansal Dengesizlikleri ile birlikte yaşandığında)	Evet	Evet

1.2.2. Maliye Politikası

Maliye politikaları çerçevesinde geliştirilen vergi politikaları, finansal sistemde sistemik risk sürecini önleyici, yavaşlatıcı olmakta, finansal bir şok durumunda ise şoklara karşı bir tampon görevi görmektedir. Öte yandan finansal kurumların sistemik riske yaptıkları katkıyla orantılı vergi ödemelerini amaçlayan sistemik veya Pigovian vergiler, ekonomik birimlere verilen teşvikler, arbitraj düzenlemeleri gibi politikalar, aşırı risk almayı önlemesi bakımından önemlidir (Noyer, 2014, s. 11). Örneğin vergi politikasıyla, riskli fonlamalar sınırlandırılmakta ve aşırı aktif büyümesine sebep olan sistemik dışsallıklar azaltılmaktadır.

Makro ihtiyati politikalarla maliye politikaları arasındaki ilişkinin ortaya konulması maliye politikalarının etkinliği bakımından da gereklidir. Ekonomide bir finansal döngü yaşanması durumunda, bu döngü kamu maliyesinin zayıflığını gizleyerek kamu borçlarını olduğundan az göstermekte, 2011 yılında Yunanistan örneğinde görüldüğü gibi, maliye politikalarını etkisizleştirmektedir. Makro ihtiyati politikalarla finansal döngülerin sınırlandırılması durumunda ise maliye politikanın etkinliği artmaktadır (Caruana, 2014).

Ayrıca makro ihtiyati politikalar; temel makroekonomik risk ve dengesizliklerin yaratabileceği sistemik riskleri tespit edebileceğinden, mali ve yapısal politika karar alıcılarına tamamlayıcı şekilde uygun önlem ve politika tasarımlarına destek olmaktadır. Mevcut bazı vergi politikalarının yaratabileceği sistemik riskler uygun makro ihtiyati politikaların geliştirilmesinde çatışmalar yarattığından, bu çatışmaların aşılarda makro ihtiyati politikaların hedefine ulaşacak şekilde yapısal düzenlemelere gidilmesi, makro ihtiyati ve maliye politika uygulamalarının etkinliğini artıracaktır. Pigovian vergi ve harçlar böyle bir düzenleme için önemli bir örnektir. Böyle bir vergi politikası kaldıraç oranı ve toptan fonlama kaynaklarına erişimden vazgeçirmek, aynı zamanda güvenilir ve etkili bir finansmanı teşvik etmesinden dolayı IMF (2010a) tarafından "Finansal İstikrar Katkısı" (FSC)⁴, olarak adlandırılmaktadır. FSC, başlangıçta finansal kurumların türlerine göre sabit bir oranda ödenir, ancak sonrasında ise kurumların bireysel riskliliklerini ve sistemik riske olan katkılarını yansıtmak üzere, zaman içinde değiştirilen bir vergileme türüdür.

⁴ "Finansal İstikrar Katkısı" (FSC) kavramı, hükümetlerin gelecekte herhangi bir sektöre verdiği desteğin mali maliyeti için bir vergi alması olarak açıklanmaktadır. Diğer bir anlatımla finansal kurumların gelecekteki muhtemel gelirleri üzerine yapılan vergilemedir.

Vergi politikaları ayrıca varlık fiyatları aracılığıyla da finansal istikrarı etkileyebilmektedir. Konut kredilerinin faizlerine uygulanan esnek vergi politikaları, ekonomik birimlerin daha fazla borçlanmasını teşvik ederek finansal sistemdeki aktarım mekanizmasının işleyişini bozmaktadır (Vinals, 2013). Buna karşın ihtiyati politikalar çerçevesinde sıkı vergilendirme politikaları, varlık balonlarının oluşmasını daha az olası hale getirerek, finansal aktarım mekanizmasının işleyişine ve finansal istikrara katkı sağlayabilmektedir. İki politikanın birbirini destekleyerek güçlendirmesi için, birbirini yakından takip ederek koordineli biçimde çalışması gerekmektedir. Bu sayede makroekonomik risklerin ve dengesizliklerin doğru analiz edilmesi, sistemik risklerinin belirlenerek etkin müdahalelerin yapılması ve finansal sistemde oluşabilecek dengesizliklerin önlenmesi mümkün olabilmektedir.

1.2.3. Mikro İhtiyati Politikalar

Makro ihtiyati politikalarla mikro ihtiyati politika arasındaki ilişki birbirleriyle iç içe geçmiş şekildedir. Son yaşanan küresel finans krizinin ardından Basel Temel İlkeleri'nde yapılan düzenlemeler denetleyici kurumların kriz öncesi bireysel olarak kurumların güvenilirliği ve sağlamlığına odaklanırken; kriz sonrası yapılan düzenlemeler, mikro ihtiyati politikalar makro ihtiyati perspektife göre düzenlendiği takdirde bir bütün olarak finansal sistemin istikrarına katkıda bulunacağına işaret etmektedir.

Mikro ihtiyati politikalar, bireysel olarak finansal kurumlardaki koşullara, risklere, yönetime, yatırımcıların korunmasına odaklandığından, sistem düzeyinde risklerin tespit edilmesi, finansal kurumlar arasındaki bağımlılıkları ve potansiyel sistemik öneminin belirlenmesinde yetersiz kalmaktadır (Dumicic, 2015, s. 7). Bu nedenle mikro ihtiyati politikalar, finansal sistemin bir bölümüne odaklandığından, sistemin diğer kısmında gerçekleşebilecek risklerin göz ardı edilmesine sebep olmaktadır.

Mikro ihtiyati politikalar, finansal kurumlara bireysel olarak odaklandıklarından ekonomik etkilerinin çok az olduğu varsayımına sahiptir. Mikro ihtiyati politikalar, riski dışsal olarak kabul etmektedir. Buna karşın makro ihtiyati politikalar, mikro ihtiyati politikaların kapsamını genişletmiş ve finansal kuruluşların bir bütün olarak ekonomik işlemler ve ekonomiye etkisinin büyük olduğu varsayımıyla, riski içsel olarak değerlendirmektedir (Schou-Zibell vd., 2010). Böyle bir yaklaşım, makro ihtiyati politikaların mikro ihtiyati politikalarla olan ilişkisinin, bireysel finansal kurumlardan kaynaklı riskleri finansal sistemin bütününe yayması nedeniyle tamamlayıcı bir rol üstlendiğini göstermektedir. Makro ihtiyati politikalar, politika araçları bakımından da

sistemik riskleri azaltıcı bazı mikro ihtiyati politika araçlarını kullanarak finansal sistemin istikrarına katkı sağlamaktadır.

Makro ihtiyati politikalarla mikro ihtiyati politikalar arasındaki ilişki birbirlerini güçlendirerek istikrarlı bir finansal sistem sağlasa da, bazı durumlarda farklı sonuçlar doğurabilmektedir (Knot, 2014, s. 28). Osinski vd. (2013)'ın belirttiği gibi özellikle “zor zamanlarda” her iki politika uygulamaları arasında farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Bu iki politika benzer aktarım mekanizması kanallarıyla etkili olduklarından, politika çıktıları da ortak olacaktır. Kötü zamanlarda, makro ihtiyati perspektiften bakıldığında, ekonomiye kredi sağlanmasını aksatan ya da panik satışlara katkıda bulunan düzenleyici politikalar gevşetilirken, tersine mikro ihtiyati politikalar bireysel bankalardaki mevduat sahiplerini korumak adına düzenleyici politikalarda değişiklik yapmamayı hatta bu düzenlemeleri sıkılaştırıcı politika uygulamalarına gidebilir. Bu gibi çatışmalar ise, finansal sistemin dayanıklılığına zarar verebilmektedir.

1.2.4. Rekabet Politikaları

Finansal sistemde yüksek rekabet gücüne yönelik politikalar, finansal kuruluşları daha fazla risk almaya teşvik ederek finansal sistemi olası şoklara karşı savunmasız bırakabilmektedir. Yani, finansal sektörlerdeki rekabetçi politikalar sistemik risk oluşturabilmektedir. Örneğin finansal kurumlar daha büyük bir pazar payı elde etme ve belirli bir piyasa diliminde belli bir konuma gelmeye dönük rekabet politikaları geliştirdiklerinde, borç verme standartlarına uygun olmayan esneklikte politikalar uygulayarak finansal döngüyü tetiklemektedirler (Dumicic, 2015, s. 9). Bu durum, sistemik riskin oluşması endişesiyle, rekabet politikaları ile makro ihtiyati politika hedefleri arasında çatışma yaratabilmektedir (Vinals, 2013, s. 12).

Keeley (1990), finansal kurumlara verilen lisans ve şube açma düzenlemeleri esnetildiği takdirde borçlanma standartlarının aşınmasına ve finansal kurumlar tarafından çok fazla risk alınmasına neden olabileceğine işaret etmektedir. Böyle bir durum ise finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Bu nedenle finans sektörü için geliştirilen rekabet politikalarının makro ihtiyati perspektifle ilişkilendirilmesi, finansal sistemin istikrarı için önemlidir.

Yabancı sermaye girişi, toptan fonlama kaynaklarına erişim artışı, bankaların daha fazla pazar payı için rekabet etmesine, marjlarını azaltmasına ve çok fazla risk almak neden olabilmektedir. Bu gibi rekabet politikalarının finansal sistemde dengesizlikler yaratmasının önüne geçilebilmesi için; lisanslama, kurumların birleşme ve satın almalarına

ilişkin süreçler, devir kontrolü ve yetki bölümlendirmesi de dahil olmak üzere finansal sistemin kalanıyla da bağlantılı bileşenleri, makro ihtiyati politikaların denetimine bırakılmalıdır. Çünkü bu şekilde oluşturulacak rekabet politikası, muhtemelen daha düşük maliyetli üretim ile ekonomiye katkı sağlarken aynı zamanda finansal istikrara da katkı sağlayacaktır.

1.2.5. Kriz Yönetimi ve Çözümleme Politikaları

Kriz yönetimi ve çözümleme politikaları ile makro ihtiyati politikalar arasında tamamlayıcı nitelikte bir ilişki bulunmaktadır. Krizlerin olası olumsuz etkilerini yönetmek, etkili ve güvenilir çözüm politikalarının üretilmesi ve politikaların doğru tasarımı makro ihtiyati politika uygulamalarının hedeflerine ulaşmasını destekleyerek finansal istikrarın korunmasına yardımcı olmaktadır. Bu çerçevede geliştirilen politikalar, piyasa disiplini güçlendirecek, finansal kurumların aşırı risk almayı teşvik edici politikalarını azaltacaktır (Vinals, 2013).

1.3. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ÖNEMİ

Son dönemde küresel finansal sistemin, finansal serbestleşme ve entegrasyon süreçleri ve teknolojik gelişmeler etrafında şekillendiği bilinmektedir. Bununla birlikte, finansal serbestleşme ve entegrasyon süreçleri, sistemik risklerin oluşması ve krizlerin derinleşmesinde başlıca kaynaklarından biri haline gelmiştir. Öte yandan teknolojik gelişmelerin beraberinde getirdiği finansal türev ürünler ise sistemik risk ve krizin yayılmasını hızlandırmıştır (Haldane, 2006). Bu ve benzeri gelişmeler finansal sistemi döngüye sürükleyerek krizlerin ortaya çıkmasına ve hızla yayılmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda düzenleyici ve denetleyici kurumlar görev ve faaliyetlerini etkin ve verimli şekilde yerine getirerek, finansal istikrarı desteklemek için uygun politika ve araçlarına ihtiyaç duymaktadır (Dumicic, 2016). Makro ihtiyati politikalara ise, hem bu görevi yerine getirerek oluşabilecek riskleri önlemek, hem de finansal sistemin etkin bir şekilde çalışmasını sağlamak adına ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun yanı sıra, makro ihtiyati politikalara, risklerin finansal sistem üzerine olabilecek potansiyel etkilerine karşı koymak adına da gerek duyulmaktadır.

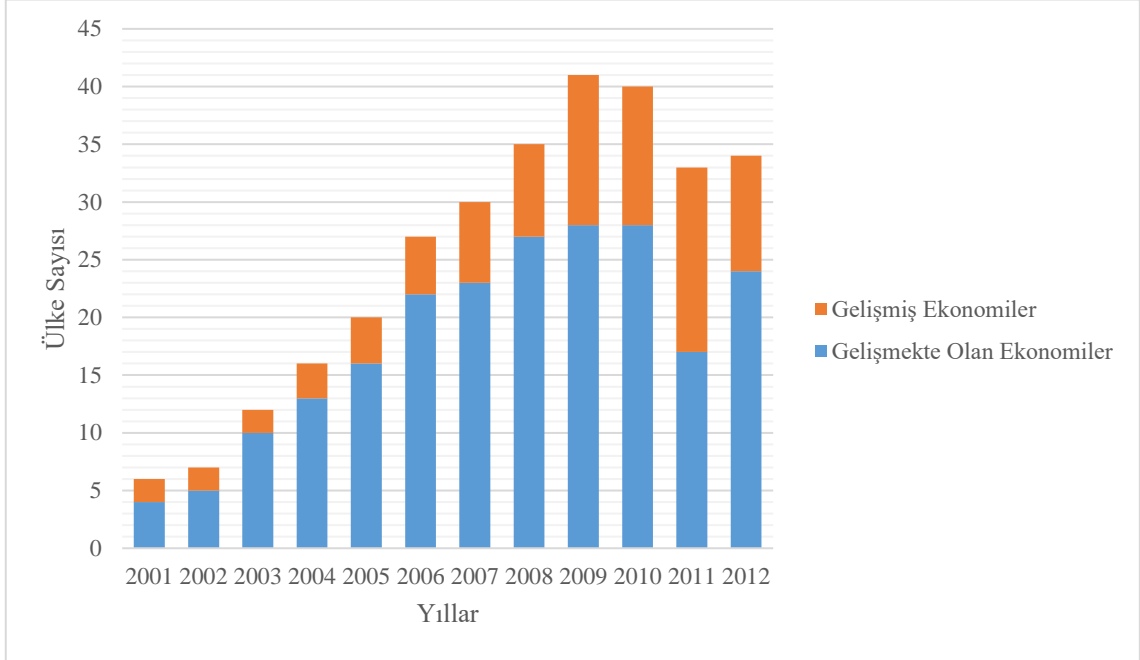
Son zamanlarda, birçok ülkede görüldüğü üzere kredi ve varlık kaynaklı döngüler finansal krizlere neden olmuştur. 1990'lı yıllarda yaşanan Asya finansal krizi, küresel finans mimarisinin reforma tabi tutulması ve piyasanın finansal piyasalardaki çöküşleri önleyememesi konusundaki ilk tartışmalara yol açması bakımından anlamlıdır (Crockett, 1994). Asya krizinin yanı sıra, 2000'li yılların ortalarında Orta ve Doğu Avrupa

ülkelerinde görülen güçlü kredi artışı, klasik makroekonomik politika ve mikro ihtiyati politika araçlarının makroekonomik dengesizliklerin ve finansal kırılganlıkların önlenmesinde etkili olmadığını doğrulamış, tüm finansal sistemin farklı önlem ve araçların geliştirilmesi gerekliliğini göstermiştir. Bu tür zor durumlara tepki vermek için politika yapıcılar, finansal istikrarsızlık risklerine karşı bir savunma hattı oluşturmak hedefiyle, makro ihtiyati politikalara başvurmuşlardır. Bununla birlikte, finansal istikrar riskleri ve makro riskleri azaltıcı yönde ihtiyati politikaların sistemi bir bütün olarak görmesinin gerekliliği çeşitli yönlerden tartışılmıştır. Ancak, 2008 küresel krizinin başlangıcına kadar makro riskleri azaltacak bir politika çerçevesinin oluşturulması ve biçimlendirilmesinde önemli ilerleme kaydedilmemiştir.

Son yaşanan küresel krize kadar çoğu ülkede, mikro ihtiyati ile makro ihtiyati denetim arası ilişkiler zayıf ya da mevcut değildi ve hakim görüş finansal piyasaların muhtemel dengesizlikleri tek başına çözebileceği, piyasa katılımcılarının risklerden kaçınabildikleri yönündeydi. Ancak küresel kriz sonrası yapılan tartışmalar, açıkça sistemik riskin izlenmesinden sorumlu bir düzenleyici politika boşluğunun, finansal krizin derinleşmesine ve ekonominin kırılgan bir yapıda olmasına katkıda bulunduğunu ileri sürmektedir. Bu tartışmalara göre, bireysel kurumlara yönelik geliştirilen mikro ihtiyati politikaların, tüm finansal sistemin istikrarını sağlamak adına yetersiz kaldığı ve geleneksel mikro ihtiyati düzenlemelerin finansal sisteminin zayıf yönlerini belirlemede yetersiz olduğunu göstermiştir (Cheang ve Choy, 2011; Angelini vd. , 2011). Ayrıca, krize neden olan koşullar, pek çok ülkede finansal sistemin farklı kesimlerin, farklı kurumların sorumluluğunda olması ve krize neden olan koşulları çözüme ulaştıracak genel bir çerçeve oluşturan politika eksikliği, krizi ağırlaştırmış ve finansal sistemde oluşan toplam risklerin belirlenmesinde yetersiz kalmıştır. Makro ihtiyati yaklaşım, tüm finansal kurumlara, finansal piyasaların ve altyapılarına denetim getirerek, özellikle bankaların finansal piyasa faaliyetlerinde meydana gelen hızlı artışın beraberinde getirdiği piyasa riskine maruz kalmalarını, bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar arasındaki bağlantıların artması sonucu finansal sistemde gelebilecek şokların bankacılık sektörüne yayılmasını önlemesi bakımından da önemlidir.

IMF verileri de makro ihtiyati politikaların artan önemini destekler niteliktedir. Ülke sayılarına göre makro ihtiyati politikaların kullanımının verildiği Şekil 1.4'e göre, 2000'li yılların başından itibaren makro ihtiyati tedbirler ve enstrümanlar uygulayan ülkelerin sayısının güçlü bir şekilde arttığı görülmektedir (Lim vd., 2013). İncelenen

dönemin çoğunda, makro ihtiyati politikalar, sıklıkla gelişmekte olan ekonomiler tarafından kullanılmışken, gelişmiş ülkelerde makro ihtiyati politika uygulaması, küresel kriz sonrası bu politikaların artan önemiyle birlikte, yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.



Şekil 1.4. Makro İhtiyati Politikaların Ülke Sayılarına Göre Kullanımı (IMF (2013) – Lim et al. (2013) ve Dumitic (2015)'e dayanarak hazırlanmıştır.)

1.4. SİSTEMİK RİSK

1.4.1. Sistemik Risk Tanımı

Sistemik risk, 1980'lerden itibaren bilinen bir terim haline gelmiş olsa da, özellikle 1990'lı yıllarda baş gösteren finansal istikrarsızlıklarının artışıyla literatürde ve uygulamada daha yaygın kullanılmaya başlanmıştır. Buna karşın, sistemik risk kavramı ve tanımı üzerinde tam bir fikir birliği yoktur. Son yaşanan küresel finansal krize kadar ki süreçte sistemik risk; finansal kurumları doğrudan etkileyen kredi riski, operasyonel risk gibi bireysel risk bileşimlerinden çok daha fazla, ancak dolaylı olarak kurumları etkileyen risk şeklinde değerlendirilmiştir. Bu risk türleri ayrı ve bireysel olarak değerlendirilse de, son kriz sonrası yapılan araştırmalarda kredi riski operasyonel risk vb. risk türleri arasındaki etkileşimin istenmeyen ve beklenmedik sonuçlara yol açtığı ve bu risklerin toplamının sistemik riski oluşturduğu tespiti yapılmıştır (Smaga, 2014, s. 3).

BIS (1992), sistemik bir krizi; finansal sistemin çalışmasını ciddi biçimde bozan ve aşırı bir şekilde finansal sistemde arıza oluşturan ve krize neden olma riski taşıyan riskler olarak tanımlamaktadır. Benzer şekilde, IMF / BIS / FSB (2009, s. 2) sistemik

riski: finansal sistemin tamamının veya bir bölümünün bozulmasından kaynaklanan ve finansal hizmetler için bir bozulma yaratarak, reel ekonomi için ciddi olumsuz sonuçlara yol açabilen risk olarak nitelendirmiştir. Buna göre, sistemik risk tek bir kurum, firma ve pazar yerine finansal sistemin bütününe zarar verme riski olan bir şok ihtimalini ifade etmektedir.

Hunter ve Marshall (1999) sistemik riski, finansal sistemdeki bir şokun, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevleri önemli ölçüde aksatması ve reel ekonomiye önemli maliyetler getirmesi riski olarak tanımlamaktadır. G10 (2001) sistemik riski, finansal bir durumun reel ekonomiyi olumsuz yönde etkileyecek kadar önemli boyutta ekonomik değer kaybı veya finansal sistemde ani ve beklenmedik olumsuz durumların güven kaybı oluşturma riski olarak ifade etmektedir. G10 (2001) ayrıca, sistemik riski; Hunter ve Marshall(1999) ile benzer şekilde, ödeme sisteminde aksamalar, kredi akışları ve varlık değerlerinin tahrip edilmesiyle ortaya çıkan risk olarak ifade etmektedir. ECB (2009) ise, sistemik riski finansal istikrarın “yansıtma görüntüsü” olarak tanımlamaktadır.

Sistemik riskin tanımına ilişkin varsayımlar ise iki temel varsayım altında ifade edilebilir. Birinci varsayımda, ekonomik şoklar, finansal sistemdeki ciddi bozulmalara bağlı olumsuz dışsallıkların varlığı nedeniyle sistemik risk oluşabilir. Bu varsayım altında sistemik riskin tanımını finansal sistemin yoğunluğu belirlemektedir. Yoğunlaşmamış finansal sistemde herhangi bir yayılma etkisi ya da olumsuz dışsallık, sistemik riski oluşturmaktadır. Yoğunlaşan finansal sistemlerin hepsinde ise sistemik risk, finansal sistemin bir kısmında oluşan şokun, finansal sistemin bir kısmının çok ötesine geçen bulaşıcı etkinin beraberinde getirdiği değer ve güven kaybıyla ilişkilendirilen risk şeklinde adlandırılmaktadır. Öte yandan, çok yoğun bir finansal sistemde ise sistemik risk, tek bir firmanın veya pazarın çöküşü halinde finansal sisteminin tümünün çökmesini sağlayan risktir. İkinci varsayımda ise sistemik finansal olayların, uygun politika tepkileri olmadığında, çıktı ve istihdamdaki önemli ölçüde azalmalar gibi reel ekonomik faaliyete önemli ölçüde zarar verme ihtimali yüksek olan finansal bozulmalar, sistemik risk olarak tanımlanmaktadır (G10, 2001, s. 126). Bu varsayım dayalı yapılan son tanım, literatürde yer alan sistemik risk tanımlarıyla uyumlu şekilde i) sistemik bir olayın olumsuz dışsallıklarının reel ekonomiye olumsuz yansımaları ii) negatif dışsal şokların sistemik risk meydana getirme olasılığının yüksek olduğuna iii) sistemik riskin politika yapıcıların

başlıca endişeleri olan çıktı ve istihdama olan olumsuz etkilerine vurgu yapılmaktadır (Kaufman ,1999; BIS,1992).

Allen ve Carletti (2011) sistemik riski: (i) varlık fiyatlarındaki kabarcıklara, özellikle de gayrimenkul balonlarına maruz kalma; ii) likidite sağlanması ve varlıkların yanlış fiyatlandırılması; iii) çoklu denge ve panikler; iv) bulaşma; v) devletin borcunu ödeyememesi; vi) bankacılık sistemindeki para uyumsuzluklarından kaynaklı risk şeklinde, altı sistemik risk çeşit sınıflaması altında toplamaktadır.

Kaufman ve Scott (2003, ss. 371-372), sistemik riskin uluslararası boyutunu düşük seviyede vurgulayan çoğu tanımlamanın aksine, sistemik riski tek bir ülkede, birçok ülkede veya tüm dünyada tek bir parça veya bileşendeki arızalar değil, tüm sistemdeki risk olarak tanımlamaktadır. Ayrıca, tek bir ülkedeki riskin birden fazla ülkede eş zamanlı ortak hareketlerin riski artırabileceğine vurgu yapmaktadırlar. Örneğin tek bir ülkedeki bankacılık sistemik riski, birçok ülkede veya tüm dünyada banka başarısızlığına yol açması; tek bir ülkedeki veya birden fazla ülkedeki çok sayıda menkul kıymetlerin eşzamanlı düşüşleri sistemik riskin ulusal olması yanı sıra uluslararası olabileceğine de vurgu yapmaktadır.

Literatürde sistemik riskin tanımlarına ilişkin yapılan karşılaştırmalı değerlendirmelere bakıldığında aşağıdaki sonuçlar çıkarılmaktadır (Smaga (2014, s. 4)):

- i) Sistemik riskin, finansal sistemin önemli bir bölümünü veya birçok finansal kuruluşu ilgilendirdiği, finansal sistemin performansını ve finansal aracılık gibi işlevlerini aksattığı görüşü hakimdir.
- ii) Sistemik risk, sistemin birbirine bağlı unsurları arasındaki bozulmaların (şokların) iletilmesidir ve sonuçta reel ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen risktir.
- iii) Küresel kriz öncesi sistemik risk, bulaşma etkisine ve bu olgunun büyüklüğüne daha fazla ağırlık verilerek tanımlanırken; krizin başlamasından sonra, finansal sistem fonksiyonlarındaki bozulmalara daha fazla dikkat edilmiştir. Bu sonuç, sistemik riskin reel ekonomiyi olumsuz etkilediği görüşünün krizden önce nadiren altı çizilirken, kriz sonrası sistemik risk tanımlanırken reel ekonomiyi olumsuz yönde etkilemekte olduğu dahil edilmektedir.

1.4.2. Sistemik Riskin Kapsamı

Sistemik risk ve sistemik riskin kaynakları, finansal enstrüman, kurum, pazar, piyasa altyapısı ya da finansal sistemin bir bölümünde önemli ölçüde değişkenlik göstermektedir. Sistemik riskin kaynağı, finansal sistem içerisinde veya dışında olabileceğinden, belirli finansal kurumların ve finansal piyasaların birbirine bağlılığı ve reel ekonominin sistemik riske ne derecede maruz kalacağına bağlı olabilir (Szpunar, 2012). Bununla birlikte bir olayın sistemik risk olarak sınıflandırılması, finansal sistem için içsel olup olmadığı ya da reel ekonomide bir etkisi olup olmadığından çok finansal sistemin fonksiyonlarının bozulması ile ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla sistemik risk etkisi, finansal sistem fonksiyonlarının bozulma derecesi olarak nitelendirilebilir (Smaug, 2014, s. 5).

Sistemik riski, finansal kurumların ortak davranışlarından kaynaklı içsel faktörler oluşturduğu gibi, reel ekonomideki dengesizlikler gibi kaynağı finansal sistemin dışında olan dışsal faktörler tarafından da belirlenmektedir. Örneğin finansal sistemin içindeki bir şok daha sonra sistem tarafından güçlendirilirse, sistemin büyük bileşenlerinden şokun yayıldığı reel ekonomiye kadar büyük bir tahribata yol açabilir. Öte yandan bu tahribat ve sistemin riskin kaynaklarını reel ekonomi ile finansal sistem arasındaki sayısız makro finansal ilişkiden ötürü belirlemek güçtür. Ancak yine de Nier (2009)'un belirttiği gibi, sistemik riskin boyutlarını mikro ve makro ekonomik boyutta değerlendirmek mümkündür. Buna göre; makroekonomik boyutta sistemik risk, finansal sistemi oluşturan unsurlar arasındaki korelasyonun büyümesi sonucu sistemin toplu olarak riske maruz kaldığında ortaya çıkmaktadır. Mikroekonomik boyutta sistemik risk ise, bir kurumun başarısızlığının finansal sistemi bir bütün olarak olumsuz etkilediğinde ortaya çıkmaktadır. Mikro ve makro sistemik risklerin boyutları birbiriyle yakından ilişkilidir. Örneğin birikmiş dengesizliklerden kaynaklanan sistemik risklerin gerçekleşmesi, yalnızca finansal kurumlar üzerindeki mikro boyutta sistemik risk etkisini değil, finansal sistemin bütünü üzerindeki etkisinin boyutunu; diğer bir anlatımla makro sistemik risklerin etkisini de artırmaktadır (Smaga 2014, s. 5)

Sistemik riski mikro ve makro boyuttan başka, makro şoklar, başarısızlık zincirleri ve yeniden değerlendirme hataları şeklinde üç tip sistemik risk genellemesi de yapılabilmektedir. Buna göre birinci tip sistemik riskin çerçevesini, finansal sistemin işlevlerini yerine getirmesini engelleyen negatif dışsal bozulmalar oluştururken; ikinci tip sistemik riski, bir şirketin maruz kaldığı risk kayıplarının ilgili diğer kurumlara da

yayılarak kayıplara neden olması diğer bir ifadeyle sistemik riskin bulaşıcı etkisi oluşturmaktadır. Üçüncü tip sistemik riskte, benzer özelliklere sahip kurumların riske maruz kalışlarında bilgi asimetrisindeki artış diğer kurumlarla bulaşma olasılığının daha fazla olmasına neden olmaktadır (Bancarewicz, 2005).

Sistemik risklerin çerçevesinde, finansal kurumların faaliyetlerinden kaynaklı maruz kaldıkları riskler dışında, dış etkenler ve finansal döngüler de önemli birer etken olmaktadır. Yani finansal sistemin sistemik riske maruz kalma olasılığı ekonominin durgunluk dönemleri gibi döngüsel dönemlerde artmaktadır. Sistemik risklerin genel çerçevesini belirlenmesi sürecinde, sistemik olmayan olaylardan sistemik risk yaratabilecek olan ayrımının yapılması ve sistemik riskin ne ölçüde gerçekleşeceğinin öngörmek oldukça zordur. Bu tahmin güçlüğünü gidermek adına geliştirilen makro ihtiyati politika çerçeveleri, sistemik riskin potansiyel kaynaklarının belirlenmesi ve periyodik olarak bu kaynakların gözden geçirilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu noktada, De Bandt ve Hartmann (2000)'in, sistemik riskin potansiyel kaynaklarının belirlenmesinde derinlemesine ve kapsamlı oluşturduğu çerçeve önemlidir (Tablo 1.2). Bu çerçeveye göre sistemik riskin kapsamlı oluşumunu i) sistemik olay ii) bulaşıcılık iii) sistemik kriz şeklinde özetlenebilecek üç temel yapı oluşturmaktadır.

Tablo 1.2. Finansal Sistemdeki Sistemik Olaylar (De Bandt and Hartmann (2000))

İlk şokun türü	Tek sistemik olaylar (yalnızca bir kurum veya Piyasa da etkili)		Yaygın sistemik olaylar (birçok kurum ve Piyasalarda etkili)	
	Zayıf (kurumsal başarısızlık veya piyasa çökmez)	Güçlü (bir kurumun başarısız olması veya bir piyasanın çökmesi)	Zayıf (kurumsal başarısızlık veya piyasa çökmesi görülmez)	Güçlü (birçok kurumun başarısızlığı veya birçok piyasada çökme)
Dar şok yayılır				
- Bireysel Şok	✓	✓bulaşma	✓	✓sistemik krize neden olan bulaşma
- Sınırlı sistemik Şok	✓	✓bulaşma	✓	✓ sistemik krize neden olan bulaşma
Yaygın sistemik şok			✓	✓sistemik kriz

Not: Gölge alan dar anlamda sistemik olayları göstermektedir. ✓ ile belirtilen gölgeli ve gölgeli olmayan alanlar yaygın sistemik olayları göstermektedir.

Bu üç temel yapıdan ilki olan sistemik olay, hem dar hem de geniş anlamda açıklanabilir. Dar anlamda sistemik olay, bir finansal kurumun başarısızlığı veya bir finansal piyasanın çöküşüne yönelik “kötü haberlerin” zincirleme bir şekilde bir ya da daha fazla sayıda diğer finansal kurum ya da piyasa üzerinde olumsuz etkilere yol açan olay olarak görülmektedir. Tablo 1.2’de gösterilen gölgeli alanda bir kurumdan diğerine veya bir pazardan diğerine sınırlı (sistemik olmayan) bir şoktan kaynaklanan domino etkisi dar anlamda sistemik olayları kapsamaktadır. Dar anlamda tanımlanan sistemik olayın diğer kurumlar veya piyasalar üzerindeki dış etkisi zayıf (kurumların başarısızlığına yol açmayan ya da piyasaların çöküşüne neden olmayan), güçlü (başarısızlık veya piyasanın çöküşlerine neden olan) şeklinde sınıflandırılabilir. Geniş anlamda sistemik olay ise, dar anlamda sistemik olaylarla birlikte eş zamanlı olarak ortaya çıkabilecek şiddetli ve yaygın sistemik şoklar sonucu çok sayıda kurum ya da piyasa üzerinde aynı anda ortaya çıkabilecek (zayıf ya da güçlü) olumsuz etkileri içermektedir (De Bandt ve Hartmann, 2000, s. 11). Dar ya da geniş olma özelliği gösterebilir ya da göstermez, genellikle sistemik olaylar yetersiz düzenleyici yapılardan, sürü psikolojisi hareketlerinden, yanlış fiyatlandırma riski, asimetrik bilgi gibi piyasa başarısızlıklarından kaynaklanmaktadır (Bundesbank, 2011, s. 76; BOE, 2009, s. 12).

İkinci temel yapı bulaşıcılık⁵, sistemik risk çerçevesinin merkezinde yer alan piyasa ve sistem arasındaki başarısızlıkları sonucu oluşan sistemik şokların yayılım kanalının, ikinci tur etkileriyle bir veya daha fazla kurum veya pazarın diğer piyasalara olumsuz etkisini ifade etmektedir (De Bandt ve Hartmann, 2000, s. 11). Bulaşıcılığın olumsuz etkisini göstermesinde etkili olan yayılım kanalı genel olarak “reel kanal” ve “bilgi kanalı” bulaşması şeklinde sınıflandırılabilir (Dijkman, 2010, s. 6, ECB (2005)). Reel bulaşma kanalında sistemik şok oluşması durumunda bu şokların oluşturduğu sistemik riskler, doğrudan bulaşma etkisi göstererek finansal sistemin diğer bölümleri üzerinde domino etkisi yaratmaktadır (Murphy (2012, s. 2)). Örneğin 2008 küresel krizinde konut piyasasında yaşanan sorunlar nedeniyle mortgage kredileri veren bankalar zor duruma düşmüşlerdir. Mortgage kredisi veren bankaların gerekli kaynakları yatırım bankalarından sağladıkları fonlarla finanse etmeleri, kaçınılmaz olarak yatırım

⁵Bulaşıcılığın tanımı üzerine tam bir fikir birliğine sahip olunmasa da Percoli ve Sbracia (2003), i) bir ülkede kriz ihtimalinde önemli bir artış durumunun başka bir ülkede de kriz meydana getirmesi ii) varlık fiyatlarında oynaklığın kriz ülkelerinden diğer ülkelere yayılması iii) varlık fiyatlarının ortak hareketleri ülke koşulları tarafından açıklanamaması durumu iv) bir piyasa yada bir grup piyasada meydana gelen kriz koşullarına bağlı olarak diğer piyasalarda fiyat ve miktarlarda görülen ortak hareketler v) bir piyasa şokundan sonra kriz koşullarına bağlı olarak aktarım mekanizmalarında yaşanan değişimler bulaşıcılığın literatürdeki yaygın beş tanımıdır.

bankalarını da ciddi anlamda sıkıntı yaşamasına dolayısıyla finansal piyasalarda zarara neden olmuştur (Demir vd., 2008, s. 8). Bu zararlar domino etkisi gibi bir finansal kuruluştan diğerine bulaşarak büyümüş ve finansal sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşlar iflas etmeye başlamıştır (Alantar, 2008, s. 2). Diğer verilebilecek bir örneğe, finansal sistemin bir bölümünde ortaya çıkacak bir sistemik şokun ödeme sistemlerinin işleyişini reel bulaşma kanalı yoluyla bozmasıdır.

Bu kanal yoluyla görülen en yaygın doğrudan bulaşma türleri (Nier, 2011b);

- doğrudan maruz kalma ve diğer finansal kurumlardaki bulaşıcı zararlar,
- bir piyasa ya da kuruma yönelik güvensizlikten kaynaklı panik satışlarının, diğer piyasa ve kurumlarda kayba yol açmasıdır. Gerçekte olması gereken değerlerin çok üzerinde yer alan türev ürün fiyatlarının subprime mortgage ödemelerinin yapılamaması nedeniyle birdenbire düşmesiyle, finansal piyasalarda panik satışları başlaması ve emtia piyasalarının da bu gelişmelerden olumsuz yönde etkilenmesi bu konuda verilebilecek tipik bir örnektir (Eraslan, 2016, s. 86).
- Diğer kurumlara olan güveninin kaybedilmesine yol açan bilgilendirici bulaşmadır.

Diğer bir bulaşma kanalı olan bilgi kanalı ise bireyler, finansal ve ekonomik koşullarda görülecek olumsuz bir şok durumunda finansal kuruluşların diğer kurumlara, piyasalara ve diğer kurumlara güvenlerini kaybetmekte ve bu şoka tepki olarak davranışlarını değiştirmesiyle ortaya çıkan bulaşma kanalını ifade etmektedir. Belirli bir bankadaki finansal pozisyonda görülen bozulmaların duyurulmasını takiben, yatırımcıların finansal risk benzerliklerinden ötürü diğer bankalarında aynı durumda olduğuna ilişkin spekülasyon yapılması durumunda, piyasada yaratılacak şok, diğer finansal kurumlara da bilgi kanalı yoluyla bulaşarak bu şoka maruz kalmasıyla sonuçlanmaktadır. Bu durum bankaların finansal pozisyonlarının bozulmasına neden olmaktadır. Bilgi kanalıyla bulaşma diğer bulaşma türlerine göre daha belirsiz olduğundan, herhangi bir spekülasyona dayalı şok durumunda etkilerinin yoğunluğu, yönü ve diğer bulaşma türlerinde olduğu gibi piyasa ve kurumların sistemik şoka maruz kalma riski önceden tahmin edilmesi zor olmaktadır.

Sistemik riskin potansiyel kaynaklarında üçüncü ve son yapı ise sistemik krizdir. De Bandt ve Hartmann (2000), sistemik krizi finansal sistemin önemli bir bölümünde işleyişi ciddi biçimde bozacak olan güçlü bir anlamda sistematik bir olay olarak tanımlamıştır. Bu tanım sistemik riskin, güçlü ya da zayıf sistematik olay olmasına göre, yalnızca bir kurumun ya da piyasanın başarısızlığa uğramasına veya çökmesine neden

olmasına veya finansal sistemin çoğunun etkilenebileceği bir sistemik kriz riski yaratmasına kadar etkili olabileceği anlamına gelir. Örneğin sınırlı bulaşıcılık ile güçlü tek bir sistematik olay gerçekleşmesi sistematik krizin mutlaka gerçekleşmesi anlamına gelmezken, sınırlı bulaşıcılık ile yaygın güçlü sistematik olaylar finansal sistemdeki kurum ve piyasaların sistemik kriz yaşanmasına neden olabilmektedir.

Son olarak De Bandt ve Hartmann (2000), sistemik risk kavramının çerçevesini yatay ve dikey görünüm şeklinde sınıflandırmaktadır. Yatay görünüm, sistematik bir olayın temel olarak finansal araçların iflası veya finansal piyasaların çökmesi gibi finans sektörü üzerindeki etkilere odaklanmaktadır. Dikey görünüm ise, sistematik olayın üst düzey bir etkiye neden olduğu sistematik risk üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bununla birlikte sistemik riskin, reel ekonomiyi ne ölçüde etkilediği ve sadece finansal sistemi ne derecede etkilediği zaman dilimine bağlı olduğundan etkilerini ayırt etmek zordur. Ancak De Bandt ve Hartmann (2000), uzun vadede sistemik riskin finansal sistemin işleyişini bozması nedeniyle reel ekonomi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olacağını belirtmektedir. Diğer bir anlatımla, sistemik risk çerçevesinin dikey görünümü sistematik bir şokun eş zamanlı olarak neden olduğu sistematik olay, reel ekonomi ve finansal değişkenleri arasındaki etkileşimleri içeren makroekonomik bir yayılıma neden olarak çıktı ve refah üzerine etkilerini içeren bir çerçeve boyutunu ele almaktadır.

1.4.3. Sistemik Riskin Boyutları

Makro ihtiyati politikaların temelde önleyici görev edindiği sistemik risk iki temel boyuta sahiptir. Bunlardan ilki; sistemik riskin zaman içinde gelişen ve riskin birikimini yansıtan zaman boyutudur. Bu boyutun kaynağını, finansal ve finansal olmayan kurumların benzer risklere maruz kalmaları ve sıklıkla ekonomik döngüdeki değişikliklere benzer şekilde tepki verme davranışı içinde olmaları oluşturmaktadır. Bu bağlamda sistemik riskin zaman boyutu, artan döngüsel dalgalanmalara bağlı olarak finansal eğilimleri bozacak yönde ortaya çıkan döngüselliklerdir.

Sistemik riskin ikinci boyutu ise kesitsel boyut olup, herhangi bir zamanda sistemik riskin varlığını ve dağılımını yansıtmaktadır (Frait ve Komarkova, 2011, s. 97). Bunun kaynağını ise; kurumların istikrarsızlığı, riske maruz kalma veya fonlama kaynaklarının benzerliği, finansal sistemin boyutu, yapısı ve yoğunlaşma seviyesi ve finansal kuruluşlar arasındaki doğrudan ve dolaylı bağlantılar arasındaki finansal istikrara ilişkin riskler oluşturur (Smaug, 2014, s. 9).

Sistemik riskin boyutlarının her birindeki riski yönetmek, makro ihtiyati politika oluşturma sürecinde sistemik riskleri sınıflandırmak hayati öneme sahiptir. Örneğin sistemik riskin zaman boyutu içerisindeki sistemik riske yönelik politikalar ölçme, izleme ve mümkün olduğunca finansal döngülerin yarattığı aşırılıkları azaltıcı yönde olmalıdır. Bu doğrultuda geliştirilecek politikalar konjonktür karşıtı ya da diğer bir deyişle döngüsellik karşıtı politikalar olmalıdır. Zaman boyutu durumunda makro ihtiyati politikalar finansal kurumlar ve piyasalara yönelik geliştirilecek politikalar finansal döngünün ani yükseliş (boom) dönemlerinde aşırı risk alma oranını düşürücü yönde olması gerekirken, durgunluk ani düşüş (bust) dönemlerinde ise riskten olabildiğince kaçınmak adına tercih edilen kaldıraç oranını azaltma eğilimini belirli ölçüde tutulması gerekir (Caruana ve Cohen, 2014, s. 17).

1.4.3.1. Zaman Boyutu

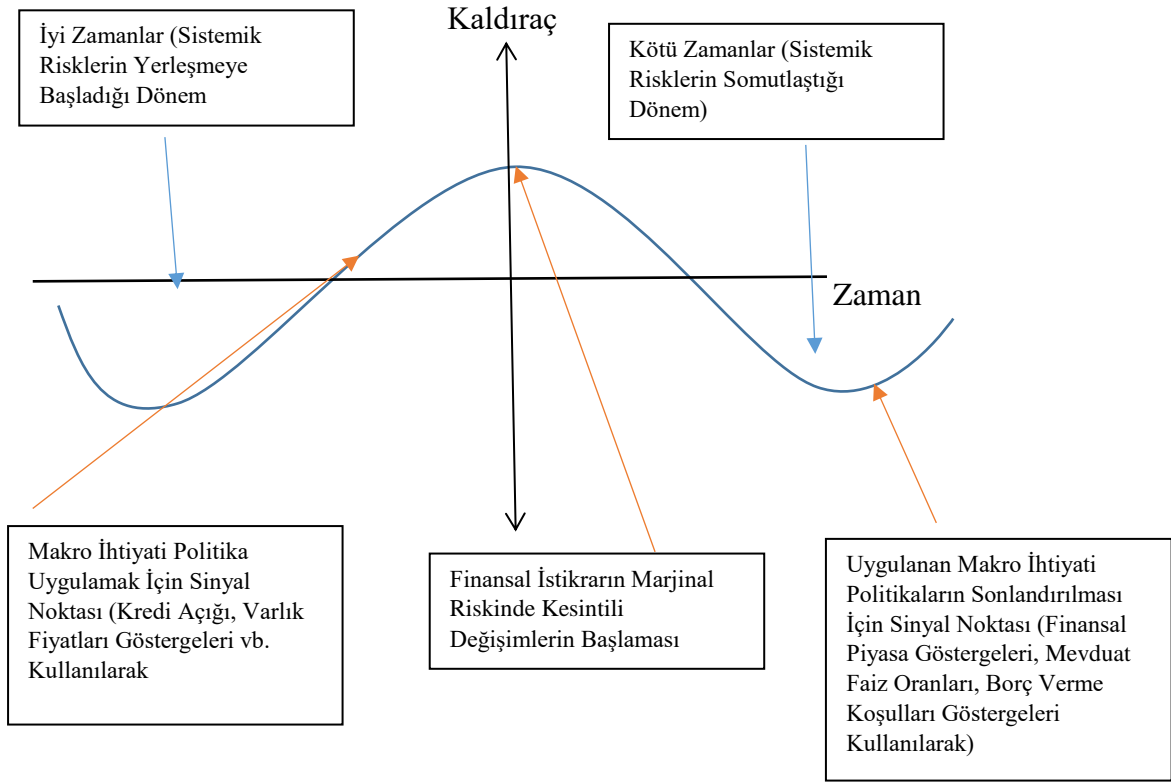
Sistemik riskin zaman ya da döngüsel boyutu, genellikle finansal ve finansal olmayan kurumların benzer risklere maruz kalması ve bunun sonucunda ekonomik döngüdeki değişikliklere benzer şekilde tepki vermelerine ve dolayısıyla artan çevrimsel dalgalanmalara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu döngüsellik, finansal sistem içerisinde örneğin yükselen finansal kaldıraç oranları, hızlı kredi büyümesine neden olurken; finansal sistem ile reel ekonomi arasında ki etkileşim ise varlık balonları, aşırı borçluluğa neden olmaktadır.

Finansal döngü başladığında, finansal stres dönemi yaşanmakta, bu durum dış finansman kısıtlamalarına özellikle de krediye erişimin zayıflamasına ve yüksek varlık fiyatlarına neden olmaktadır (Borio, 2003, s. 6). Finansal döngü sürecinde olumsuz şoklardan etkilenen ekonomide, reel kesimin finansal pozisyonunun kötüleşmesi, cari ödeme gücünün zayıflaması ve gelecekteki ödeme gücüne ilişkin belirsizlikleri artırmakta, böyle koşullar altında ekonomideki fonları reel sektöre dağıtan finansal araçlar borç verme konusunda daha ihtiyatlı bir tutum izlemektedir (Kurul, ve Alper, 2010, s. 1). Bu durum kendini, artan faizler ve/veya sıkılaştıran kredi koşulları olarak göstermektedir. Finansal araçların söz konusu duruşunun ekonominin daha da yavaşlaması yönünde ek bir baskı oluşturduğu finansal döngüye bağlı olarak gelişen bu mekanizma literatürde “finansal hızlandırıcı etkisi” olarak tanımlanmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995). Sonuçta finansal sistemde oluşan döngü finansal hızlandırıcı etkisiyle reel ekonomide beklenenden daha fazla kayıplara yol açmaktadır. 2008 yılının sonunda

belirginleşen küresel krizde de benzer durum görülürken, finansal döngüyle birlikte finansal hızlandırıcı mekanizmasının varlığı somut bir şekilde gerek dünyada gerekse Türkiye ekonomisinde hissedilmiştir. Küresel krizin derinleşmesi ile birlikte yurt dışı fonlara erişim zorlaşmış, mali piyasalarda başlayan krizin reel sektöre yayılması ile yurt içi mallara olan dış talep azalmıştır. Bu durum ise üretimin daralmasına ve gelirlerin azalmasına yol açmıştır (Kurul ve Alper, 2010, ss. 1-2) .

Sistemik riskin zaman boyutunun temel kaynağı finansal döngü olduğundan, makro ihtiyati politikaların ana hedeflerinden birini de, finansal kurumların döngüselligi azaltıcı yönde politikaların geliştirilmesi oluşturmaktadır (Gerşl ve Jakubík, 2010). Finansal döngünün zaman içindeki gelişimini tanımlayan anahtar değişken ise kaldıraçtır (Frait ve Komarkova, 2011, s. 99).

Şekil 1.5 finansal döngü üzerindeki kaldıraç gelişimini göstermektedir. Şekil 1.5'e göre kaldıraç finansal döngü dönüm noktasına kadar artmaktadır. Bu dönüm noktasına kadar finansal sistemdeki sistemik riskler yerleşmeye başlayarak dönüm noktasında, finansal kriz patlaması olarak kendini göstermektedir. Krizin erken evrelerinde kaldıraç oranı yüksek seyretmeye devam etmesine rağmen kaldıraç oranı düşmeye başlamaktadır, bir süre sonra kaldıraç dengeleme aşamasına geçerek uzun vadeli normal değerinin altına düşmekte ve döngüyü tamamlamaktadır. Finansal döngü sürecinden krizin patlak verdiği dönüm noktası öncesi ve sonrasında her iki tarafında kaldıraç seviyesi yüksek olmakla birlikte, iki tarafta farklı seyretmektedir. Kriz öncesi sistemik riskin yerleştiği iyimser aşamada finansal döngüde ani yükseliş (boom) yaşanmakta, kriz sonrası dönemde ise ekonomi finansal strese maruz kalarak durgunluk ani düşüş (bust) dönemine girmektedir (Frait ve Komarkova, 2011, s. 99). Sonuç olarak, zaman boyutunda finans kuruluşları genişleme dönemlerinde genellikle aşırı iyimser olma eğilimindedir. Öte yandan daralma dönemlerinde daha önce yeterince önemsenmemiş riskler aniden sistemik sorunlar olarak algılanmaya başlayabilir. Bu bağlamda uygulanacak makro ihtiyati politikaların döngüsellik büyüklüğünü azaltmak için konjontür karşıtı yönde tasarlanarak, döngüsellik (procyclicality) sorununu çözmeye yardımcı olması büyük önem arz etmektedir. Ekonomik koşullara belirli bir gecikme sonrası ayarlanan kaldıraç oranının yükselme (genişleme) safhasında yeterli tamponların oluşturulması söz konusu politikalara örnek olarak verilebilir.



Şekil 1.5. Finansal Döngü ve Sistemik Riskin Gelişimi (Frait ve Komarkova(2010))

1.4.3.2. Kesitsel Boyut

Sistemik riskin ikinci boyutu olan kesitsel boyut, finansal sistem birbirine bağlı (dolaylı ya da doğrudan) olmasından ötürü belirli sistemik riskin yayılımına odaklanmaktadır. Finansal kuruluşların gevşek denetim mekanizmaları, varlık, borç ve altyapı gibi finansal kuruluşların aralarındaki ilişkilerden kaynaklı benzer risklere maruz kalması zamanla aşırı derecede risk birikimini teşvik etmektedir (Hannoun, 2010). Sistemik bir olay meydana gelmesi durumunda finansal kuruluşların arasındaki ilişkiler, bilgi asimetrisi ve belirsizlik seviyesine bağlı olarak sistemik olayı başlatan küçük bir şok bile riskin birikerek bulaşma kanalları yoluyla yayılması için zemin hazırlamaktadır. Dolayısıyla bulaşma kesitsel boyutun merkezinde yer almaktadır. Bulaşma kanalları, finansal kuruluşların arasındaki ilişkiler, bilgi asimetrisi ve belirsizlik seviyesiyle orantılı şekilde risk birikimi ve riskin yayılmasını etkilemektedir (IMF, 2009). Bankalararası para piyasası, bulaşmanın tipik örneklerinden biri olarak verilebilir, çünkü bir kurumdaki sorunların teşvik ettiği risk birikimi, bu piyasa aracılığıyla, o kurumla ilgili tüm kurumlarda hızlı bir şekilde kayda değer kayba neden olabilir.

Sistemik olayların yarattığı istikrarsızlıklar tek başına zaman boyutu kaynaklı olabileceği gibi, sistemik olayların birikimi ve yayılımı sonucu tek başına kesit boyutundan da kaynaklanabilmektedir. Ancak bu iki sistemik risk temelde birbirleriyle yakından ilişkilidir. Örneğin finansal sistemin yoğunlaşma seviyesindeki bir artış (kesit boyutu) artan ahlaki tehlikelerin sonucu olarak zamanla aşırı risk (zaman boyutu) alınmasına neden olmaktadır. Ani yükseliş (boom) dönemleri sırasındaki aşırı borçlanma, finansal kuruluşların aşırı risk almalarını teşvik etmekte (zaman boyutu), bu durum banka risklerinin belirli piyasalarda yoğunlaşmasına (kesit boyutu) yol açarak, mikro düzeyde konut piyasası gibi piyasaları banka risklerine maruz bırakmaktadır. Öte yandan ani genişleme (boom) dönemlerinde artan karlılık ve banka sermayelerinde artış, şoklara karşı finansal sistemin direncini artırarak kesit boyutunda sistemik risk azalmasını sağlarken, aynı zamanda aşırı borçlanmadaki dengesizlikler ve konut fiyatlarında eş zamanlı artış zaman boyutuna göre sistemik riski artıracaktır (Smaug, 2014, s. 9).

Sistemik riskin her iki boyutu yakın ilişki içinde olsa da makro düzeyde, finansal sistem ile reel ekonomi arasında, daha karmaşık ilişkilerin gelişmesine yol açabilir. Bu nedenle, sistemik riski analiz ederken, finansal sistemin mevcut ve gelecekteki istikrarı arasında ayırım yapmak hayati önemdedir (Solarz, 2001'den aktaran Smaug, 2014, s.10). Bu iki risk türü birbiriyle oldukça bağlantılıdır ve her ikisinin de birbirleri üzerinde önemli yan etkileri bulunduğundan bu boyutların her birindeki riski yönetmek, kendi makro ihtiyati politika aracını gerektirir.

Tablo 1.3'de sistemik riskin kesitsel ve zaman boyutlarıyla temel özellikleri ve uygulanması gereken politika hakkında bilgi verilmektedir. Tablodan görüldüğü üzere, özellikle zaman boyutunda makroekonomik faktörlerin sistemik riskin ortaya çıkmasında içsel bir rol oynadıkları, dolayısıyla makroekonomi ile etkileşim halinde oldukları söylenebilir. Zaman boyutu belirli bir zaman diliminde ortaya çıktığı için ex ante olarak sistemik riskin önlenmesi konusunda makro ihtiyati politikaların etkili olması beklenmektedir. Bu çerçevede geliştirilecek politikaların ani genişleme (boom) dönemlerinde aşırı risk almayı önleyici, durgunluk dönemlerinde ise zararına satışları ve kredi çöküşlerini azaltmayı sağlayan konjonktür karşıtı politika ve politika araç setlerinin kullanılması gerekmektedir. Ayrıca uygulanacak politikaların finansal istikrarsızlık birikimlerini azaltıcı yönde olması büyük önem arz etmektedir.

Sistemik riskin kesit boyutu ise, zamanla değişen, yapısal sorunlardan kaynaklı ortaya çıktığı için dışsal olarak sistemik riskin önlenmesine yönelik makro ihtiyati

politikaları uygulanması beklenmektedir. Sistemik riskin kesit boyutundaki uygulanacak politika ve politika araçları, finansal kuruluşların bilançolarını etkileyen veya finansal işlem koşullarını etkileyen araçlardır (Bank of England, 2011). Sistemik riskin kesit boyutundaki araçlar, finansal sistemin şoklara dayanıklılığını güçlendirmeyi hedeflemektedir. Ayrıca finansal piyasa altyapısını güçlendirerek finansal sistem içerisindeki bulaşma ve karşılıklı bağımlılıklar ile alakalı dışsallıklardan kaynaklanan yapısal riskleri kontrol altına alınması amaçlanmaktadır. Bu yönde uygulanacak politikalar vasıtasıyla, iflasları sistemik risklere neden olabilecek kurumların direnci arttırılmaya ve bu kurumların iflaslarından kaynaklanabilecek bulaşma etkileri önlenilecektir (IMF, 2013b, s. 21).

Tablo 1.3. Sistemik Riskin İki Boyutu (Smaug(2014))

	Kesitsel Boyut	Zaman Boyutu
Analizin amacı	Şok Aktarım Mekanizması	Makro finansal dengesizliklerin oluşması
Yaklaşım	Zamanda Bir Kesit	Belirli bir dönem boyunca
Temel Analiz Alanı	Finansal sistemin boyutu, yapısı ve birbirine bağımlılığın ölçüsü	Konjonktür ile aynı yönde hareket
Makroekonomik faktörlerin rolü	Dışsal	İçsel
Makro İhtiyati Politikaların amacı	Finansal sistemin şoklara karşı dayanıklılığı arttırmak	Dengesizliklerin birikiminin azaltılması ve etkilerinin yumuşatılması

İKİNCİ BÖLÜM

2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ VE POLİTİKA ARAÇLARI

2008 krizi sonrasındaki dönemde finansal istikrar kavramı ilk kez makro iktisat politikalarının bir amacı olarak tanımlanmıştır. Bu dönemde önceki finansal kriz süreçlerinden farklı olarak, piyasaların düzenlenmesi yanında, finansal istikrarı sağlama amaçlı makro ihtiyati politika araçlarının oluşturulmasına yönelik bir çerçeve oluşturulmuştur. Bu bağlamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da dahil olmak üzere, dünya çapındaki merkez bankaları, düzenleyici kurumlar, son yaşanan kriz sonrası finansal istikrar sağlama görevini, geniş anlamda makro ihtiyati politika çerçevesi ile uygulamakla yükümlü kılınmıştır. Bununla birlikte, makro ihtiyati politika araç çerçevelerinin, ülke örnekleri incelendiğinde, halen oluşum aşamasında olduğu görülmektedir. Merkez bankaları arasında yapılan son anketler, makro ihtiyati politika aracı olarak sayılanlar açısından gri alanlar olduğunu ortaya koymaktadır (CGFS, 2010). Örneğin, sermaye kontrollerinin makro ihtiyati politika araçlarının bir parçası olarak düşünülmesi konusunda FSB ve BIS, sermaye kontrollerinin makro ihtiyati politika araçları arasında değerlendiremeyeceğini savunmaktadır. IMF (2011b) ise, “sermaye kontrolleri sistemik riski azaltmaya yönelikse ve katı düzenlemelerle destekleniyorsa, makro ihtiyati politika aracıdır” değerlendirmesi yapmaktadır.

Bu bölümde makro ihtiyati politika çerçevesi değerlendirildikten sonra, makro ihtiyati politika araç setlerinin neler olduğu, geleneksel politikalarla etkileşimi analiz edilerek makro ihtiyati politika aracı olarak sayılanlar açısından gri alanların giderilmesi amaçlanmaktadır.

2.1. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ

Küresel finansal ortamda, ülke ekonomilerinin sağlam, istikrarlı ve dayanıklı bir finansal sisteme sahip olması, yatırımları artırmakta ve sürdürülebilir ekonomik büyüme ve gelişmeye katkıda bulunmaktadır. Bu nedenle, ülke ekonomilerinin makro ihtiyati politika çerçeveleri oluşturarak, finansal sistemi güçlendirmesi gerekir. Bununla birlikte, finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu merkez bankaları ve diğer düzenleyici kuruluşların istikrar politikaları oluştururken, makro ihtiyati politika çerçevelerinin unsurlarını belirlemesi önemlidir. Bu çerçeve oluşturulurken kullanılacak temel özelliklerse şu şekilde özetlenebilir:

- Mevcut sistemdeki kusurların genişliği ve derinliği göz önünde bulundurulduğunda, oluşturulacak politika çerçevesinin uygun düzeltici önlemleri kapsamaması gerekmektedir.

- 2008 krizi sonrası makro ihtiyati politikalar ön plan çıkmasına rağmen, merkez bankalarının öncelikle fiyat istikrarını hedeflemesi son yıllarda tutarlı para politikasının önemini ortaya koymaktadır. Bu nedenle oluşturulacak çerçevenin para politikası uygulamalarıyla tutarlı olması gereklidir

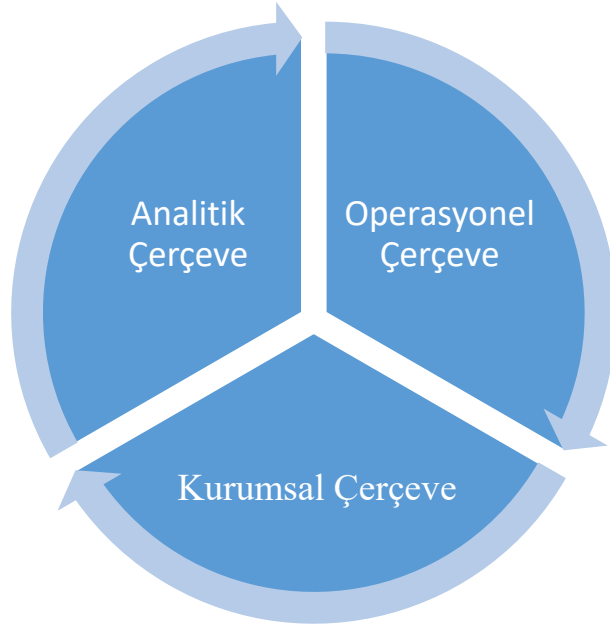
- Caruana (2010, s. 5)'un belirttiği gibi makro ihtiyati politika çerçevesi hem pratik hem de gerçekçi olmalıdır.

- Son yaşanan küresel kriz ne ilk yaşanan krizdir ne de sonuncusudur. Buna göre, yaşanan krizlerden çıkarılacak dersler göz önüne alınarak makro ihtiyati politika çerçevesi oluşturulmalıdır (Reinhart ve Roggof, 2009). Bu çerçeve oluşturulurken aynı zamanda makro ihtiyati politika çerçevelerinin makroekonomik politikalar, mikro ihtiyati denetim ve düzenlemeler ile uyumlu olması sağlanmalıdır.

Saito (2014), makro ihtiyati politika çerçevelerinin güçlendirilmesi için gereken ana unsurların; (i) finansal sistemdeki risklerle ilgili bilgi toplamak, (ii) toplanan bilgiyi analiz etmek ve değerlendirmek, (iii) riskleri yönetmek için kurumsal düzenlemeler yapmak (iv) riskleri ve bunların sonuçlarına yönelik kurumlar oluşturmak, gerekli politika uygulamak ve kurumsal düzenlenmenin tasarımı ve sorumluluğunun etkili bir şekilde gerçekleştirilmesi için kurumlararası işbirliği ve koordinasyon uygulamalarına dikkat edilmesi gerektiği şeklindedir.

Yukarıda belirtilen unsurlarla birlikte değerlendirildiğinde, IMF (2011, s. 13), IMF, BIS, FSB (2011), IMF, FSB ve BIS (2016), Lee vd. (2017) makro ihtiyati politika çerçevesini Şekil 2.1'den de görüleceği üç ayrı çerçevede incelemiştir. Bunlar;

- Yönetişim, şeffaflık, iletişim, hesap verebilirlik ve diğer kamu politikalarıyla koordinasyon ile ilgili konular da dahil olmak üzere, makro ihtiyati politikaların mimarisini belirleyen kurumsal çerçeve,
- Sistemik olabilecek veya sistemik hale gelebilecek riskleri belirlemek, izlemek ve değerlendirmek için analitik bir çerçeve.
- Risklerin sistemik hale gelmesini engellemek ve önlemek için mevcut olan operasyonel araçların amacı, işlevi ve etkinliği ile ilgili ayrıntıları içeren bir operasyonel çerçeve, olarak sıralanmaktadır.



Şekil 2.1. Makro İhtiyati Politika Çerçevesinin Unsurları

2.1.1. Kurumsal Çerçeve

Makro ihtiyati politikanın etkinliği güçlü bir kurumsal çerçeveye bağlıdır. Güçlü bir kurumsal çerçeve ilgili kurumların sorumluluk ve yetkilerini net bir şekilde tanımlayarak şeffaflığı ve hesap verebilirliği garanti ederken, gelişen sistemik tehditler karşısında hareket edebilme, bilgiye erişimi güvence altına alma ve makro ihtiyati araçlara etkin bir şekilde kullanabilme kabiliyetini artırmaktadır (IMF, 2013). Kurumsal çerçeve oluşturulurken belirlenen hedef, görev, yetkiler ve sorumlulukların tanımlanması için lider ve otorite konumundaki kurumun güçlü hukuki temelleri olacak şekilde yasayla açıkça belirtilmesi, oluşturulacak politikaların hesap verilebilirliğini dolayısıyla politika uygulamalarının etkinliğini artıracaktır. Güçlü bir kurumsal çerçeve oluşturulurken dikkat edilmesi gereken kilit unsurlar ise;

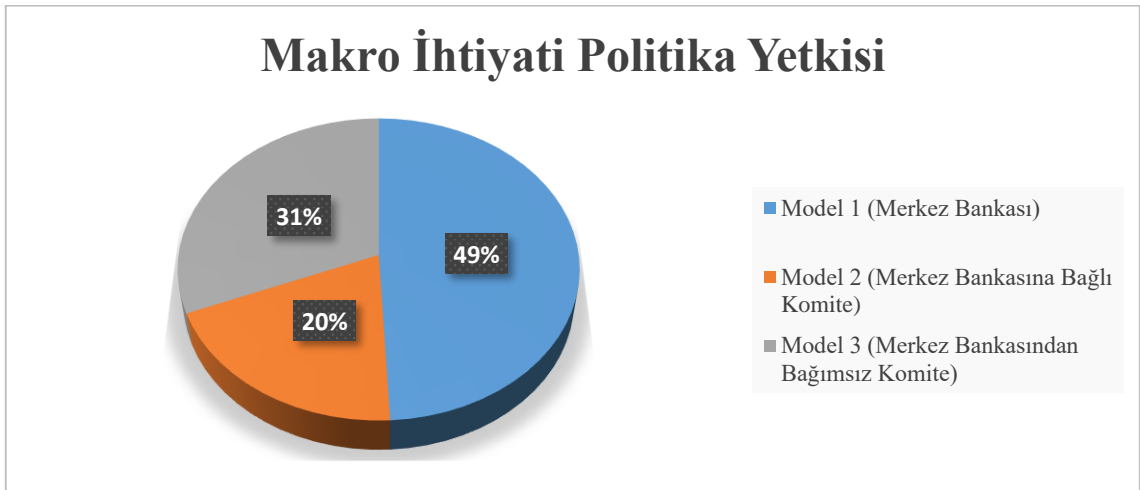
- Sorumlu kurumun görevinin net olarak ortaya koyulması: Kurumsal yapılanma ve görevlerin net bir şekilde ortaya koyulması politika hedeflerinin başarıyla yerine getirilmesini ve politika uygulamalarında kurumlar arası çatışmayı önlemektedir.
- Bağımsızlık
- Yeterli kaynak
- Finansal sisteme yayılabilecek sistemik riskleri belirlemek, izlemek ve bu tür

risklerin azaltılması için gerekli tedbir ve politika önerilerini tespit etmek için ilgili kurum ve piyasalardan gelen bilgilere erişmek ve kullanacağı araçları belirleme ve yürütme yetkisine sahip olmak, olarak sıralanmaktadır (Krishnamurti ve Lee, 2014).

2.1.1.1. Kurumsal Yapı

Makro ihtiyati politika yapıcılarının açık bir karar çerçevesi ve akışı oluşturabilmesi için finansal istikrardan sorumlu kurumsal yapının tasarlanması önemli bir husustur. Kurumsal yapı tasarımının ülkeye özgü durumu da göz önüne alarak, yetkili kurumların görev ve sorumluluklarını finansal piyasadan ve siyasi müdahaleden bağımsız ve tarafsız olarak gerçekleştirebilmesini sağlamalıdır. Bu bağlamda çoğu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde makro ihtiyati politikaları geliştirme ve finansal istikrar hedeflemesini gerçekleştirmek amacıyla belirli kurumlara yasal yetki verilmiştir.

Ülkelere verilen bu yetkiler incelendiğinde ekonomiler ağırlıklı olarak üç kurumsal yapıdan birini tercih etmektedir. Bu yapılar, merkez bankası çatısı altında (doğrudan merkez bankasının yetkili olduğu model ve merkez bankasına bağlı makro ihtiyati politikalardan sorumlu ayrı bir komitenin sorumlu olduğu model) ve merkez bankasından bağımsız bir yapıya sahip komitenin makro ihtiyati politikalardan sorumlu olduğu modeldir. Makro ihtiyati politika yetkilerinin seçilmiş ülkelere göre dağılımının verildiği Şekil 2.2'den görüleceği üzere makro ihtiyati politika geliştirme ve finansal istikrar hedefini gerçekleştirme yetkisinde merkez bankaları birincil rolü üstlenmektedir.



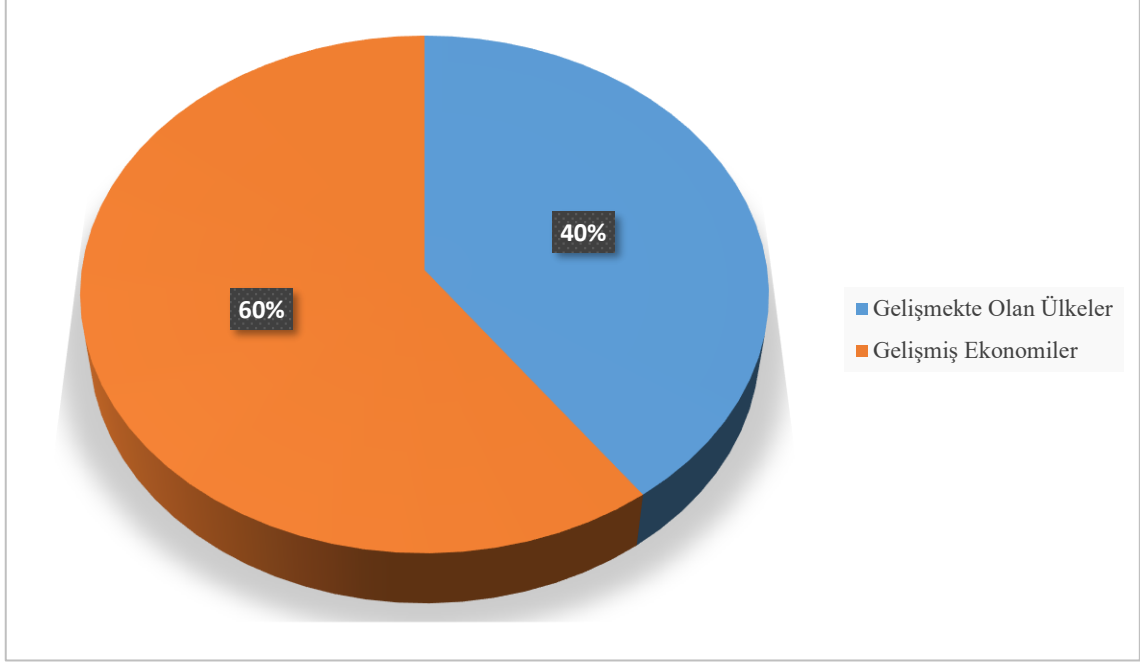
Şekil 2.2. Makro İhtiyati Politika Yetkisi

Ekonomilerin ağırlıklı olarak tercih ettiği kurumsal yapılardan ilki merkez bankasının makro ihtiyati politikaların oluşturulmasında öncülük ettiği yapıdır (Şekil 2.3). Merkez bankasının yapısı içinde özel bir komiteye tahsis edilen birinci yapıda para ve makro ihtiyati politika karar alma mekanizmaları merkez bankası çatısı altında toplanmaktadır (IMF, 2013a). Aynı zamanda, merkez bankası dışından bağımsız düzenleyici ve denetleyici üyelere yer verilmesi merkez bankası yetkilerinin denetlenmesine imkan tanımaktadır.



Şekil 2.3. Merkez Bankası Yapısı (Krishnamurti, Damodaran, and Yejin Carol Lee. 2014. "Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide." Washington, DC: World Bank)

Merkez bankasının öncülük ettiği kurumsal yapıda, var olan finansal istikrar kurulu ve komite bileşimlerinin sistemik risklerin tanımlanmasında gerekli beceri ve uzmanlığa sahip olması Osiński (2013), Duncan ve Nolan (2015)'nin de hem fikir olduğu gibi, makro ihtiyati politikaların oluşturulmasında merkez bankalarının öncülük ettiği bir kurumsal yapıyı ön plana çıkarmaktadır. Ayrıca merkez bankalarının politik bağımsızlığı, makro ihtiyati politika araçlarının daha iyi ve verimli bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadır (Lee vd., 2017, s. 3). Bu kurumsal yapı denetleyici ve düzenleyici görevinin merkez bankaları tarafından yerine getirildiği ve gelişmiş ekonomilerde yaygındır (Şekil 2.4).



Şekil 2.4. Ülkelere Göre Merkez Bankası Yetkisinde Makro İhtiyati Politika Sorumluluğu (Ekonomik Gelişmişlik Düzeylerine Göre)

İkinci yapı, merkez bankası çatısı altında değil, merkez bankasının önemli rol oynadığı kurul ya da komiteden oluşan bir makro ihtiyati karar mekanizmasını kullanmaktadır (Şekil 2.5). Bu modelde finansal piyasaların gözetiminde yer alan kurum sayısına bağlı olarak, karar verme süreci oldukça uzun ve karmaşık olabildiğinden merkez bankası ile makro ihtiyati karar alıcı konumunda olan kurul (komite) ile yakın koordinasyon ve iş birliği gerektirmektedir.



Şekil 2.5. Komite Yapısı (Krishnamurti, Damodaran, and Yejin Carol Lee. 2014. “Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide.” Washington, DC: World Bank)

Üçüncü yapıda, makro ihtiyati politikalar, merkez bankasından bağımsız oluşturulan, merkez bankasının sadece katılım sağladığı hazine tarafından yönetilen bir kurumsal karar mekanizmasından oluşmaktadır (Avustralya, Fransa, ABD’de olduğu gibi). Bu yapıda, diğer iki yapının aksine, maliye bakanlığı ve diğer düzenleyici kurumların güçlü rolü kabul edilmektedir. Finansal istikrarın sürdürülmesi, sorumluluğu merkez bankasından bağımsız olarak kurulan komiteye doğru kaymaktadır (Nier vd. 2011b, s. 24).

Merkez bankası ve hazine de dahil olmak üzere birden fazla kurumun sistemik risk değerlendirmesi bulunması nedeniyle, böyle bir yapılanma içerisinde, bir takım eksiklikleri barındırmaktadır. Bunlar;

- Sistemik riskin analizinde verimsizlik yaratması,
- Daha dengeli komite yapısı, politika uygulamalarında harekete geçilmesinde gecikme,
- Hesap verilebilirlikteki güçlükler,
- Merkez bankasından ayrı, birden fazla politika araç ve uygulamalarının iletişiminde yarattığı güçlükler
- Merkez Bankasının operasyonel bağımsızlığını zayıflatma olasılığı, olarak sıralanmaktadır.

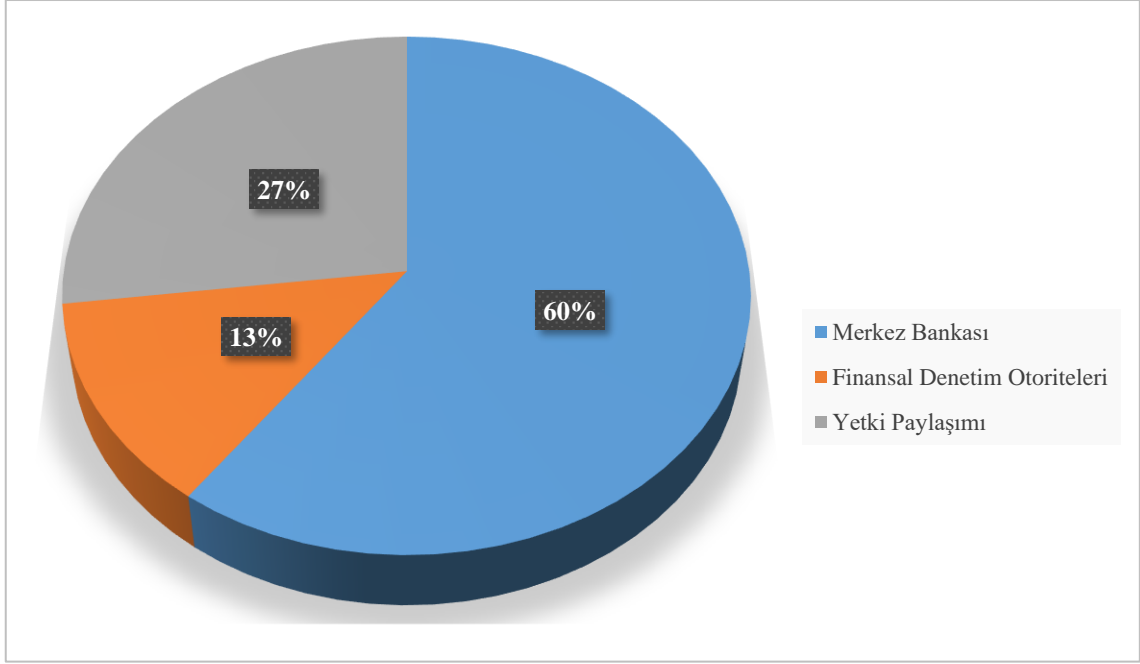
Bu olumsuzluklara karşın, hazine başkanlığındaki komitenin eylemleri için siyasi destek sağlaması, bu kurumsal yapının avantajı olarak görülmektedir. Ancak, hazinenin siyasi desteği yardımıyla güçlenen rolü, özellikle politika araç ve uygulamalarında komitenin para politikası dahil tüm politika alanlarında koordine olması gerekliliği, makro ihtiyati karar alıcı durumundaki komitenin operasyonel özerkliğini zayıflatmaktadır. Bu yüzden politika bağımsızlığının korumak için mevcut önlemlerin zayıf olduğu ülkelerde (bazı gelişmekte olan ekonomiler gibi) bu yapının kullanılması risk oluşturmaktadır.

Makro ihtiyati politikaların karar mekanizmalarını oluşturulmasında önemli yer tutan, kurumsal tasarımlardan en yaygın kullanılan üç model, yerleşik ve gelişmekte olan düzenlemelerin çoğunluğunun görülmesini sağlar. Açıklayıcı amaçlı olarak merkez bankası ve düzenleyici kurumlar arasındaki kurumsal entegrasyon derecesinde farklılık gösteren üç kurumsal modele ilişkin özelliklere Tablo 2.1’de yer verilmektedir.

Tablo 2.1. Makro İhtiyati Politika Tasarlanmasında Kurumsal Modeller (Nier vd., 2011b)

Model / Model Özellikleri	Kurumsal Yapı 1	Kurumsal Yapı 2	Kurumsal Yapı 3
1. Merkez bankası ve denetleyici kurumların kurumsal entegrasyon derecesi	Tam (Merkez Bankasında)	Kısmi	Kısmi
2. Makro İhtiyati Politika Yasal Yetkisinin Verildiği Kurum	Merkez Bankası	Merkez Bankasına Bağlı Komite	Bağımsız Komite
3. Maliye Bakanlığı/Hazine/Hükümetin Rolü	Hayır	Pasif	Aktif
4. Politikaların kararlarının ayrılması ve enstrümanların kontrolü	Hayır	Bazı Alanlarda	Evet
5. Politikalar arasında koordinasyon sağlayan ayrı bir organın varlığı	Hayır	Hayır	Hayır
Seçilmiş Ülke Örnekleri	Arjantin, Belçika, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Hong Kong, Macaristan, Endonezya, İrlanda, İsrail, İtalya, Lübnan, Litvanya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, Rusya, Singapur, Slovakya, İsviçre, Ermenistan, İspanya, Yunanistan, Malta, Finlandiya, Gürcistan, Umman, Sırbistan, Kazakistan, Brezilya	Cezayir, Malezya, Fas, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayland, İngiltere, Avustralya, Hırvatistan, Bulgaristan, Ukrayna, Kanada	Avusturya, Şili, Danimarka, Fransa, Almanya, İzlanda, Hindistan, Kore, Malta, Meksika, Polonya, Romanya, Türkiye, ABD, Belarus, Lüksemburg, İsveç, Avustralya, Uruguay

Makro ihtiyati politika kurumsal yapı yetkilendirmesinde diğer önemli bir husus ise, sorumlu kurumsal yapıların karar mekanizmasının kullandığı makro ihtiyati politika araçlarını uygulanmasıdır. Şekil 2.6'dan görüleceği üzere makro ihtiyati politika araçlarının kullanım yetkisi ağırlıklı olarak merkez bankalarındadır.



Şekil 2.6. Makro İhtiyati Politika Araç Yetkisi (Danylenko ve Sanzharovska (2016))

2.1.1.2. Görev ve Yetki

Makro ihtiyati politikalarla sorumlu otoritenin, etkin bir rol oynamak için görev, yetki ve hesap verilebilirlik çerçevelerinin açık bir şekilde belirlenmeli, finansal piyasa ile politik etkilerden bağımsız olmalıdır. Kurumsal yapı, makro ihtiyati politikadan sorumlu otoritenin diğer denetleyici kurumlarla etkin bir şekilde işbirliği yapması ve koordine olacak şekilde tasarlanmalı, görevini bağımsız ve tarafsız bir şekilde yerine getirmesi sağlanmalıdır.

Seçilen kurumsal yapı ister merkez bankasının öncü rolü üstlendiği model olsun isterse de merkez bankası dışında kurulan bir yapı olsun, karar alıcı konumunda olan otorite, politika uygulamalarının maliyetlerini ve faydaları göz önünde bulundurmalıdır. Ayrıca kurumsal yapı denetlenmesini imkan tanıyan, şeffaf ve hesap verebilir düzenlemeleri de kapsayan bir yaklaşımla dengeli bir yönetim modeli şeklinde kurulmalıdır.

Kurumsal yapıyı oluştururken ana husus, ilgili kurumun ihtiyati politika kararları alırken, bağımsız bir şekilde almasını veya politika karar alma yetkisinin belirli kurallar çerçevesinde alıp almayacağını belirlemektir. Makro ihtiyati politika otoritesine isteğe

bağlı şekilde takdir yetkisi verildiğinde, politik baskı ve özel sektörün baskın rolü ile (merkez bankasının tam anlamıyla bağımsız olmadığı bazı gelişen ekonomiler gibi) politika etkinliği sağlanamayabilir. Dolayısıyla kurallara dayalı bir karar mekanizması daha arzu edilebilir bir çerçeve sunmaktadır. Öte yandan, kurumsal yapılanmanın ilk yıllarında güçlü erken uyarı sistemi, yüksek kaliteli ve ayrıntılı veri, aktarım mekanizmaları ve piyasa davranışlarında yeterli bilgi eksikliği nedeniyle kurumsal çerçevenin oluşum aşamasında takdir yetkisine ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu iki uç yetkilendirmede uygulanabilecek en etkin yol, makro ihtiyati otoriteye bağımsız karar alabilme yetkisinin verildiği özerk bir yapıda, operasyonel eylemlerinden sorumlu tutulduğu bir çerçevedir.

Finansal sistemlerin dinamik olarak geliştiği düşünüldüğünde, etkin ihtiyati politikaların geliştirilerek sistemik riskin sınırlandırılması, reel sektörle ve finansal kuruluşlar arasındaki bağlantının zamanla değişmesi karşısında makro ihtiyati otoriteye hareket kabiliyetini artırıcı yetki çerçevesinin verilmesi önemlidir. Çünkü bu yetki çerçevesinin verilmesi makro ihtiyati otoriteye, dinamik durumlara karşı kendini ayarlama ve gerekli önlemleri alma imkanı tanımaktadır. Makro ihtiyati politikalarından sorumlu otoritenin yetki çerçevesi, piyasalardan gerekli bilgileri toplayarak finansal sisteme koyan, düzenleyen, düzenleyici kısıtlamaların gücünü etkilemektedir (bireysel kurumları sistematik olarak önemli olarak tanımlayarak, makro ihtiyati politikaların kredi ve likidite sağlayıcıları konumundaki kuruluşlara yönelik genişletici düzenlemelerin yapılması gibi) (IMF, 2011a).

Makro ihtiyati otorite verilen yetkinin gücüne göre şu şekilde sınıflandırılabilir IMF (2013b):

- Doğrudan kontrol (hard) yetkisi; politika karar alıcısı konumundaki kurumun belirli makro ihtiyati politika araçlarının kullanımında ve diğer düzenleyici otoriteleri doğrudan kontrol ve yönetme yetkisine sahiptir. Bu yetkiye sahip olan ihtiyati otorite genellikle iyi tanımlanmış bir takım politika aracına (Yeni Zelanda, AB üyesi ülkelerde olduğu gibi) ve sistemik olarak önemli kurumların atama yetkisine sahip olduğundan (ABD'deki gibi) diğer düzenleyici ve karar alıcı konumunda kurumlarla olan koordinasyon eksikliği ve politika uygulamalarında yaşanabilecek çatışma ya da diğer düzenleyici kurumların isteksiz davranması durumunda bile piyasalardan doğrudan bilgi toplama yetkisine (Almanya, İngiltere, ABD'deki gibi) sahiptir. Bu da politika etkinliğini

sağlayarak, politika uygulamalarında yaşanacak gecikmeleri önlediğinden, sistemik risklerin birikmesinin kontrol altında tutulmasına yardımcı olmaktadır.

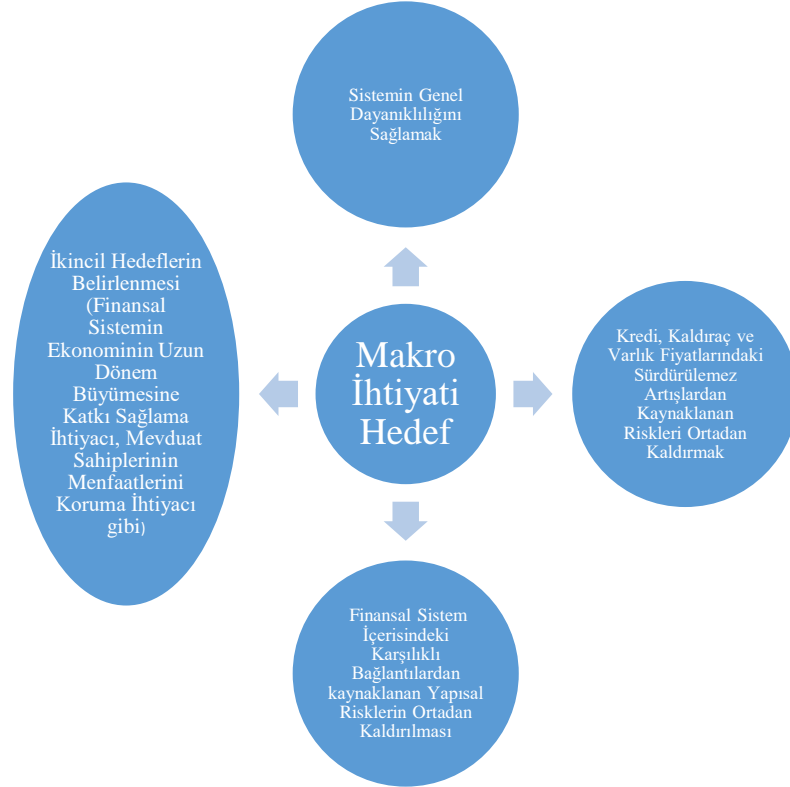
- Yarı Doğrudan kontrol (semi-hard) yetkisi; politika karar alıcısı konumundaki kurumun düzenleyici mekanizmasına ek olarak diğer düzenleyici kurumlara resmi tavsiyede bulunma imkanı tanımaktadır. Bu yetki kurumun operasyonel bağımsızlığını muhafaza ederken, diğer denetleyici ve düzenleyici kurumlar tarafından uygulanabilecek politika uygulamaları için kamuoyuna açık olarak tavsiye niteliğinde önerilerde bulunmaktadır. Bu önerilerin “uymak ya da açıklama yapma” mekanizması ile desteklenmesi (Almanya, İngiltere, ABD’deki gibi) ilgili kurumların harekete geçme şansını artırırken, hesap verilebilirlik ve şeffaflığı da artırmaktadır.

- İlimli-yumuşak kontrol (soft) yetkisi; politika karar alıcısı konumundaki kurumun görüş, tavsiye ve hesap verme sorumluluğunun olmadığı diğer iki yetkiyi tamamlayıcı yetkidir. Bu yetkide, makro ihtiyati karar alıcıların kullandığı araçlar ve mevcut düzenlemelerin etki alanlarını genişletmek amacıyla iletişim kanalı aracılığıyla, finansal piyasalara ilişkin beklentiler yönlendirilmektedir. Bu sayede kurumların muhtemel politika belirsizliği ve sistemik risk etkin bir şekilde azaltılmaktadır (CGFS, 2012; IMF 2014; ESRB 2014). Örneğin yeni bir makro ihtiyati politika aracı kullanılması hedeflendiğinde, düzenleyici yasal çerçeve genişletilmek istendiğinde (İngiltere gibi), yapılan politika önerileri veya sistemik riskin etkili bir şekilde azaltılması için düzenleyici kuruluşların ötesinde bir iş birliğine ihtiyaç duyulduğunda (vergi bozulmalarının borçların artmasına neden olduğu durumlar gibi), bu tür bir yetki türü uygundur.

Makro ihtiyati politikalarının kararlarına ilişkin yetki ve güç mekanizmasının belirlendikten sonra bu yetkilerin kullanılması, iyi hazırlanmış ve tanımlanmış bir hedef tarafından yönlendirilmesi ve sınırlandırılması gerekmektedir. Çünkü bu, hem politika araç ve uygulamalarında esnek hareket etme kabiliyetini hem de hedeflerin gerçekleştirme istekliliğini teşvik etmektedir (BIS, 2011; CGFS, 2012; IMF 2013b; IMF 2014). Makro ihtiyati politikalara yönelik net hedeflerin belirlenmesi, politika yapıcıyı hedefe ulaşabilmek için sorumlu tutacak bir çerçevenin temelini oluştururken, aynı zamanda amacına ulaşmak için sorumlu otoritenin politika araçlarını kullanmasını sağlamaktadır.

İyi tanımlanmış politika hedefleri, sorumlu kurumları belirlenen hedeflere ulaşmak için hesap verilebilirlik çerçevesinin temelini oluşturarak, politika yapıcıların zamanında ve etkin yönetilmemesi riskini de azaltmaktadır. Aynı zamanda ihtiyati politikalara

yönelik politik baskılarının yerini makro ihtiyati politikaların, diğer politika alanlarında aktif olarak ikame edilmesine de yardımcı olmaktadır (IMF 2011a, Viñals 2011). Ayrıca makro ihtiyati politika hedeflerinin net olması, politika yapıcının sorumluluk alanının zaman ve yapısal boyutta da ifade edebilmesine imkan tanımaktadır. Böyle bir hedefleme örneği Şekil 2.7’de verilmektedir.



Şekil 2.7. Makro İhtiyati Politika Hedeflemesi

2.1.1.3. Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik

İyi tanımlanmış bir hedefe ek olarak, çeşitli iletişim kanalları aracılığıyla geliştirilecek şeffaflık ve hesap verebilirlik mekanizmaları ihtiyati politika karar ve uygulamalarını kuvvetlendirmektedir. Etkin bir iletişim politikası yoluyla ihtiyati otoritenin güvenilirliğini sağlamak için, uyguladığı politikaları farklı kitlelere açık ve şeffaf bir şekilde anlatması gerekmektedir. Hesap verebilirlik ve şeffaflık mekanizmaları kamuoyunun, ihtiyati otoritenin koyduğu hedefe yönelik politika uygulamalarına ilişkin belirsizlikleri azaltarak, kamuoyunun beklentilerini hedefin etkili bir şekilde uygulanmasını teşvik edecek doğrultuda şekillendirmelerini sağlamaktadır.

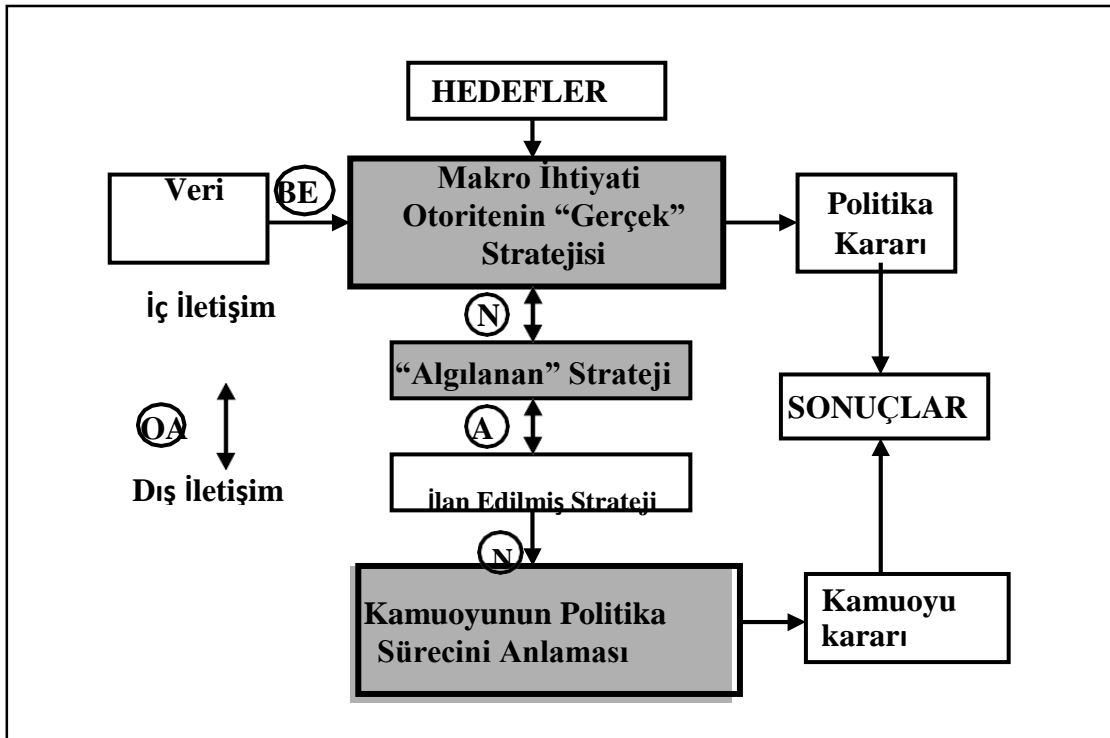
Şeffaflık, birkaç önemli unsur gerektirir ve IMF (1999) tarafından tanımlanan para ve maliye politikalarında şeffaflık konusundaki uygulamalar, makro ihtiyati politika için kavramsal olarak aşağıdaki gibi uyarlanabilir:

- Rollerin, sorumlulukların ve hedeflerin netliği: Daha öncede belirtildiği gibi ihtiyati politika sorumluluklarını üstlenecek kurumların, üstlendikleri sorumluluklar ve hedefleri net bir şekilde belirlenmeli, kamuya açıklanmalı ve yasalarla da desteklenmelidir. Makro ihtiyati, mikro ihtiyati, para, maliye ve diğer politikalar arasındaki kurumsal ilişki açıkça belirlenerek duyurulmalıdır.
- Politika kararlarını formüle etmek ve raporlamak için açık süreç: Para politikasına benzer şekilde, merkez bankası, makro ihtiyati politika hedeflerini gerçekleştirmek için kullanılan çerçeve, araç ve hedefleri (varsa) kamuya açıklanması gerekir. Ayrıca, karar organlarının yapısı kamuya açıklanmalı ve kararları zamanında duyurulmalıdır.
- Politikalara ilişkin bilgilerin kamuya açık olması: Makro ihtiyati otorite politika kararlarıyla ilgili olarak mali tablolarını halka açık hale getirmeli ve kamuoyunu bilgilendirmelidir. Makro ihtiyati otorite, mevduat sigortası ve tüketiciyi korumaya yönelik düzenlemeleri gibi mevcut mikro ihtiyati temelli politika kararları, finansal sistem verileri, finansal sistemdeki önemli gelişmeler, yönetmeliklere ilişkin bilgileri yayımlamalıdır.
- Politika stratejisinin yayımlanması: Makro ihtiyati politika stratejisi çerçevesinin geliştirilerek yayımlanması, belirlenen politika hedefine yönelik olarak uygulanan ihtiyati politikanın gerektirdiği araç çeşitliliğini ve bu araçların hangi koşullarda uygulanacağını açıkça ifade etmelidir.
- Toplantıların kayıtları: Politika kararlarının alındığı toplantıları kaydedilerek, toplantıda konuşulan konular, üyelerin politika kararlarıyla ilgili verdiği oylar ve alınan kararların ilişkin yapılan değerlendirmelerin gerekçesiyle birlikte yayımlanması politika kararlarına şeffaflık sağlamaktadır.
- Periyodik Raporlar: Sistemik riskleri azaltmak için alınan önlemlerin ve yapılan uygulamalara yönelik değerlendirmelerde dahil olmak üzere karar alıcı kurumun faaliyetleri ile ilgili periyodik raporlar yayınlanmalıdır.

Winkler (2002)'e göre ise şeffaflık, kamuoyuna sadece daha fazla bilgi sağlamak ya da duyuru yapmaktan öte, net hedeflerin ve uygulamalarının kamuoyu tarafından anlaşılmasıdır. Bu bağlamda Winkler(2002)'nin para politikası için çizdiği şeffaflık ve

iletişim çerçevesi makro ihtiyati politikalara uyarlanabilir. Şekil 2.8’den de görülebileceği üzere makro ihtiyati politika stratejisinin iki önemli rolü; i) bilginin işlenmesi ve değerlendirilmesi süreciyle birlikte bilginin etkinliğinin sağlanması, ii) etkin bir iletişim için zemin oluşturmasıdır. Buna göre şeffaflık, etkin bir iletişim politikasının açıklık, hedeflerin netliği ve diğer politika karar alıcı ve hedefleriyle karşılıklı uyum ve anlaşılabilirlik imkanıyla desteklendiğinde daha etkin bir rol üstlenecektir.

Şekilde dikkat çekilmesi gereken ilk şey, politika yapıcılar verilerin ve hedeflerin kararlara dönüştürülmesi sürecinde elde edilen bilgilerin yorumlanması, değerlendirilmesi sonucu bilgi etkinliğini (BE) sağlayarak, politika kararını vermeleri ve bu kararın net(N) ve açıklığına(A) bağlı olarak kamuoyu tarafından doğru şekilde algılanacağıdır. Alınan makro ihtiyati politika kararları ve stratejileri sonucu kamuoyu ile makro ihtiyati otorite arasındaki ortak anlayış derecesi(OA) ne kadar yüksekse, diğer bir anlatımla net hedefler çerçevesinde geliştirilen politika stratejisi kamuoyu ve ihtiyati otorite tarafından ne kadar aynı şekilde algılanır ve yorumlanırsa şeffaflık mekanizması ve iletişim politikası bir politika aracı olarak o derecede etkinlik sağlanmaktadır.



A: açıklık, N: netlik, OA: ortak anlayış derecesi, BE: karar almada bilgi etkinliği

Şekil 2.8. Makro İhtiyati Politika, Şeffaflık ve İletişim (Winkler, 2002’den Uyarlanmıştır)

BIS (2011) tarafından belirtildiği gibi, şeffaflıkla birlikte hesap verebilirlik politika eylem ya da eylemsizliklerinin gerekçelerinin açıklanmasını ve bu eylem(eylemsizlik) sonuçlarından makro ihtiyati otoritenin sorumlu tutulmasının bir kombinasyonu olarak değerlendirilebilir. Bu noktada makro ihtiyati otoriteyi kimin sorumlu tutacağı sorusu gündeme gelmektedir. Böyle bir otoritenin yasama organına karşı hesap vermesi gerekir. Ancak yasama organı, finansal istikrara yönelik şokların boyutunu gözlemleyemez. Bu tür şoklar için muhtemel aktarım mekanizmalarına ve şoklara karşı hangi politikaların uygulanabileceğini ve politikaların etkinliğini, ancak finansal istikrarın genel çerçevesinde değerlendirebilir (Goodhart, 2011, s. 7). Bunun olası bir çözümü yasama organı adına kurulacak bir özel bir finansal istikrar denetim komitesi ya da birim tarafından sistemik risklerin analizi, sistemik risk göstergelerinin izlenmesi ve alınan politika kararlarının analizi ve gerektiğinde önerilerde bulunmasıdır. Nier vd. (2011b, s. 17) ise, hesap verilebilirliğin kurumların etkinliğini artırması için, politika uygulamalarının sonuçları yerine politika karar verme sürecinde kurumlar arası hesap verilebilirliği önermektedir. Buna göre olası çözüm ise i) politika karar alıcılarının izlenecek genel stratejiyle ilgili karar vermeden önce iletişim içinde olması ii) belirli politika kararlarına yol açan görüşmelere ilişkin detaylı iletişim içinde olması iii) alınacak önlemlerin olası sonuçlarının değerlendirilmesi şeklinde kurumların sorumlu tutulmasıdır.

Bu noktada makro ihtiyati politika stratejilerinin amacı, finansal istikrar değerlendirmelerini net bir şekilde ifade etmek, bunları mantıksal olarak alınan herhangi bir politika eylemiyle ilişkilendirmek ve bu politikalarla nelerin sağlanabileceğine ilişkin kamu beklentilerini yönetmek olduğundan, hesap verebilirlik mekanizmasının kurumlar arası hedefler ve hesap verebilirlik arasında denge şartı ön plana çıkmaktadır. Kurumlar arası denge şartı ve hesap verebilirlik çerçevesinde yapılacak denetim sorumluluğu, politikaların operasyonel çerçevesinin bütünlüğünü bozmamalıdır. Makro ihtiyati politika hedeflerinin diğer politika hedefleriyle çatıştığı durumlarda, hesap verebilirlik, böyle bir ihtilafın kamuoyu tarafından onaylanmasını gerektirir. Böyle bir durumda sorumlu karar mekanizmaları, kararlar ile hedefler arasındaki dengeyi nasıl etkilediği konusunda şeffaf olmalıdır. Örneğin, para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki ortak hedef, finansal istikrarın kısa vadeli maliyetleri ile fiyat istikrarsızlığının uzun vadeli maliyetleri arasında doğru dengeyi sağlamak şeklinde olmalıdır (Beu vd, 2012, s. 7).

2.1.2. Analitik Çerçeve

Makro ihtiyati politikaların temelini, riskleri tespit etmek ve risk birikimlerinin finansal istikrara zarar vermesini önlemek oluşturmaktadır. Finansal sistemde; kredi sistemleri, finansal sistemin derinliği ve ödeme sistemindeki aksaklıklar, finansal döngüler, finansal kurumlar ve piyasaların artan karmaşıklığına bağlı olarak risk artışları gözlenmektedir. Söz konusu risk artışları göz önüne alındığında, gerekli makro ihtiyati tedbirlerin alınmasında en iyi yaklaşım sistemik risklerin erken tespitidir.

Sistemik risklerin erken tespiti halinde, makro ihtiyati karar alıcıları, finansal istikrarı tehdit eden bir durumun oluşması durumuna karşı riskin azaltılması ve önlenmesine yönelik tedbirler alabileceklerdir. Bununla birlikte, sistemik riskin erken tespiti, tüm finansal sistemi etkileyebilecek olası kırılganlıkları sürekli olarak izlenip analiz ederek değerlendirebilecek çeşitli kaynaklardan gelen çok sayıda bilgi ve veri gerektirmektedir. Elde edilen bilgi ve veriler değerlendirilerek risklerin belirlenmesinde aracılık eden erken uyarı göstergeleri ile erken uyarı sistemi (EWS) oluşturulmakta, sistem genelindeki risklerin ve finansal istikrara yönelik tehditler tespit edilmektedir. Bunu aşağıdaki Şekil 2.9 da olduğu gibi gösterebiliriz.



Şekil 2.9. Makro İhtiyati Politikalar ve Erken Uyarı Sistemi

Makro İhtiyati Politika Erken Uyarı Mekanizmasını altı alt başlıkta ele alabiliriz. Bunlar;

1. İzleme: Kesitsel ve sistem genelinde zamanla artan risklerin izlenmesi,
2. Analiz: Makroekonomik ve finansal gelişmelerin analiz edilerek risk artış göstergelerinin belirlenmesi,
3. Yorumlama: Risk artışlarının sistemsal görünümünü elde etmek için kullanılan göstergelerin yorumlanması,
4. Değerlendirme: Sistemsal görünüm temelinde belirlen göstergeler ile kırılğanlıklar tespit edilmesi,
5. Tespit Etme: Tespit edilen kırılğanlıklara karşı politika tepkisi ihtiyacının olup olmadığının belirlenmesi,
6. İletişim: Erken uyarı sistemi tarafından belirlenen riskler ve tehditlerin kamuoyuna politika uygulamasına yönelik değerlendirme ve uyarılarla birlikte açıklanması şeklinde sıralanmaktadır (Krishnamurti ve Lee, 2014).

2.1.2.1. İzleme ve Değerlendirme

Sistemik riskin izlenmesi, finansal sistemin sağlamlığı ve istikrarını analiz etmek için ön koşul niteliğindedir. Finansal sistemdeki sistemik riskin izlenmesi içinse bir referans olarak kullanılabilir göstergelerin belirlenmesini gerektirmektedir. Ancak sistemik riski izlemek ve değerlendirmek için gerekli beceri ve araçların geliştirilmesinde önemli ilerleme kaydedilmesine rağmen, sistemik risklerin tespiti için uygun analitik çerçeve üzerinde uzlaşının olmayışı, mevcut ölçüm araçlarındaki kısıtlamalar ve finansal istikrarsızlığın merkezinde yer alan finansal sistem ile reel ekonomi arasındaki geri bildirim etkilerini (feedback effect)⁶ yakalamada görülen eksiklikler oluşturulan gösterge setinde sınırlılıklar yaratmaktadır (IMF 2011b; Borio ve Drehmann 2009).

Bununla birlikte, finansal sistem performansını ve finansal sistemin sağlıklı görünümde olup olmadığının tespiti için, erken uyarı göstergeleri ile risklerin belirlenmesi, sistemik risk oluşumunun tespitine imkan tanıyarak krizlerin önlenişine yardımcı olmaktadır. Bu noktada belirtmek gerekir ki öncü gösterge setlerinin krizleri tahmin etmede yetersiz kalabiliyorlarsa da örneğin finansal krizler kaynağının genellikle ekonomilerde finansal kurumların zayıflıkları ve makroekonomik şoklara maruz

⁶ Geri Besleme Etkisi (Feedback Effect) Reel ekonomi ile finansal sistemin arasında çift yönlü ilişkinin var olduğunu yani reel ekonomi ve finansal sistem arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu ve birlikte belirlenmekte ve aynı anda etkilendiğini ifade etmektedir.

kalınması olduğu düşünülürken, erken uyarı göstergeleri, finansal sistemi etkileyen dengesizliklerin tespitinde kullanılarak sistemik risk oluşumunu ve finansal kırılganlıklara yönelik gerekli önlemlerin alınmasını sağlamaktadır (Meone, 2000).

Wolken (2013) ise, sistemik riskin izlenmesinde kullanılacak göstergenin beş özelliğe sahip olması gerektiğini saptamıştır. Buna göre sistemik risk tespitinde kullanılacak iyi bir gösterge; amaca uygun, doğru, verileri toplanabilir, dinamik ve ileriye dönük olması gerekmektedir. Aşırı kredi büyümesi gibi, finansal istikrara ilişkin bazı riskler tüm finansal sistemlerin karakteristik özelliklerini oluşturmaktadır ve bu nedenle tüm finansal sistemler için ortak bir erken uyarı göstergesidir. Ancak diğer bazı riskler, ülkeye özgü olabileceğinden ülkenin finansal sistem yapısı veya ekonominin küresel ekonomik ortamdan etkilenme derecesine göre değişebildiğinden, kullanılacak gösterge amaca uygun olmalıdır. Erken uyarı göstergeleri, finansal sistemin yapısını yansıtan göstergelerin belirlenmesine ve izlenmesine öncelik vermeli, gerekli verilerin hem kolaylıkla elde edilebilmeli hem de doğru olması sağlanmalıdır. Finansal sistemin yalnızca bankacılık kesimini izleyen değil banka dışı finansal kuruluşları da izlenmesine izin veren finansal sistemin tümünü kapsayıcı göstergeler kullanılmalıdır.

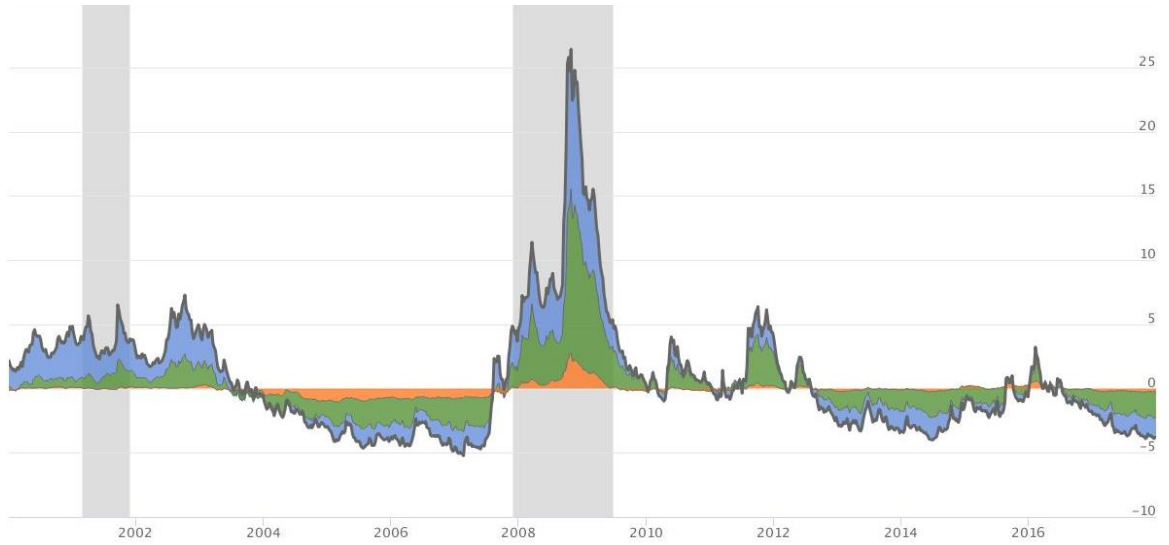
Sonuç olarak, sistemik riskin izlenmesinde kullanılan analitik gösterge setleri çeşitli sınırlılıklar içerse de uygun analitik çerçevede nicel olarak analiz edilemeyen ancak finansal sistemin dayanıklılığını etkileyen unsurları (finansal sistemin ve piyasaların yapısı; muhasebe ve diğer standartlarla ilgili düzenlemeler; borç sınıflaması, karşılık ayırma kuralları, finansal kurumların denetim kalitesi; yasal alt yapı ve teşvik yapıları vb.) ile dikkate alınmalıdır. Böylece sistemik riskin erken tespit edilerek, tüm finansal sistemi etkileyebilecek olası kırılganlıkları önleyici ihtiyati tedbirler alınabilecektir.

2.1.2.2. Erken Uyarı Göstergeleri

Erken uyarı göstergelerinden oluşturulacak Erken Uyarı Mekanizması'nın etkinliğinin sağlanarak sistemik riskin doğru tespiti için, her bir belirlenen öncül göstergenin ekonomiye özgü kilit yönleri dikkate alınmalıdır. Bununla birlikte bu göstergeler, finansal sistemi ve ona ilişkin sektörlere özgü risk bileşenlerini kapsayıcı olmalıdır. Erken uyarı göstergelerinin amacı ve rolünün net bir şekilde belirlenerek (bankacılık sektörü için ödeme gücü riski, döviz kuru riskinin vb. kullanılması gibi), her birinin barındırdığı zayıf yönlerinin açıkça belirtilmesi gereklidir (Krishnamurti ve Lee, 2014, s. 23).

Erken uyarı göstergesinin belirlenmesinde diğer bir nokta ise bileşik öncü göstergelerin geliştirilmesidir. Buna göre ilgili sektör ve piyasa ile ilgili risk birikimini yansıtacak şekilde erken uyarı göstergeleri ağırlıklandırılarak bileşik öncü gösterge oluşturulmaktadır. Erken uyarı göstergeleri seçiminde vurgulanması gereken diğer bir nokta ise, finansal sistemin içinde veya dışında risk oluşumlarının ve finansal sistem üzerine olası etkilerini tespit etmek üzere ilave göstergeler kullanılmasıdır. Seçilen risk göstergeler seçilirken; hanehalkı ve kurumsal sektörlerdeki borçluluk ve kaldıraç, emlak piyasası, türev piyasalar, makroekonomik ortam, döviz riski, reel sektör ve SIFI (sistemik olarak önemli finansal kurumlar) ile ilişki gibi ilave göstergeler kullanılmalıdır.

Öte yandan finansal istikrara yönelik sistemik göstergeler, makro ihtiyati politika uygulamaları öncesinde genellikle geçmişe dönük bir perspektifte kullanılırken, makro ihtiyati politika çerçevesinde bu perspektif değişerek ileriye dönük olması sağlanmıştır (stres testleri ya da senaryo analizleri vb.). Böyle bir perspektifle sistemik risklerin önlenmesi daha olasıdır. Özellikle finansal stres testleri finansal sistemin sistemik risklere maruz kalıp kalmadığını tespit etmek adına önemli bir göstergedir (Cihak, 2006, s. 8). Şekil 2.10'da verilen Finansal Stres Endeksi'nden görülebileceği üzere, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal riskler göz önüne alındığında, 2001, 2008 ve 2009 yıllarında finansal sistemin şoklara karşı dayanıklı olmadığı görülmektedir. Son yaşanan 2008 krizinde de görüldüğü üzere sistemik riskin krize dönüştüğü, mevcut risklilik düzeyinde ise küresel kriz öncesi ihmal edilen makro ihtiyati önlemlerin artmasıyla sistemik risk düzeyinin aşağı yönlü bir eğilim izlemesi, finansal sistemin ileriye dönük stres testleri gibi ileriye dönük erken uyarı perspektifi uygulayarak, sistemik risk tespit edilmesi, gerekli önlemlerin alınmasını daha olası kılmaktadır.



■ Gelişmekte Olan Ülkeler ■ Gelişmiş Ülkeler (ABD hariç) ■ ABD — Finansal Stres Endeksi

Şekil 2.10. Finansal Stres Endeksi (2000-2017) (<https://www.financialresearch.gov/financial-stress-index>, Erişim Tarihi:15.01.2018)

Birçok gelişmekte olan ülkede ise, belirlenecek erken uyarı göstergeleri verilere erişimin kolay olmaması ya da verilerin güvenilir olmamasından ötürü, sistemik riskin erken ve zamanında tespit edilememesi muhtemeldir. Bu gibi ekonomilerde Erken Uyarı Mekanizması için güvenilir ve uygun birkaç seçilmiş göstergeye güvenildiğinden, bu göstergeler belirli bir riski veya riskin bir boyutunu yansıtması için göstergeler dikkatle seçilmelidir. Buna göre başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere erken uyarı göstergelerini seçerek Erken Uyarı Mekanizması'nı kurulması sürecinde etkili olan faktörler (Krishnamurti ve Lee, 2014, s. 23):

- Hangi riskin (veya risk unsurunun) izleneceği konusunda netlik
- Seçilen göstergelerin bu riski iyi takip edip etmediği
- Seçilen göstergelerin diğer faktörlerden etkilenip etkilenmediği ve eğer öyleyse, seçilenlerin desteklenmesi için diğer göstergelere ihtiyaç duyup duyulmadığı
- Mevcut veri sıklığı ve kalitesinin gösterge kullanımı için yeterli düzeyde olup olmadığıdır.

Sistemik riskleri izlemek ve değerlendirmek için literatürde yaygın olarak kullanılan makro ihtiyati erken uyarı göstergelerine Tablo 2.2'de yer verilmektedir. Bu

göstergeler daha öncede belirtildiği gibi ülkeye özgü koşullara göre en uygun göstergelerin seçilmesi gerektiğinden, karar verilmesi sürecinde dikkatli olunmalıdır.

Tablo 2.2. Makro İhtiyati Erken Uyarı Göstergeleri (Krishnamurti, D., ve Lee, Y. C. (2014)'den Uyarlanmıştır)

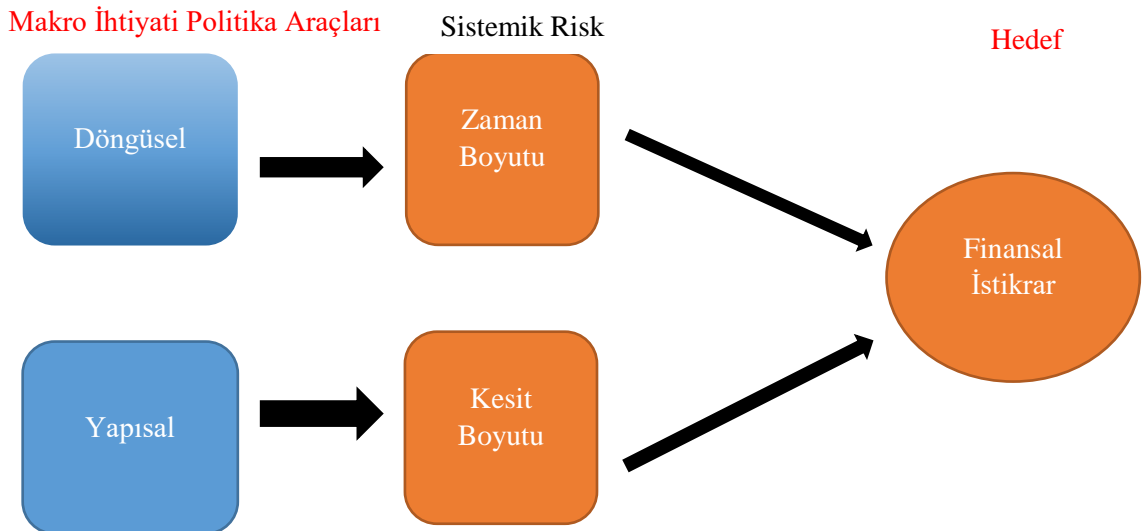
Kategori	Sistemik Risk Tespitindeki Hedef	Erken Uyarı Göstergeleri
Makroekonomik Göstergeler	Finansal ve Ekonomi	-Ekonomik Büyüme -Finans Sektörünün GSYH'a Katkı Eğilimi -Kredi Büyümesi (%) -Varlık Fiyatları Artışı (%) -Enflasyon Oranı -Cari İşlemler Dengesi Açığı/GSYH(%) -Bütçe Açığı/GSYH(%)
Finansal Sektör Göstergeleri	Ödeme Gücü Riski	-Kredi/GSYH Oranı (%): Uzun vadeli Trendden sapma -Sermaye Yeterlilik Rasyosu -Tier 1 Sermaye Oranı
	Likidite (Toplam ve Para Birimi Cinsinden)	-Likidite Yeterlilik Oranı (%) -Likit varlıklar / toplam varlıklar (likit varlık rasyosu) -Likit varlıklar / kısa vadeli yükümlülükler -Likidite ve vade uyumsuzlukları -Likidite Karşılama Oranı (%) -Kısa Vadeli Piyasa Borçlarının Maliyeti
	Finansman Modeli	-Toptan Fonlamaya Güven -Bankalararası Para Piyasasına Güven -Kredi/Mevduat Oranı (%) -Borçlanma Maliyetleri
	Döviz Riski	-Kur riski sermaye yükümlülüğü -Hanehalkı Sektörü ve Kurumsal Sektör Korunmasız (Unhedged) Kur Riski
	Varlık Kalitesi	-Takipteki kredilerin toplam kredilere oranı (%) -Yeniden Yapılandırılmış Krediler
	Bilanço Dışı Riskler	-Geleneksel Olmayan Bilanço Dışı Faaliyetler
	Gölge Bankacılık	Bankacılık Düzenlemelerine Tabi Olmayan Finansal Kuruluş Varlıklarının/ Toplam Finansal Sektör Varlıkları
	Karlılık	-Net Dönem Kârı/ Aktif Toplamı (Aktif Karlılık Oranı-ROA) -Net kâr/Özsermaye (Özsermaye Karlılık Oranı(ROE))
Piyasa Koşullarına İlişkin Göstergeler	Finansal Piyasanın Tümüne Olumsuz Etkide Bulunabilecek Finansal Piyasa Gelişmeleri	-Piyasa İşlem(Likidite) Hacmi -Risk İştahı Göstergeleri (Risk İştahı Endeksi, Spreadler, Risk Primi)
Varlık Piyasası Koşullarına İlişkin Göstergeler	Konut piyasası	-Konut Kredilerinde Büyüme (%) -Konut Kredi Borçlarının GSYH'e Oranı (%) -Değişken Faizli Konut Kredilerinin Oranı
Yoğunlaşma Riskine İlişkin Göstergeler	Sistemik Riskin Kesitsel Boyutuna İlişkin Bulaşma ve Yayılma Kanalları	-Finansal kurumlar (banka dışı finansal kurumlar dahil), sektörler ve piyasalar arasındaki ortak riskler ve bağımlılık; * -Yaygın iş modelleri -Yaygın risk yönetimi modelleri -Yaygın Değerleme Modelleri -Yaygın Ürün Bileşenleri ve Yapıları

2.1.3. Operasyonel Çerçeve

Makro ihtiyati politikaların operasyonel çerçevelerinin oluşturulması, makro ihtiyati politika hedeflerine ulaşılmasında engel oluşturan risklerin azaltılmasında, önlenmesine yönelik politika araçlarının seçilmesi ve böylece amaçlanan hedeflerin gerçekleştirilmesi için kritik önem taşımaktadır. Bu noktada Şekil 2.11 makro ihtiyati politikaların operasyonel yaklaşımı için, makro ihtiyati politika stratejisini kavramsal düzeyde özetlemektedir.

Bu bağlamda makro ihtiyati politika fonksiyonun operasyonel çerçevesinin üç temel hedefi vardır. Bunlar (EC, 2016):

- Zaman içinde aşırı derecede risk birikimini önlemek, Basel-III Uzlaşısı'nda da yer verildiği gibi finansal döngü karşıtı makro ihtiyati tedbirlerle finansal döngüyü düzeltmek,
- Finansal sistemin dayanıklılığını artırmak ve olumsuz dışşallıkların varlığı halinde finansal sistemdeki karşılıklı bağımlılıklardan kaynaklanan bulaşıcılığı sınırlandırmak,
- Makro ihtiyati tedbirlerin finansal sistemin tümünü kapsayacak düzenleyici bir yaklaşım izlenmesidir.



Şekil 2.11. Makro İhtiyati Politika Araçları ve Hedefler (Houben vd. (2012))

Operasyonel çerçevede koyulan hedeflerin geniş kapsamı, oluşan risklerin yapısının yarattığı karmaşıklığı ve belirsizliği ve özellikle politika geliştirme sürecinde uygun veri ve bilgilere erişimin makro ihtiyati politikaların işlevselliğinin etkilediği

düşünüldüğünde, operasyonel çerçeve oluşturma sürecinde karar verme sürecini ön plana çıkarmaktadır. Şekil 2.12’de bu amaçlara ulaşılmasında finansal sistemi tehdit eden risklerin belirlenmesi ve bu risklerin azaltılması veya önlenmesi için araçların seçilmesi ve uygulaması süreci verilmektedir.



Şekil 2.12. Makro İhtiyati Politika Operasyonel Çerçevesi (IMF)

Operasyonel çerçevenin belirlenmesinde ilk adım, hedeflerin belirlenmesi oluşturmaktadır. Makro ihtiyati politikaların nihai hedefi finansal sektörün dayanıklılığını artırmak, sistemik riski önleyerek finansal istikrara katkı sağlamak ve finansal hizmetlerin finansal sistemdeki kırılganlıklardan dolayı aksayarak, kısmen ya da tamamen ekonomik faaliyetleri olumsuz yönde etkilemesini engellemektir. Bu nihai hedef doğrultusunda, sistemik riskin oluşmasına neden olabilecek faktörlerin belirlenmesi ve izlenmesi sonucu sistemik riski azaltmaya yönelik ara hedeflerin belirlenmesi gerekmektedir. Belirlenen ara hedeflerdeki ilerlemenin nihai hedefe göre, daha iyi değerlendirilmesini sağlayarak piyasa başarısızlıkları ve bunları önlemek için kullanılacak uygun politika araçlarının seçimi politika etkinliğini artırmakta ve uygulanacak politikaları daha şeffaf hale getirmektedir (Banco de Portugal, 2014, s. 5).

Hedeflerin tanımlanması sonrası ise sistemik risk birikimine katkı sağlayan faktörlerin hassas bir şekilde ölçülmesi sağlanarak, sistemik risk potansiyeline ilişkin uygun göstergeler kümesi oluşturulmaktadır. Ardından ise, sistemik öneme sahip kuruluşların belirlenmesi, sistemik risklerin finansal kriz oluşturma olasılığının tahmin edilmektedir. Bu tahminlerden elde edilen bilgilerle olası finansal krizlerin etkilerini belirleyerek, çeşitli ekonomik sektörlerin (finansal ya da finansal olmayan) birbirlerine bağıllığını ölçen modeller oluşturulmaktadır.

Bununla birlikte, sistemik riskin ölçülmesindeki karmaşıklık göz önüne alındığında operasyonel çerçevede uygulanacak politika araç seçimi ve uygulaması etkinliği ön plana çıkmaktadır. Bu amaçla yapılacak araç seçim ve uygulamasında üç kriter ortaya çıkmaktadır. Bunlar; i) politika aracının etkin şekilde ve ne zaman kullanılacağına belirlenmesi, ii) belirlenen politika hedefine ulaşmada kullanılan politika araçların etkinliği iii) fayda maliyet analizi bakımından politika aracının etkinliği, şeklinde sıralanabilir (BIS, 2012). Bu kriterlerle yapılacak politika karar verme süreci nitel bir değerlendirme ve çeşitli gösterge ile model analizleriyle de desteklendiği takdirde, makro ihtiyati politikaya şeffaflık kazandıracaktır. Bu da elde edilen yeni bilgilere göre karar verme sürecine esneklik sağlayacaktır.

Son olarak ise, kullanılan politika araçlarının hedefler üzerindeki etkisi izlenmeli, makro ihtiyati politika duruşuyla ilgili şeffaf bir iletişim politikası izlenmektedir. Bu çerçevede makro ihtiyati politikaların diğer politikalarla olan etkileşimi ve ekonominin finansal olmayan kesimleri üzerindeki potansiyel etkileri, politika uygulamalarıyla ilgili düzenli bilgi verilmesi önemlidir. Çünkü amaçlanan hedeflerin açıklığa kavuşturulması sonucu güvenilirlik kazanılacak, makro ihtiyati politikalar işlevsel hale gelerek, hedeflenen görevler başarıyla yerine getirilecektir.

Öte yandan 2.13’de IMF (2013) tarafından oluşturulan makro ihtiyati politikaların operasyonel çerçevesine yer verilmektedir. Buna göre:

- **Kapasite Gelişimi:** Finansal sistem içerisindeki zaman içinde oluşan risk birikimi ve sistemdeki karşılıklı bağıllıkları da göz önüne alacak şekilde sistemik riskleri analiz etme kapasitesinin geliştirilmesi oluşturmaktadır.

- **Makro İhtiyati Politika Araç Setini Seçme ve Kullanma:** Sistemik riski önlemek için kullanılacak makro ihtiyati araç seti, sistemik riskin boyutları ve potansiyel kaynakları dikkate alınmak suretiyle seçilerek kullanılması gerekmektedir.

• Kalibrasyon Araçları, Kamuoyu ve Piyasalarla İletişim: Makro ihtiyati politika araçları muhtemel fayda-maliyetleri hesaba katacak şekilde kalibrasyonu ve etkinliği sağlanmalıdır. Politika kararlarının gerekçeleri hususunda kamuoyu ve piyasalar bilgilendirilmelidir.

• Düzenleyici Boşlukları İzlenmesi ve Doldurulması: Finansal sistemin düzenleyici boşluklarda yararlanma eğilimi göz önüne alındığında, düzenlenleyici boşlukların sürekli izlenerek, gerektiğinde bu boşluklar doldurulmalıdır.

• Veri Boşluklarının Belirlenmesi ve Doldurulması: Makro ihtiyati politika araçların tasarımı, kalibre edilmesi ve düzenleyici boşlukların tespiti için makro-finansal bağların analizini engelleyen veri boşluklarının doldurularak uygun veri ve bilgilere erişimin sağlanması gerekmektedir.



Şekil 2.13. Makro İhtiyati Politikaların Operasyonel Çerçevesinin Beş Adımı(IMF (2013))

2.2. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ARAÇLARI

Makro ihtiyati politika araçları, sistemik riskin belirlenmesi, değerlendirilmesi ve gerekli önlemlerin alınarak makro ihtiyati politika hedeflerine ulaştırılması sürecinin en önemli parçasıdır. Makro ihtiyati politikaların yasal olarak bağlayıcı önlemler oluşundan hareketle, politika hedeflerinin başarıya ulaştırılmasında makro ihtiyati politika araçlarının seçimi ön plana çıkmaktadır (NBS, 2015). Ancak, literatür incelendiğinde, para politikasında olduğu gibi makro ihtiyati politika araçlarının rolü üzerinde net bir görüş birliği olmadığı görülmektedir. Bu durumun görülmesinde politika faizinin para politikasında temel aracı olarak kabul edilmesine karşın, makro ihtiyati politika araçlarının geniş bir araç seçeneğine sahip olması ve makro ihtiyati politikalara ilişkin temel bir politika aracının olmayışı etkili olmaktadır (Galati ve Moessner, 2011, ss. 7-8).

Literatürde makro ihtiyati politika araç setleri üzerinde belirli bir standart geliştirilememesi, bu araçların farklı şekillerde sınıflandırılmasını beraberinde getirmiştir. Bu sınıflandırmalar yapılırken kullanılacak makro ihtiyati araç seçimi, finansal dengesizliklere ve şokların türüne göre farklılık göstermektedir. Kullanılan politika araç seti, aşırı kredi genişlemesi gibi ülkeye özgü koşullardan kaynaklanan finansal dengesizlikler için kullanılacak araç seti (döngüsel sermaye tamponu, likidite tamponu ve bilanço araçları (kaldıraç oranları, kredi teminat oranı sınırlamaları) şeklinde bir sınıflandırılma yapılabilmektedir. Diğer taraftan, küresel faktörlerin ülke ekonomisi üzerindeki etkisinden kaynaklanan kırılganlıkların (2008 ile 2013 yılları arasında emtia ihracatçısı ülkelerinde küresel faktörler nedeniyle emtia fiyatlarında yaşanan değişimler görüldüğü gibi) önlenmesinde kullanılacak araç seti şeklinde bir sınıflandırmaya gitmekte mümkündür (Gadanecz ve Jayaram, 2015, s. 8). CFGS (2012) ve Shin (2013) ise, makro ihtiyati politikaları aktif yönlü politika araçları; likidite yönlü politika araçları ve sermayeye yönelik makro ihtiyati politika araçları şeklinde üçlü bir sınıflandırmaya gitmiştir (Tablo 2.3).

Tablo 2.3. Makro İhtiyati Politika Araçları (CFGGS (2012))




Makro İhtiyati Politika Araçları						
Aktif Yönlü Politika Araçları	Likidite Yönlü Politika Araçları			Sermaye Yönlü Politika Araçları		
Kredi-teminat oranı (LTV)	Konjonktür	Karşıtı	Sermaye	Konjonktür	Karşıtı	Sermaye
	Yeterlilikleri			Tamponları		
Borç Gelir Oranı (DTI)	Teminat ve Kesintiler			Dinamik Karşılıklar		
Vergilendirme	Likite Karşılama Oranı (LCR)			Sektörel Sermaye Yeterlilikleri		
	Net İstikrarlı Fonlama Oranı					

IMF (2014), makro ihtiyati araçları, geniş tabanlı araçlar; hanehalkı yönlü araçlar; kurumsal yönlü araçlar; likitide araçları ve yapısal araçlar şeklinde farklı bir sınıflandırmaya yapmıştır. Bununla birlikte bu çalışmada ele alındığı üzere, makro ihtiyati politika araç setinin kullanılmasında sistemik riskin zaman ve kesit boyutlarının finansal döngü ve finansal dengesizliklerin yaratabileceği sistemik risklerin önlenmesindeki önemi ve sistemik risklerin potansiyel olabilecek kaynaklarını da dikkate alabilecek şekilde bir makro ihtiyati politika araç seti sınıflandırması yapmak mümkündür. IMF (2011), IMF (2013), FSB, IMF, BIS (2011), IMF, FSB,BIS (2016), De Nicolo, Favara ve Ratnovski(2012); IMF (2013b); Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013; Bennani vd (2014) ve ESRB (2014), sistemik riskin boyutlarını (zaman boyutu ve kesit boyutu) ele alan böyle bir araç seti sınıflandırmasının sistemik riskleri gidermek adına daha anlamlı olduğunu ifade etmektedirler. Buna göre makro ihtiyati araç seti sınıflandırmasına Tablo 2.4’de yer verilmiştir.

Tablo 2.4, makro ihtiyati politikaları zaman boyutu ve kesit boyutu esas alınarak amaçlanan hedef ve yönetime göre sınıflandırmaktadır. Bu gruplar; (1) sermaye ve karşılık yeterlilikleri; (2) finansal kuruluşların bilançoları üzerine nicel kısıtlamalar; (3) borçlular, araçlar ve faaliyetler üzerindeki nicel kısıtlamalar; (4) faaliyetler ve bilanço kompozisyonu üzerindeki vergi ve harçlar; (5) muhasebe değişiklikleri gibi daha çok kurumsal yönelimli diğer ihtiyati politikalarıdır. Bu sınıflamada 1 , 2, 3 ve 5 numaralı gruplar finansal piyasaların arz tarafını etkilerken, 4 numaralı grupta yer alan makro ihtiyati araç setleri ise finansal piyasaların talep tarafını etkilemeyi amaçlamaktadır (Classen vd. , 2013, 163).

Tablo 2.4. Zaman boyutu ve Kesit Boyutu Makro İhtiyati Politika Araç Seti (Claessens, Ghosh ve Mihet (2013:163)'den uyarlanmıştır)

Politika Aracı Grubu						
		1	2	3	4	5
		Sermaye yeterlilikleri, karşılıklar, ilave yükümlülükler	Finansal sektördeki bilançolar üzerine kısıtlamalar (aktif ve borçlar)	Borçlulara ilişkin sınırlamalar	Vergilendirme	Finansal altyapıyı içeren diğer araçlar
ZAMAN BOYUTU	Genişleme dönemi: Konjonktür yanlılığı	Konjonktür karşıtı sermaye yeterlilikleri, kaldıraç sınırlamaları, genel dinamik karşılıklar	Zamanla değişen tavanlar/ sınırlamalar: -Kur ve faiz uyumsuzlukları -Zorunlu karşılıklar	Zamanla değişen tavanlar/ sınırlamalar/ kurallar: -Borç Gelir Oranı(DTI), Kredi Teminat Oranı(LTV) -Kar marjları -Sektörlere verilen krediler	Spesifik aktiflerin ve yükümlülüklerin vergilendirilmesi	-Piyasaya göre değerlendirme kurallarına göre değişen muhasebe standartları -Yönetimde ve piyasa disiplinindeki değişimler
	Daralma dönemi: Zararına satışlar ve kredi çöküşleri	Konjonktür karşıtı sermaye yeterlilikleri, genel dinamik karşılıklar	Likitide Karşılama Oranı(LCR) ve NSFR gibi likidite sınırlamaları	Spesifik kredi karşılıklarına ve kar marjlarına dinamik ve döngüsel şekilde yapılan ayarlamalar	Çekirdek dışı yükümlülüklerin vergilendirilmesi	-Standardize edilmiş ürünler -Güvenlik ağları (Merkez Bankası, Hazine, kamu desteği)
KESİT BOYUTU	Finansal ağlar veya sistemik açıdan önem arz eden kurumlardan yayılan şoklar, bulaşma	Sistemik riskle bağlantılı olarak sermayeye getirilen ilave sermaye yükümlülükleri	Çift taraflı finansal risklere maruz kalmalara karşı kurumlara özel sınırlamalar, diğer bilanço kısıtlamaları	Volcker, Vickers kuralları gibi aktif bileşimi ve faaliyetleri üzerinde değişen kısıtlamalar	Büyüklük ve ağ gibi dışsallıklara göre değişen vergilendirme	-Kurumsal Altyapı -Çözümleme -Değişen bilgi, şeffaflık

Not: Tabloda gölgeli alanlarda;  daha çok dayanıklılığı artırmaya yönelik,  Döngüyü kırıcı,  Döngü oluşumunu önleyici makro ihtiyati araç setlerini ifade etmektedir.

2.2.1. Zaman Boyutuna İlişkin Araçlar

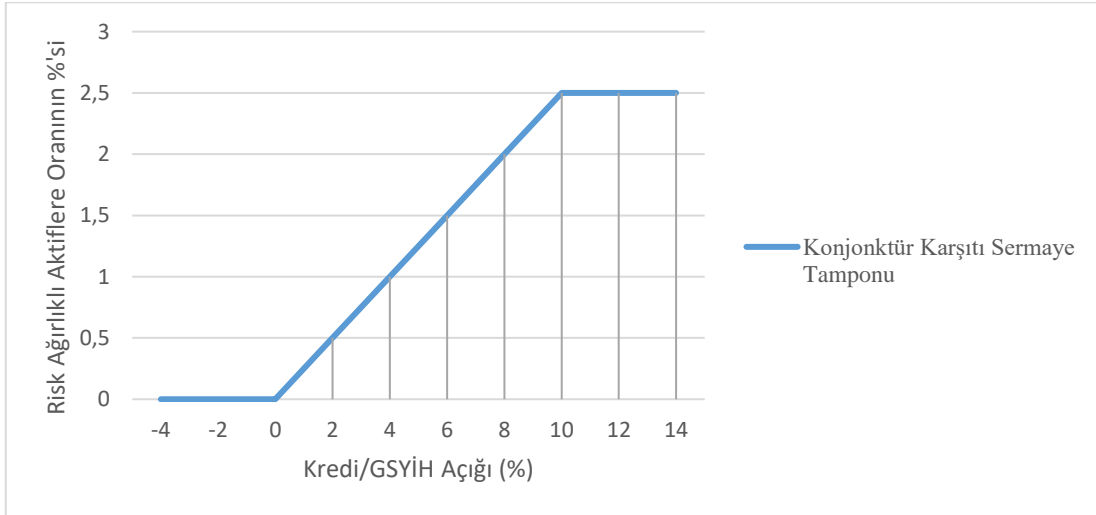
Makro ihtiyati politika araçlarının zaman kesitine ilişkin araçlar; esas itibarıyla finansal sistemin esnekliğini artırarak, finansal döngülerin ani yükseliş ve düşüşlerine karşılık tampon oluşturması suretiyle sistemik risklerin önlenmesini amaçlamaktadır. Bu doğrultuda geliştirilen araçlar, finansal döngülerin ani yükseliş aşamalarında aşırı iyimser risk değerlendirmeleri, kredi ve varlık fiyatlarında sürdürülemez boyutta artışlar gibi döngü yanlılığına önleyici araçlardır. Diğer taraftan bu politika araçları, finansal döngülerin ani düşüş dönemlerinde ise, zararına satışları ve kredi çöküşlerini azaltmayı sağlayan politika araç setlerinden oluşmaktadır. Makro ihtiyati politikaların zaman boyutuna odaklanan araç setleri finansal sistemde yarattığı esneklikle birlikte, sistemde oluşacak olumsuz bir şokun sistemik strese neden olma olasılığını azaltmaktadır. Sonuçta bu araç seti, finansal krizlerin yaşanma olasılığını azaltmaktadır (Damar ve Molico,2016:3). Bu makro ihtiyati politika araçlarının örnekleri arasında sermaye yeterlilikleri (konjunktür karşıtı sermaye oranı, kaldıraç oranları, dinamik karşılıklar vb.), zamana göre değişen borç verme limitleri, borç gelir oranı (DTI), likidite araçları (zorunlu karşılıklar, banka çekirdek dışı yükümlülükler, teminat ve kesintiler vb.) ve vergilendirme gibi döngüsellik azaltan politika araçları yer almaktadır. Örneğin, konjunktür karşıtı sermaye tamponları ani yükseliş ve sıkı finansal koşullarında banka sermayelerinde kullanılmak üzere; benzer şekilde likidite karşılama oranı (LCR), bankalar tarafından kullanılan kısa vadeli fonlama miktarına göre değişen bir likidite tamponu zorunluluğu getirmektedir (IMF, 2014).

2.2.1.1. Konjunktür Karşıtı Sermaye Tamponu (CCB)

Konjunktür karşıtı sermaye tamponu (döngüsel tampon); hızlı kredi büyüme ve düşüşlerinin finansal sistemde sistemik risk seviyesine ulaşmasını önlemek hedefiyle, bankaların bulundurma gereken ilave çekirdek sermaye oranını ifade etmektedir. Bu tampon; doğası gereği konjunktür yanlı olan bankaların bilançolarının, finansal sistemde yaratacağı döngüsellik dengelemek için tasarlanmıştır. Aşırı kredi büyümesi nedeniyle ortaya çıkan sistemik risk oluşumu dönemlerinde, finansal sistemin dayanıklılığını artırmaya; ekonomik durgunluk dönemlerinde ise ekonominin ihtiyaç duyduğu sürdürülebilir düzeyde kredi sağlanması suretiyle kredi döngülerine azaltmaya yardımcı

olmak için Basel III çerçevesinde bir makro ihtiyati politika aracı olarak uygulamaya koyulmuştur (ESRB, 2014, s. 8).

Bankaların ekonomik göstergelerin olumlu seyrettiği dönemlerde aktif varlıklarındaki artışlar sermaye tamponlarının yükselmesiyle sonuçlanmakta ve bu yükselişle birlikte bankaların kredi verme iştahı artmaktadır. Öte yandan, ekonomik ve mali göstergelerin bozulma gösterdiği dönemlerde ise sermayenin değerinde sert düşüşlerin görülmesi doğal olarak bankaların kredi verme eğilimini azaltmaktadır. Bu durumda bankaların hem genişleme hem de daralma dönemlerinde konjonktür yanlı davranması kredi döngülerine dolayısıyla finansal istikrarı bozacak ölçüde sistemik risk birikimine neden olmaktadır (Shin, 2013, ss. 43-44). Bu nedenle kredi döngülerini önleme adına, Basel Komitesince önerilen kredi/GSYH açığı temel referans göstergesi, ülke şartları ve tercihleri dikkate alınarak, hızlı kredi büyümeleri ile yükselen ve kredi daralmasıyla düşüş gösterecek şekilde çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranı (RAA)'ya oranının %0 ile %2,5'i arasında değerler olacak şekilde, söz konusu sermaye tamponu oranı belirlenmektedir. Bu sayede bankaların konjonktür yanlı davranışlarının önlenmesi ve bankaların sermayelerinin kaliteli sermaye olarak ifade edilebilecek çekirdek sermayeden oluşması hedeflenmektedir (FSB, IMF, BIS 2011, s. 5) (Şekil 2.14).

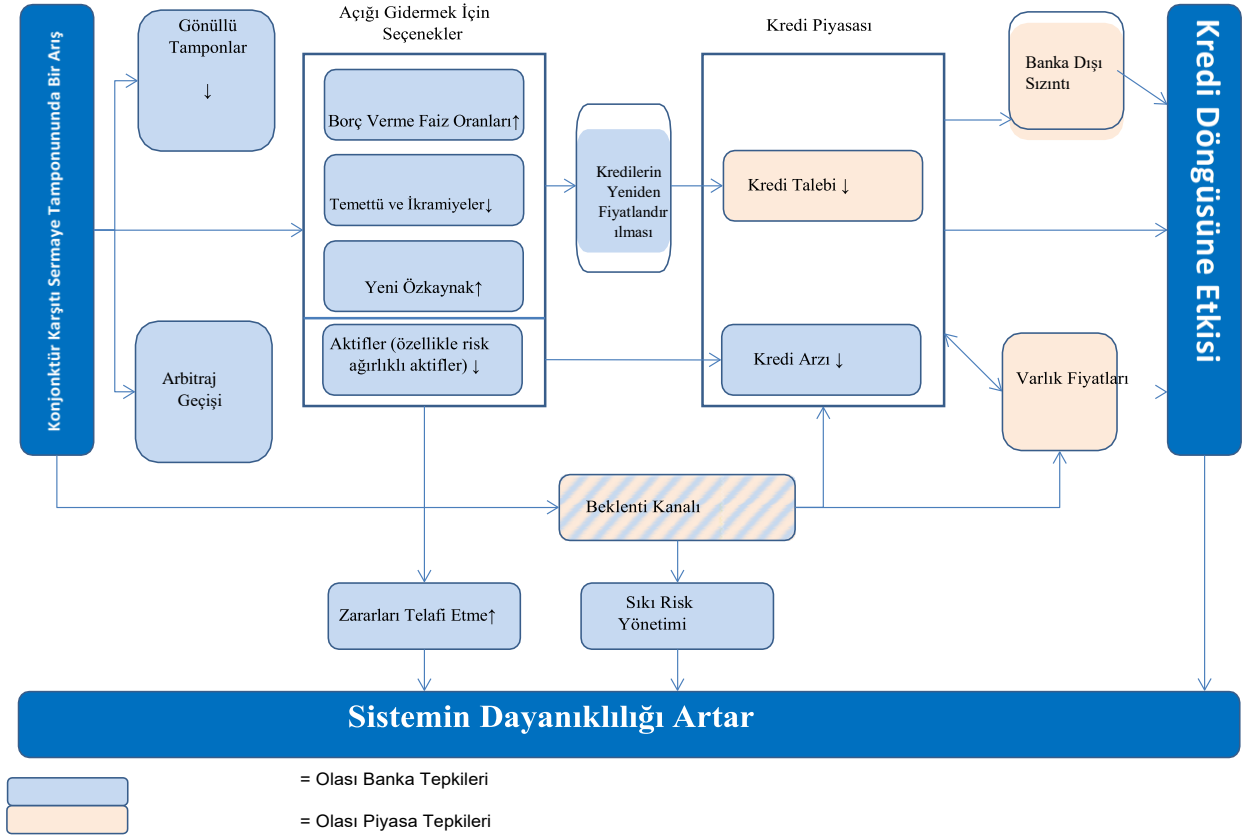


Şekil 2.14. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu

Konjonktür karşıtı sermaye tamponunun artırılması durumunda aktarım mekanizmasına şekil 2.15'te yer verilmiştir. Bankalar genellikle yasal olarak belirlenen sermaye gereksinimlerinin üstünde gönüllü bir tampon bulundurmamaktadır. Konjonktür karşıtı sermaye tamponu, kullanılan gönüllü sermaye tamponunu azaltmadığı sürece bankaların sermaye pozisyonunu artırarak finansal sistemin dayanıklılığını artırmaktadır. Döngüsel tamponunun artırılması durumunda, sermaye pozisyonlarını geçmiş yıl karları, hissedarlara indirilmiş temettü ödemeleri veya yeni sermaye ihraçları yoluyla artırması gereken bankalar bu koşulu sağlayamamaları durumunda, risk ağırlıklı aktiflerini (RAA) azaltmalıdırlar. Diğer bir deyişle, bankaların sermaye oranlarının kötüleşerek sermaye yapısına zarar vermesini engellemek adına, belirlenen minimum tampon düzeyinin altında düşüldüğünde, kar dağıtımları, prim ödemeler ve hisse geri alımları gibi bankaların gönüllü dağıtımları kısıtlanması yoluna gidilmektedir (BIS, 2015, s. 6).

Bankalar tampondaki artışın kredi koşullarını sıkılaştırması sonucu, döngüsel tampon oranından daha yüksek borç verme oranıyla kredi talebini düşürerek, risk ağırlıklı aktiflerini azaltma yoluna gitmektedir. Döngüsel tamponun düşmesi halinde ise, bankaların serbest bırakmış oldukları sermayeyi kullanmaları nedeniyle yukarıda belirtilen mekanizmaların, tersi yönlü bir mekanizma işlemektedir. Kriz ve finansal kırılganlığın artış gösterdiği ani düşüş dönemlerinde bankaların sermaye gereksinimi arttığından, finansal döngülerin genişleme dönemlerinde döngüsel tamponlarının yeterince yüksek tutulması, döngülerin finansal kurumlara olabilecek olası zararlarını azaltıcı etkide bulunmaktadır (ESRB, 2014, ss. 31-32).

Özetle döngüsel sermaye tamponu, i) yeterli sermaye düzeyi göz önüne alındığında, finansal döngülerin sistemik riski artırdığı dönemlerde bir risk tamponu olarak döngüsel tamponun artırımı, finansal kurumların aktiflerindeki büyümeyi sınırlamakta ii) özkaynak artırmanın maliyetinin borç maliyetinden yüksek olması şartıyla, daha sıkı sermaye gereksinimleri, marjinal fonlama maliyetlerini artırmaktadır. Bu da, finansal kurumların finansal aktif getirisini artırma yönlü bir beklentiye yol açarak bilanço büyümesinin hızını yavaşlatmaktadır iii) finansal kurumların zararlarını önleme potansiyelini artırarak finansal sistemin dayanıklılığını artırmaktadır.



Şekil 2.15. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu Aktarım Mekanizması (CGFS (2012)'den uyarlanmıştır)

Konjonktür karşıtı sermaye tamponu bankacılık sektörünün sermaye gereksinimlerinin, makro-finansal ortamı dikkate almasını sağlamayı amaçlamaktadır. Sistem çapında risk birikimlerinden koruması Basel III çerçevesinde geliştirilen bu makro ihtiyati politika aracının hem gelişmekte olan ülkelerde hem de gelişmiş ekonomilerde giderek daha fazla kullanılmasını sağlamaktadır (Tablo 2.5.).

Tablo 2.5. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponunun Kullanımı (BIS, https://www.bis.org/bcbs/ccyb/ccyb_worksheet.xlsx, Erişim Tarihi:19 Nisan 2018)

	Gelişmekte Olan Ekonomiler	Gelişmiş Ekonomiler
Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponunun Kullanımı	Arjantin (2016), Brezilya(2017), Endonezya(2017), Afrika(2017), Rusya(2017), Arabistan(2016),Türkiye(2016)	Almanya(2018), Avustralya(2016), Belçika(2018), Fransa, Hollanda(2017), Hong Kong (2018), İspanya(2018), İsveç(2017), İtalya(2016), Japonya(2016), Kore(2016), Lüksemburg(2018),Singapur(2018) , Birleşik Krallık(2018), ABD(2016), Norveç (2017)

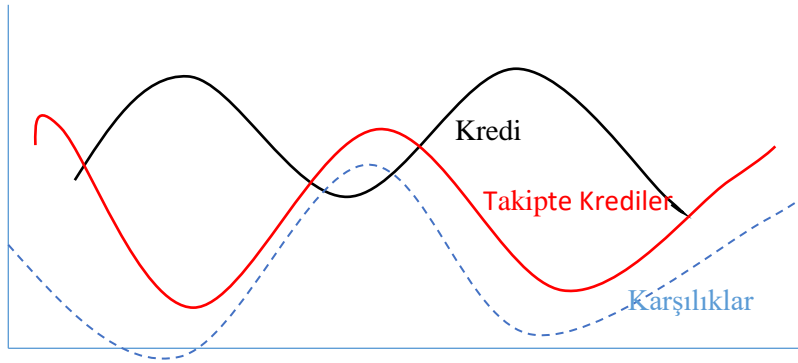
2.2.1.2. Dinamik Karşılıklar

İleriye dönük kayıplar karşılığı olarak da adlandırılan dinamik karşılıklar, bankalar tarafından verilen kredilerin daha vade başlangıcında potansiyel bir kayıp içerdiği varsayımından hareket etmektedir. Dinamik karşılıklar, bu kaybın önceden tespit ederek bankaların bu potansiyel kayıp ölçüsünde karşılık ayırması yaklaşımıdır. Bu yaklaşım sayesinde, ekonomik döngülerin yaşanması durumunda bankalar kredi temerrütlerine ilişkin kredi risklerinin beraberinde getirebileceği potansiyel kaybın daha kredi verildiği anda önlenmektedir. Ekonomik döngülerin bankaların karlılık ve ödeme gücüne zarar vermesinin önüne geçerek bankaların istikrarının zayıflamasına ve bazen hızla zayıflayan bilançolara olan güvenini garanti altına almaktadır.

2000’li yılların başlarında ilk olarak İspanya’da kullanılmaya başlanılan dinamik karşılık yöntemi, bankaların potansiyel kayıp tahmini doğrultusunda takipteki kredilerin (NPLs:non-performing loan) miktarına göre hesaplanan bir karşılık ayrılması yoluyla kullanılmaktadır. Bu amaç doğrultusunda bu makro ihtiyati politika aracının tipik iki amacı bulunmaktadır: i) hızlı kredi büyümesini sınırlamak ii) genişleme dönemlerinde (iyi zamanlarda) rezervlerin oluşturulması sağlayarak bu rezervlerin daralma dönemlerinde (kötü zamanlarda) tampon görevi görmesi sağlanamaktır. Dolayısıyla bu araç, doğası gereği konjonktür yanlı olan bankaların, dinamik karşılık yöntemiyle konjonktürel yanlılığını azaltmayı amaçlamaktadır (Fernandez de Lis ve Garcia-Herrero, 2010, s. 25).

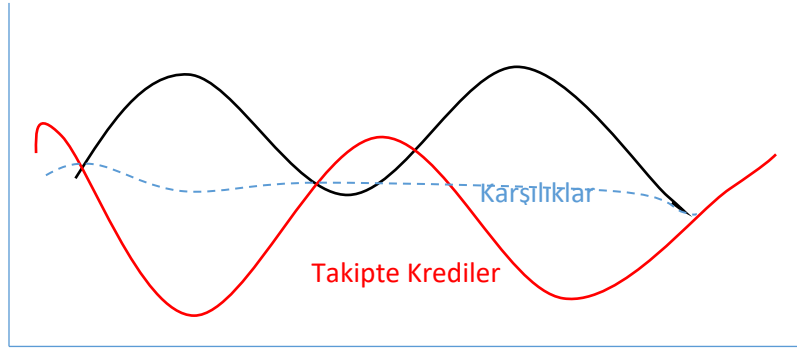
Bilindiği üzere bankalar, kullandırdıkları krediler sonrası karşılaşacakları muhtemel kredi kayıplarına tedbir olarak, belirli oranlarda karşılık ayırmakta ve bu sayede kredi portföylerindeki değer kayıplarına karşı bir önlem almaktadırlar. Şekil 2.16’da görülebileceği üzere bankaların geleneksel karşılık ayırma yöntemi olarak ayrılan karşılıklar, ekonominin genişleme dönemlerinde kredi portföylerindeki gizli riskleri göz ardı etmektedir. Ekonomik büyümenin potansiyelin üzerinde büyümesine, azalan takipte

krediler oranının eşlik etmesi, bankaların daha fazla kredi verme iştahını artırarak kredi büyümesinin hızlanmasıyla sonuçlanmaktadır. Kredi portföylerindeki gizli riskleri ihmal eden bu yaklaşım, kredilerin toplam maliyetinin hesaplanmamasına yol açmaktadır. Bankaların ekonomik konjonktürün daralma sürecine girmesi durumunda bu durum daha yüksek takipte kredi oranlarıyla ve dolayısıyla daha yüksek kredi riskine yol açmaktadır (Saçcı, 2004:138). Özetle döngü yönlü geleneksel karşılık yönteminde Şekil 2.16 üzerinden izlenebileceği üzere genişleme dönemlerinde takipte kredi oranlarında düşüşle birlikte (iyi zamanlarda) düşürülen ve daralma dönemlerinde takipte kredilerde artışla birlikte artırılan bir karşılık ayırma politikası hakimdir (Fernandez de Lis ve Garcia-Herrero,2010:7).



Şekil 2.16. Geleneksel Karşılık Döngüsü (Fernandez de Lis ve Garcia-Herrero (2010)'den uyarlanmıştır)

Dinamik karşılıklar yönteminde ise (Şekil 2.17), verilen her kredinin daha başlangıçta potansiyel bir kaybı içerdiği varsayımından hareketle, tıpkı konjonktür karşıtı sermaye tamponu gibi konjonktür yanlı kredi döngülerinin karşıtı bir politika uygulamasına gidilmektedir. Buna göre, geleneksel karşılıkların konjonktür yönlü olarak değiştirilmesinin aksine, takipte kredi oranı referans göstergesi kullanılmasıyla bankaların potansiyel kaybı tahmin edilerek karşılık oranı belirlenmektedir. Bu yöntemle, genişleme dönemlerinde karşılıkların artırılması ve daralma dönemlerinde karşılıkların azaltılarak kredilerin döngüsellik eğilimlerinin düzeltilmesine çalışılmaktadır.



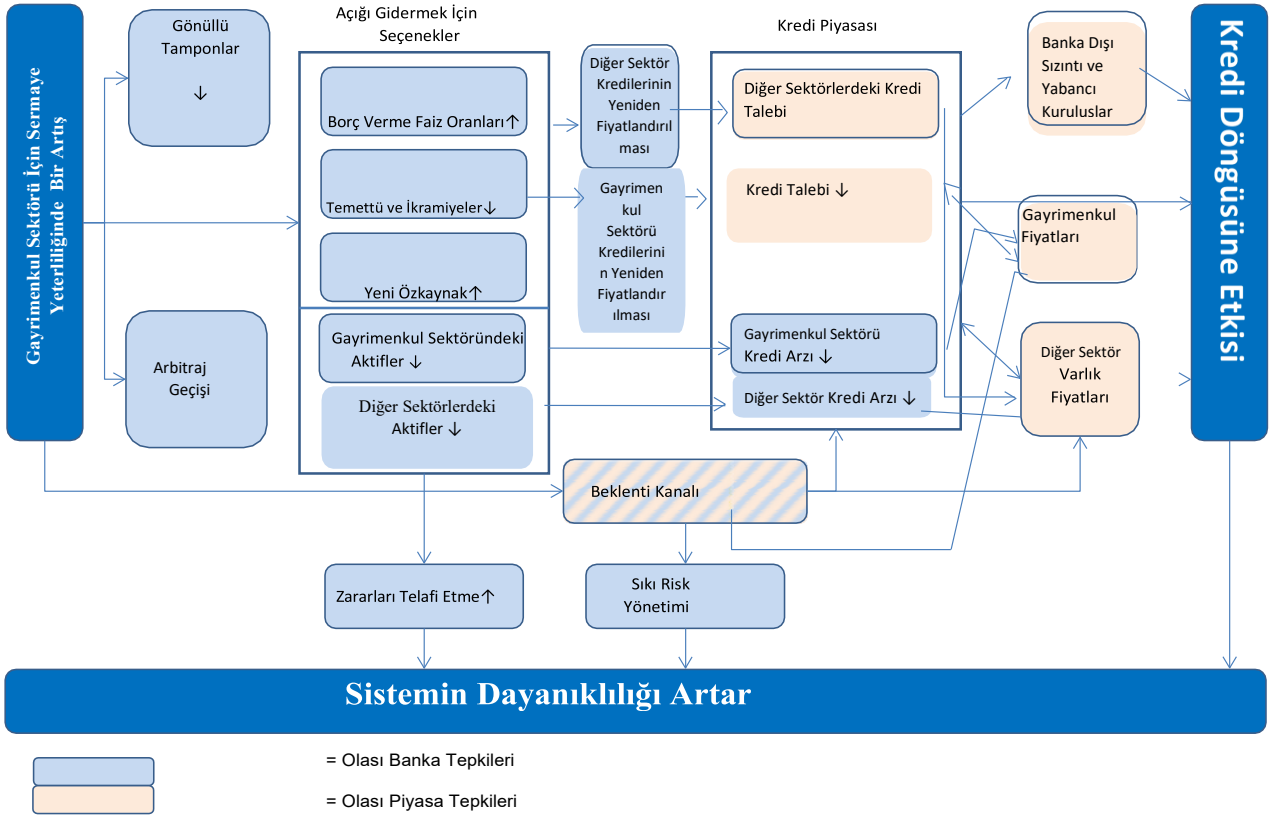
Şekil 2.17. Dinamik Karşılıklar Döngüsü (Fernandez de Lis ve Garcia-Herrero (2010)'den uyarlanmıştır)

2.2.1.3. Sektörel Sermaye Yeterlilikleri

Sektörel sermaye yeterlilikleri, kredi piyasasında belirli sektörler veya segmente yönelik kredilerin aşırı kredi büyümesi yaratarak sistem çapında risk oluşturması potansiyeline karşısında, kredilerdeki risk ağırlıklarının artırılarak mevcut sermaye yeterliliklerine ilaveten sermaye bulundurması gerekliliğidir. Söz konusu bu araç, sektörel kredi büyümesi ve yoğunlaşması, sektör içi ve sektörler arası kredilerin dağıtımı, gayrimenkul ve ticari gayrimenkul fiyatları ile fiyat kira oranı gibi göstergeler baz alınarak hızlı kredi büyümesinin olduğu sektörlerde riske maruz kalma oranını yansıtabilecek şekilde ek sermaye gereksinimi getirilmektedir. Yani bu politika aracı, risk ağırlıklarının artırılması şeklinde uygulanmaktadır (SARB, 2014, ss. 18-19). Örneğin, teminatsız tüketici kredileri ya da ticari gayrimenkul kredilerine yönelik risk ağırlıklarındaki bir artış durumunda, bu sektörlerde kredi faiz oranlarında ve fiyatlarda artış yaşanması sağlanarak hızlı kredi büyümesi sınırlanmaktadır (IMF, 2013b, s. 20). Dolayısıyla bu araç sayesinde hızlı kredi büyümesinin görüldüğü sektörlerde ek sermaye tamponu yükümlülüğü getirilerek, kredi kalitesindeki bozulmaların oluşturacağı muhtemel kredi zararlarına karşı bankaların dayanıklılığını artırılmaktadır. Dolayısıyla sektörel sermaye yeterlilikleri ile, kredi döngülerinin önlenmesi hedeflenmektedir (ESRB, 2014, s. 60).

Sektörel sermaye yeterlilikleri artırılması durumuna ilişkin aktarım mekanizmasına Şekil 2.18'de yer verilmiştir. Şekilden görülebileceği üzere, artan sektörel sermaye yeterlilikleri, bankaların dayanıklılığı ve aşırı kredi büyümesi üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda bu artış aşırı finansal kaldıracın önlenmesinde de katkı sağlamaktadır (ESRB, 2014, s. 52). Yüksek sektörel sermaye yeterliliklerini karşılamak için tutulan ek sermaye, bankaların gayrimenkul kredilerinden kaynaklanacak zararları

karşılama kapasitesini artırarak bankacılık sisteminde dayanıklılığı artırmaktadır. Bankaların gayrimenkul (ya da diğer sektör) kredilerini sınırlaması ya da daha yüksek faiz oranlarından kredi vermeyi seçerek kredi maliyetlerini arttırmayı tercih etmesi, kredi talebini düşürerek, kredi döngüsünü önleyici etkide bulunmaktadır. Bu da, gayrimenkul sektörü kredilerinin güçlü büyüme göstermesini sınırlayarak, kredi kaynaklı konut balonu patlaması olasılığını azaltmaktadır.



Şekil 2.18. Sektörel Sermaye Yeterlilikleri Aktarım Mekanizması (CGFS (2012)'den uyarlanmıştır)

2.2.1.4. Kaldıraç Oranı

Basel Komitesi tarafından Basel III çerçevesinde geliştirilen kaldıraç oranı⁷ sınırlamaları, bankaların bilançolarında yer alan varlıklarını özkaynaklarına göre sınırlandırarak risk ağırlıklı sermaye yeterliliklerini desteklemektedir. Bankacılık sektöründe kaldıraç oluşumlarını önleyerek, finansal sistemde risk birikimi oluşması durumunda bankacılık sisteminin dayanıklılığı korunmaktadır. Riskli bazlı sermaye gereksinimine dayanan sermaye tamponlarına kıyasla, bu makro ihyiyati politika aracı risk bazlı olmama özelliği taşımaktadır (IMF, 2014, s. 7).

Bankaların, genellikle özkaynak getirisini artırmak için ihtiyaç duyduğu varlık artışını, borçlanarak gerçekleştirilmesi kaldıraç oranlarını artırmaktadır (SARB, 2016, s. 19). Bankaların kaldıraç oranını aşırı düzeylere çıkarması, bankanın kötü bir şok karşısında borcunu çevirebilme kabiliyetini zorlaştırmaktadır. Bankaların, özkaynak getirisini yükseltmek amacıyla varlıklarını artırma yönünde bir davranış sergilemeleri durumunda, varlıklara olan talep, artış göstererek, fiyatları yukarı yönlü baskılamaktadır. Bu durumda, bankalar varlık fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketlenme karşısında, kaldıraç oranını yükseltmek üzere daha fazla kaynak sağlama çabasına girmektedir (Binici ve Köksal, 2012, s. 3).

Adrian ve Shin (2010)'de belirtildiği üzere, bankalar varlık fiyatlarında artış görülmesi durumunda daha fazla kaynak sağlamak suretiyle kaldıraç oranını yükseltme eğilimine girmektedir. Varlık fiyatlarının düşmesi durumunda ise, kaldıraç oranını düşürmektedir. Bu da, kaldıraç oranının arttığı dönemlerin kredi döngülerinin genişleme dönemleri ile, azaldığı dönemlerin ise, kredi döngülerinin daralma evreleriyle örtüştüğünü göstermektedir. Bankaların, kaldıraç oranlarının döngü yönlü bu yapısı, finansal sisteme gelen kötü bir şok karşısında borçlarını çevirebilmesini güçleştirmektedir. Aynı zamanda bu durum, bankaların bilanço dengelerini bozarak onları zor durumlara itebilmektedir. Bu anlamda kaldıraç oranının makro ihtiyati politika aracı olarak kullanılarak bankaların kaldıraç oranlarına sınırlama getirilmesi; döngülerin genişleme dönemlerinde sıkılaştırılması; döngülerin daralma dönemlerinde ise

⁷ Kaldıraç oranı, ana sermayenin bilanço içi varlıkların, bilanço dışı işlemlerin, türev finansal araçlar ile kredi türevlerinin ve menkul kıymet veya emtia teminatlı finansman işlemlerinin risk tutarlarının toplamından oluşan risk tutarına bölünmesiyle elde edilen oran şeklinde tanımlanmaktadır (BDDK, 2018).

gevşetilmesi suretiyle kredi döngüsünü yumuşatarak, bankaların konjonktür yanlılığını azaltıcı bir işlev görmektedir (Bennani vd.,2014, s. 22).

2.2.1.5. Kredi-Teminat Oranı ve Borç-Gelir Oranı Sınırlamaları

Kredi-teminat oranı (LTV)⁸ ve borç gelir oranına (DTI)⁹ sınırlama düzenlemeleri, genişleme dönemlerinde kredi verme standartlarında gevşemeye gidilmesi nedeniyle, hızlı kredi büyümesi, kaldıraç oranının aşırı seviyelere gelmesi, varlık fiyatlarının ve vade uyumsuzluklarının artması kaynaklı oluşabilecek sistemik riskleri zayıflatmaktadır. Daralma dönemlerinde ise, kredi kayıplarını azaltarak finansal sistemin dayanıklılığın artırmayı hedefleyen bir makro ihtiyati politika aracıdır.

Kredi teminat oranı, özellikle konut sektöründe teminatlı kredilerin, teminat olarak alınan konutun piyasa değerinin belirli bir yüzdesinin üzerindeki kredi miktarını kısıtlamaktadır. Borç gelir oranı ise, hanehalkının borçluluk düzeyini gelirin belirli bir yüzdesini aşmasını kısıtlayarak, özellikle sektörel düzeyde dengesizliklerden kaynaklı oluşan risklerini sınırlayan aktif yönlü makro ihtiyati politika araçlarıdır (Grace, Hallissey ve Woods, 2015, ss. 97-98; Bundesbank, 2013, s. 51; Shin, 2013, s. 45). Bu araçlardan kredi teminat oranı, konut kredisi teminat oranı sınırını artırarak borçların geri ödenememesi olasılığını düşürmekte ve böylece borçların geri ödenememesinden doğabilecek zararları sınırlandırmaktadır. Benzer şekilde borç gelir oranı sınırlama artışı da, borçlunun geliri oranında borçlanmaya izin vererek borçlunun borcunu ödeme kabiliyetini iyileştirmekte ve bu sayede aşırı kredi artışını ve kaldıraç artışını frenleyerek kredi döngüsünü yumuşatmaktadır. Böylece bankaların sağlamlığı artırılmaktadır (SARB, 2014, s. 20).

Bilindiği üzere ekonominin genişleme dönemlerinde, artan kredi talebinin tüketim harcamalarını artırması suretiyle varlık fiyatlarında güçlü artışlara neden olmaktadır (TCMB, 2016, s. 24). Kredi teminat oranı ve borç gelir oranı tavanının yükseltilmesi durumunda, satın alınacak varlığın değerinin yalnızca belli bir oranı krediyle karşılanması, bankalar tarafından tüketicilere sağlanan kredi miktarı azaltılmakta, aynı zamanda tüketiciler tarafından da özellikle sektörel kredi talebini (konut vb.) azaltmaktadır. Bu azalma sonucu varlık fiyatları düşmekte veya varlık fiyat artışı yavaşlamaktadır (Şekil 2.19). Böylece kredi teminat oranı ve borç gelir oranı tavanı

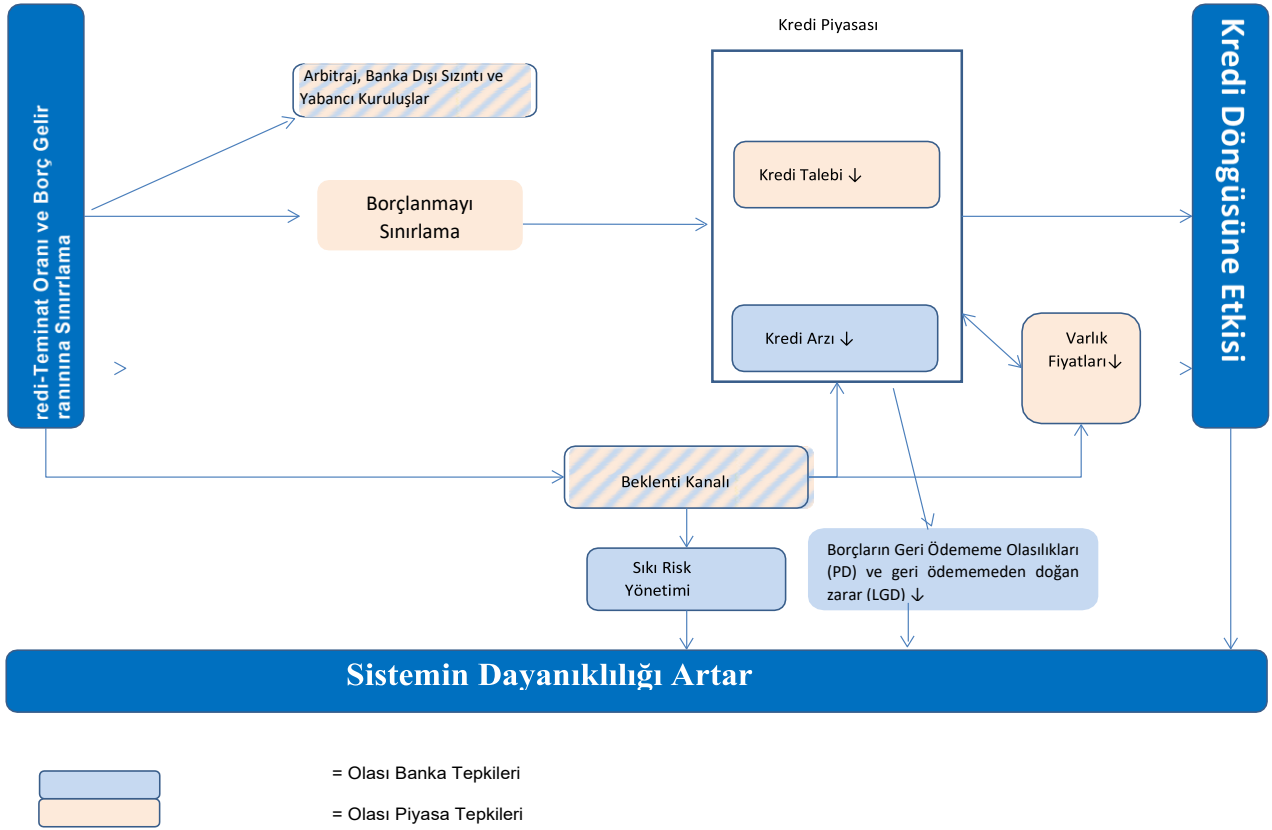
⁸ Teminatlı kredilerde, kredi tutarının teminatın piyasa değerine oranıdır

⁹ Toplam kredilerin (borçların) yıllık gelire oranıdır.

yükseltilmesi durumunda aşırı kredi büyümesi ve kaldıraçın aşırı düzeye çıkması önlenerek kredi döngüsü yumuşatılmaktadır (ESRB, 2014, s. 55).

Öte yandan, daralma dönemlerinde (finansal stres dönemlerinde) borçluluk düzeyi yüksek olan tüketiciler tüketim harcamalarını hızla kısmakta ve daralmayla birlikte varlık fiyatlarında ani düşüşler yaşanırken, borçlarını geri ödememe olasılıklarını yükseliş göstermesi bankaları kredi kaybı ile yüz yüze bırakmaktadır. Aynı zamanda teminatlar değerlerinde düşüşler, bankaların kredi kayıplarını karşılanmasını zorlaştırarak potansiyel zararlarını artırmaktadır (TCMB, 2016, s. 24). Böyle bir durum karşısında kredi teminat ve borç gelir tavanının düşürülmesi sektörel kredi kullanılabilirliğini, artırarak kredi talep kanalıyla aşırı kredi azalışını yumuşatabilmektedir. Ayrıca bu araçlar, bankaların kredi genişlemesini yavaşlattığından, kredi kalitesini artırmak suretiyle çekirdek olmayan yükümlülüklerin¹⁰ (noncore liabilities) oluşumunu ve kredi standartlarındaki erozyona karşı koyulmasına yardımcı olmaktadır (Shin, 2013, s. 45). Böylelikle, kredi teminat oranı ve borç gelir oranı tavanı, borçluların geri ödememe riski azaltılarak bankaların takibe düşen alacaklarını düşürmesi ile banka kayıplarının azalması, banka bilançolarını olumlu yönde etkilemektedir (Balcı ve İşçan, 2016, s. 12).

¹⁰ Çekirdek olmayan yükümlülükler; bankaların mevduat kaynaklı finansman yerine repo, vadesiz borç, kısa vadeli döviz borçlarıyla finansmana yönelmesiyle oluşan yükümlülükleri ifade etmektedir (Shin, 2013:34).



Şekil 2.19. Kredi-Teminat Oranı ve Borç-Gelir Oranı Sınırlamaları Aktarım Mekanizması (CGFS (2012)'den uyarlanmıştır)

2.2.1.6. Likidite Araçları

Son yaşanan küresel krizde görüldüğü gibi, bankaların çekirdek olmayan fonlara yönelmesi, finansal sistemin stresli dönemlerinde fon sağlama ve yeniden finansman sağlama kabiliyetini kötüleştirmektedir. Bu da, finansal sistem genelinde ani tahribat ve panik satışları tetikleyerek finansal sistemi likidite şoklarına maruz bırakmaktadır (IMF, 2010b; Covitz vd., 2009; Kapadia vd., 2012). Bu çerçevede küresel finansal kriz sonrasında aktif olarak kullanılmaya başlanan likidite araçları, çekirdek olmayan fonların zaman içinde ve sistem genelinde yarattıkları kırılğanlıkları azaltarak, finansal sistem şoklarına karşı dayanıklılığı artırmayı amaçlamaktadır. Bu araç seti bir yandan toptan, kısa vadeli ve döviz cinsinden fonlamaların artış göstermesi durumunda finansal şoklara karşı direncini düşüren kırılğanlıklara maruz kalmasını önlemeyi hedeflerken, diğer

yandan kredi büyümelerinin yavaşlatılması amacına hizmet etmektedir (IMF, 2014, s. 76).

2.2.1.6.1. Likidite Karşılama Oranı ve Net İstikrarlı Fonlama Oranı

Basel III çerçevesi içerisinde geliştirilen likidite karşılama oranı (LCR)¹¹ ve net istikrarlı fonlama oranı (NSFR)¹², uzun vadeli finansmanı teşvik etmek için geliştirilen makro ihtiyati araçlardır. Bu politika araçlarından likidite karşılama oranı, bankaların yurtdışı fon kaynakları gibi finansal kırılma dönemlerinde çevirmesi zor olan çekirdek olmayan yükümlülükler yerine; teminatsız, yüksek kaliteli likit varlık seviyelerini sürdürmelerini teşvik etmektedir. Bu sayede, kısa vadeli likidite şoklarına maruz kalmaları durumunda, bu olumsuzluğun yarattığı sistem genelindeki risklere karşı finansal sistemin direncini artırılması hedeflenmektedir. Net istikrarlı fonlama oranı ise, i) kısa vadeli toptan fonlamaya olan bağımlılığı azaltması, ii) tüm bilanço içi ve dışı bilanço kalemlerin fonlama riskinin daha iyi değerlendirilmesini teşvik etmesi, iii) istikrarlı kaynaklardan, diğer bir deyişle uzun vadeli finansman yapısını teşvik edilmesi suretiyle, uzun vadeli likidite risklerine karşı dayanıklılığı artırmayı hedeflemektedir (BIS, 2015, s. 5).

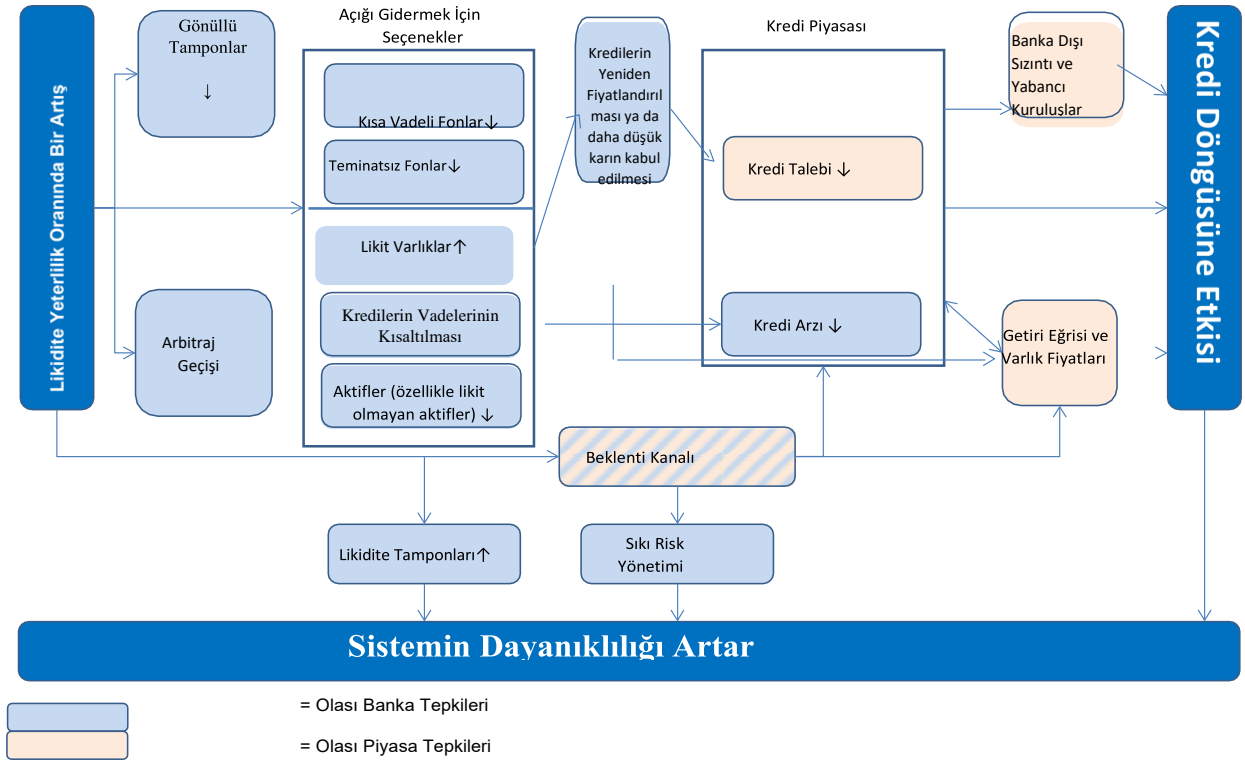
Likidite karşılama oranı için belirlenen asgari oranın artırılması durumunda bankalar bu ihtiyacı karşılayabilmek için fonlarının vadesini artırmaktadır. Bunu takiben bankalar, yüksek likit varlıkları satın alıp ve likit olmayanları satarak aktif varlıklarını dengelemektedir. Bu dengeleme sonrası yüksek kaliteli likit varlık getirilerinin daha likit olmayan varlıklara göre daha düşük olması ve uzun vadeli finansmanın daha pahalı oluşu, bankalara ek maliyetler getirecektir (ESRB, 2014, ss. 108-109). Bu durum, bankaların reel ekonomiye kredi sağlama konusundaki istekliliğini azaltacak ya da ortaya çıkacak yüksek faiz oranları nedeniyle kredi talebinin düşmesiyle sonuçlanacaktır. Dolayısıyla finansal döngülerin ani yükseliş dönemlerinde, daha sıkı likidite gereksinimleri ile borçlanma maliyetlerini artırarak aşırı kredi büyümesini sınırlandırıcı; finansal

¹¹ Likidite Karşılama Oranı (LCR): yüksek kaliteli likit varlık stokunun, 30 gün süreli net nakit çıkışlarını ne oranda karşılayacağını gösteren orandır (BDDK, 2014a)

¹² Net İstikrarlı Fonlama Oranı: yasal sermaye, bir yıldan uzun vadeli yükümlülükler, gerçek kişi ve KOBİ mevduatlarından elde edilen mevcut istikrarlı fon tutarının gerekli istikrarlı fon tutarına bölünmesi suretiyle elde edilen oranı ifade etmektedir (BDDK, 2018)

döngülerin ani düşüş dönemlerinde ise gevşek tutulan likidite gereksinimleriyle reel ekonomiye kredi sağlanması desteklenerek finansal döngülerin yumuşatılması hedeflenmektedir (Şekil 2.20).

Net fonlama oranı için de benzer bir süreçten bahsedilebilir. Buna göre söz konusu bu araç, fonlama ihtiyacının zamana göre ayarlanması ile döngünün yükselme dönemlerinde, daha sıkı fonlama yeterlilik oranı ile aşırı kredi büyümesinin yavaşlamasına katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan, döngülerin düşüş dönemlerinde ise net fonlama oranı için belirlenen asgari oranın düşürülmesi, fonlama maliyetlerini düşürerek reel ekonomiye kredi arzını sürdürmek için gerekli kaynakları serbest bırakarak finansal döngüyü yumuşatmaktadır.



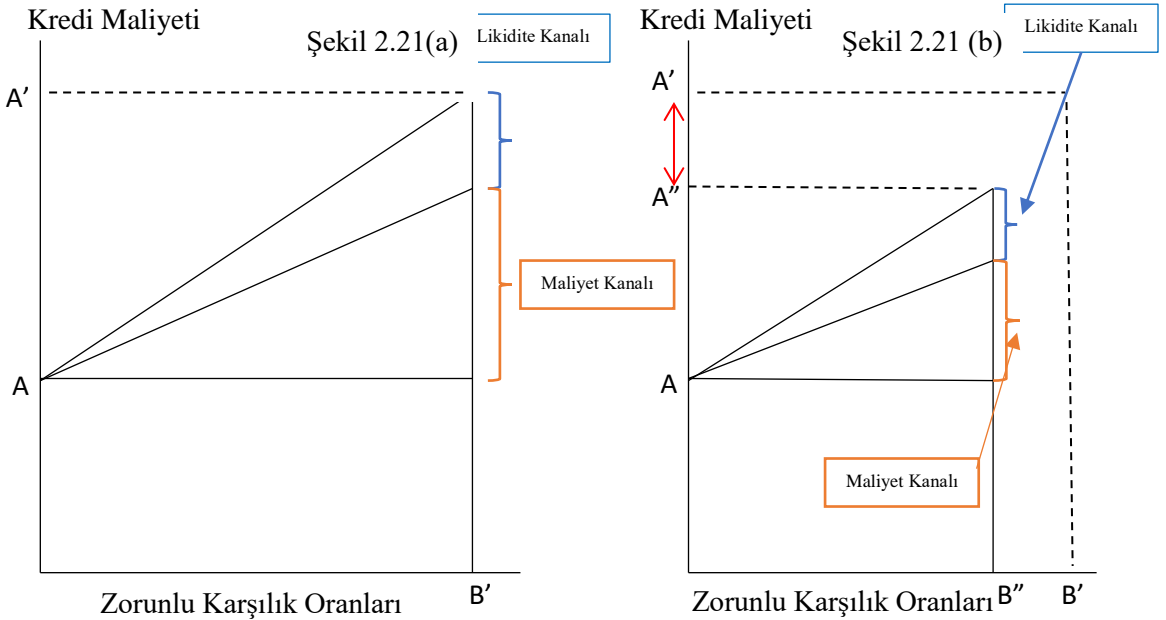
Şekil 2.20. Likidite Yeterlilik Oranları Aktarım Mekanizması (CGFS (2012)'den uyarlanmıştır)

2.2.1.6.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar; geleneksel olarak kullanılan bir para politikası olmasına karşın, küresel kriz sonrası özellikle sermaye girişlerine bağlı olarak oluşabilecek dalgalanmaların yaratabileceği olası likidite şoklarına karşı, likidite tamponu görevi üstlenerek, sistemik riskleri önleyen bir makro ihtiyati politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Zorunlu karşılıklar, bankaların mevduat ve benzeri yükümlülüklerin belirli bir orandaki kısmının merkez bankasında tutulmasıyla borç verme faiz ve mevduat faiz oranları arasındaki farkı değiştirerek kredi koşullarını etkilemektedir (IMF (2013a); Gray (2011); Tovar vd., (2012); Glocker ve Towbin (2012)). Bu doğrultuda, para birimi cinsinden ya da zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler vadelerine göre farklılaştırılarak, sermaye hareketleri ve aşırı kredi büyümesi kontrol altında tutulmaktadır (Lim vd., 2011, s. 14).

Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde yabancı sermaye kaynaklarına erişimin kolaylaşmasının yarattığı likidite bolluklarına karşılık arttırılan zorunlu karşılıklar, bankalardan fazla likiditenin çekilmesine yardımcı olmaktadır (Hoffmann ve Loeffler, 2014, s. 309). Bankalar zorunlu karşılıklar artırımını karşısında, piyasadan çekilen likiditeyi merkez bankasından fazladan borçlanarak telafi etmeye çalışsa da, bu durum bankaları kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına daha bağımlı hale getirerek vade uyumsuzluğunu artırmaktadır (Vargas vd. , 2010). Bankalar çıkan vade uyumsuzluğunun bankaya yüklediği ek maliyeti, kredi faiz oranlarına yansıtmaktadır. Aynı zamanda bankalar, kısa vadeli fonlara olan bağımlılığını azaltmak içinde sağladığı kredi miktarını düşürmektedir. Zorunlu karşılık oranı artırımını ile kredi maliyetleri ilişkisine yer verilen Şekil 2.21(a) üzerinden gösterildiği üzere, zorunlu karşılık oranlarının artırılması durumunda maliyeti oldukça yüksek olan merkez bankası fonlarının ağırlığının artması likidite kanalının etkisiyle kredi maliyetini yükseltecektir. Bankaların zorunlu karşılık yükümlülüğü nedeniyle piyasaya verebileceği fonlardan mahrum kalması ise, kredi maliyetini maliyet kanalı aracılığıyla artmasına neden olmaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011, ss. 6-9). Özetle başlangıçta zorunlu karşılıkların sıfır olması durumunda A noktası kadar kredi maliyetine katlanan bankalar, zorunlu karşılık oranlarının yükselmesi sonrası mevduat ve merkez bankası fon kaynaklarından elde edilen banka yükümlülüklerinin ağırlık ortalama maliyetini yükseltmektedir. Bu da, likidite ve maliyet kanalları üzerinden bankaların kredi maliyetlerinde A-A' kadarlık bir artışa neden olmaktadır.

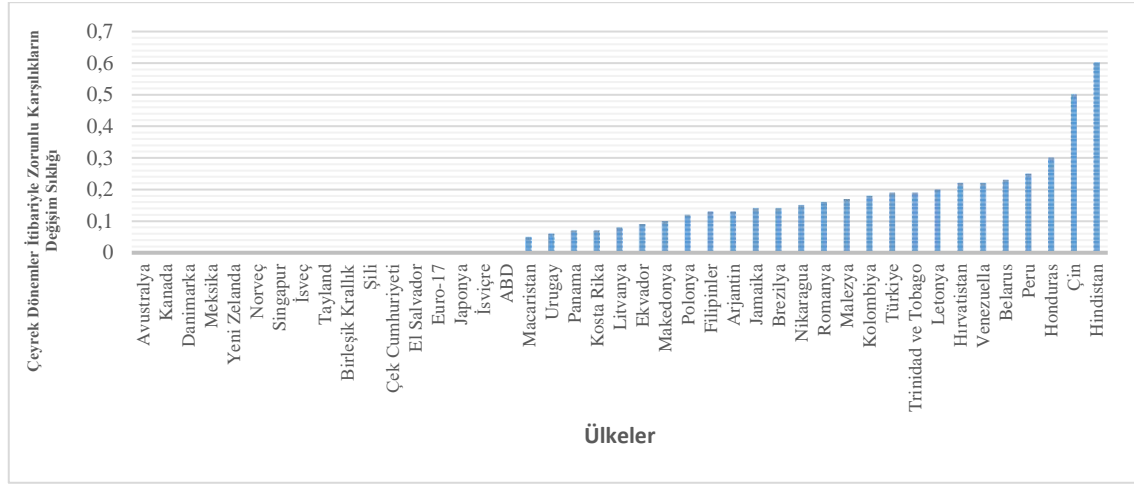
Öte yandan bankaların daha yüksek faiz oranlarından kredi vermeyi tercih etmelerinin yarattığı ek maliyetler, kredi talebini azaltarak kredi büyümelerini sınırlamaktadır. Diğer taraftan sermaye hareketlerinin tersine döndüğü dönemlerde finansal piyasalarda likidite darlığı yaşanmasını önlemek adına azaltılan zorunlu karşılıklar kredi maliyetlerini düşürerek, bankaların kredi faizlerini düşürmekte ve bu sayede kredi talebinde hızlı bir artışa yol açarak, kredi hacminin genişlemesine neden olmaktadır. Böylelikle zorunlu karşılıklardaki değişimlerin, bankaların likidite pozisyonlarını etkilemek suretiyle kredi döngülerinin olumsuz etkilerini azaltmaktadır. Şekil 2.21(b)' de ise zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesinin kredi maliyetleri üzerindeki olası etkileri gösterilmektedir. Buna göre zorunlu karşılık oranlarındaki azalış merkez bankası kaynaklarının toplam kaynaklar içindeki payının düşürmesine neden olacaktır. Buna bağlı olarak zorunlu karşılıkların bankalara yüklemiş olduğu ek maliyet daha az olacağından kredi maliyeti düşüş gösterecektir. Kredi maliyetlerindeki düşüş sonrası, bankaların zorunlu karşılık uygulamasından dolayı mahrum kaldıkları fonları tekrar kredi olarak piyasa verebileceği miktar ise $A'-A''$ arasındaki mesafeye karşılık gelmektedir.



Şekil 2.21. Zorunlu Karşılık Oranlarının Kredi Maliyetlerine Etkisi (Alper ve Tiryaki (2011)'den uyarlanmıştır.)

Zorunlu karşılık oranlarının aktif bir makro ihtiyati araç olarak kabul edilmesi için, ekonomik döngü ve kredi döngü karşıtı olarak etkide bulunabilmesi, belirli sıklıkla

değiştirilmesi gerekmektedir (Cordella vd. 2014, s. 16). Çünkü ancak böyle bir durumda zorunlu karşılıklar oranının kredi döngülerinin olumsuzluklarını düzeltebilmek mümkün olmaktadır. Bu bağlamda Şekil 2.22 incelendiğinde zorunlu karşılık oranı özellikle gelişmekte olan ekonomiler tarafından aktif bir makro ihtiyati politika aracı olarak kullanıldığı görülürken, gelişmiş ekonomiler ise zorunlu karşılık oranını aktif bir politika aracı olarak kullanmayı tercih etmemiştir.



Şekil 2.22. Zorunlu Karşılıklarda Değişim Sıklığı (2005-2011) (Federico, Vegh ve Vuletin (2014).)

2.2.1.6.3. Teminat ve Kesintiler

Teminat ve kesintiler, teminatlı finansman ve türev işlemlerde marj veya kesinti oranlarına dinamik veya döngüsel ayarlamalar yaparak, asgari kar marj oranını sınırlandırmaktadır. Böylelikle, finansal piyasalardaki yüksek (düşük) dalgalanmalara bağlı, marj artışlarından (azalışlarından) kaynaklanan sistemik riskler önlenerek finansal sistemin dayanıklılığı artırılmaktadır (SARB, 2014, s. 20).

2.2.1.6.4. Açık Döviz Pozisyonları ve Döviz Cinsinden Kredilere Sınırlamalar

Bilindiği üzere döviz kurlarında görülebilecek dalgalanmalar bankaları ve finansal sistemi yıkıcı sonuçlara maruz bırakabilmektedir. Bu doğrultuda bankaların döviz kuru risklerine maruz kalmalarını önlemek amacıyla açık döviz kuru pozisyonları ve döviz cinsinden kredilere sınırlamalar getirilmektedir. Net açık döviz pozisyonuyla getirilecek sınırlama ile bankaların bilançolarındaki yabancı aktif ve yükümlülükler arasındaki uyumsuzluğu giderilmektedir. Bu sayede, kur dalgalanmalarına karşı bankaların kırılganlığı azaltılmaktadır (IMF, 2014, s. 78). Bu makro ihtiyati politika aracı ile döviz

kurunun risklerinin kontrol altında tutulmasına olan katkısının ile birlikte, bankaların döviz cinsinden kredi taleplerini fonlaması sınırlandırılarak hızlı kredi genişlemesi de sınırlandırılmasına da yardımcı olmaktadır (Ostry vd., 2011, s. 22).

Diğer taraftan döviz cinsi kredilere getirilen kısıtlamalar, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, bankaların döviz kaynaklarına aşırı bağımlılığı azaltmayı amaçlamaktadır (IMF, 2014, s. 78). Lim vd. (2011)'in belirttiği gibi döviz cinsi kredilere getirilen sınırlamalar, kredi hacmi içerisinde döviz cinsinden kredilerin kullandırım miktarını azalttığından hızlı kredi büyümesinde, konjonktürel yanlılığı azaltarak kredi döngülerinin azalmasını desteklemektedir.

2.2.1.6.5. Çekirdek Fonlama Oranı

Çekirdek fonlama oranı (CFR)¹³, bankaların daha istikrarlı finansman kaynakları tarafından kredi sağlayarak riskli fonlamaları sınırlandırmayı ve aşırı aktif büyümelerinin yaratabileceği sistemik dışsallıkların azaltılmasını teşvik etmek için geliştirilen makro ihtiyati politika aracıdır (RBNZ, 2013, s. 3). Bu doğrultuda çekirdek fonlama için belirlenen asgari oranın artırılması durumunda, bankalar sağladıkları kredileri çekirdek fon kaynaklarından sağlamaktadır. Banka bu durumda fon kaynakları içerisinde kısa vadeli fon kaynaklarının payını düşürerek finansal strese karşı dayanıklılığı artırmaktadır. Ayrıca finansal stres dönemlerinde bu oranın azaltılması, finansal sistem için bir tampon görevi de görmektedir (Lee vd., 2013, s. 13).

2.2.1.6.6. Vergi Politikaları

Maliye politikaları çerçevesinde geliştirilen, bilanço kısıtlamaları, riskli fonlamaları sınırlandırma, arbitraj düzenlemeleri gibi aşırı risk almayı önleme yönlü politikalar, aşırı aktif büyümesi sebebiyle varlık fiyatlarında ani yükselişlere neden olan sistemik dışsallıkları azaltmaktadır. Bu etkenler dikkate alındığında, vergi politikalarının finansal bir şok durumunda bir tampon görevi gören bir makro ihtiyati politika aracı niteliğinde olduğunu göstermektedir (Shin, 2010); IMF, 2010); (Noyer, 2014)).

Bu yönde geliştirilen araçlardan çekirdek olmayan yükümlülükler üzerine vergi koyulması; finansal sistemde riskin düşük fiyatlandığı (underpricing) finansal döngülerin ani yükseliş dönemlerinde, bankaların çekirdek olmayan fonlarla sağladığı finansman

¹³ Çekirdek Fonlama Oranı; bankaların sağladıkları kredilerin ne oranda özkaynak, mevduat, bir yıldan uzun vadeli uzun vadeli borçlar gibi çekirdek fon kaynakları tarafından karşılanacağını gösteren orandır (RBNZ,2013).

kaynaklarına ek maliyetler yükleyerek, aşırı aktif büyümesine neden olan fiyatlama dengesizliklerini azaltılmaktadır. Böylece bankaların konjonktür yanlı aşırı aktif büyümesi önlenmektedir (Shin, 2010, s. 7).

Bununla birlikte, çekirdek olmayan yükümlülükler üzerine koyulan vergiler; döviz cinsinden çekirdek olmayan yükümlülükleri de azaltacağından özellikle gelişmekte olan ülkelerde ani sermaye çıkışlarının yarattığı kırılganlık ve likidite şoklarına karşı tampon görevi görmektedir (Shin, 2013, s. 49).

2.2.2. Kesit Boyutuna İlişkin Araçlar

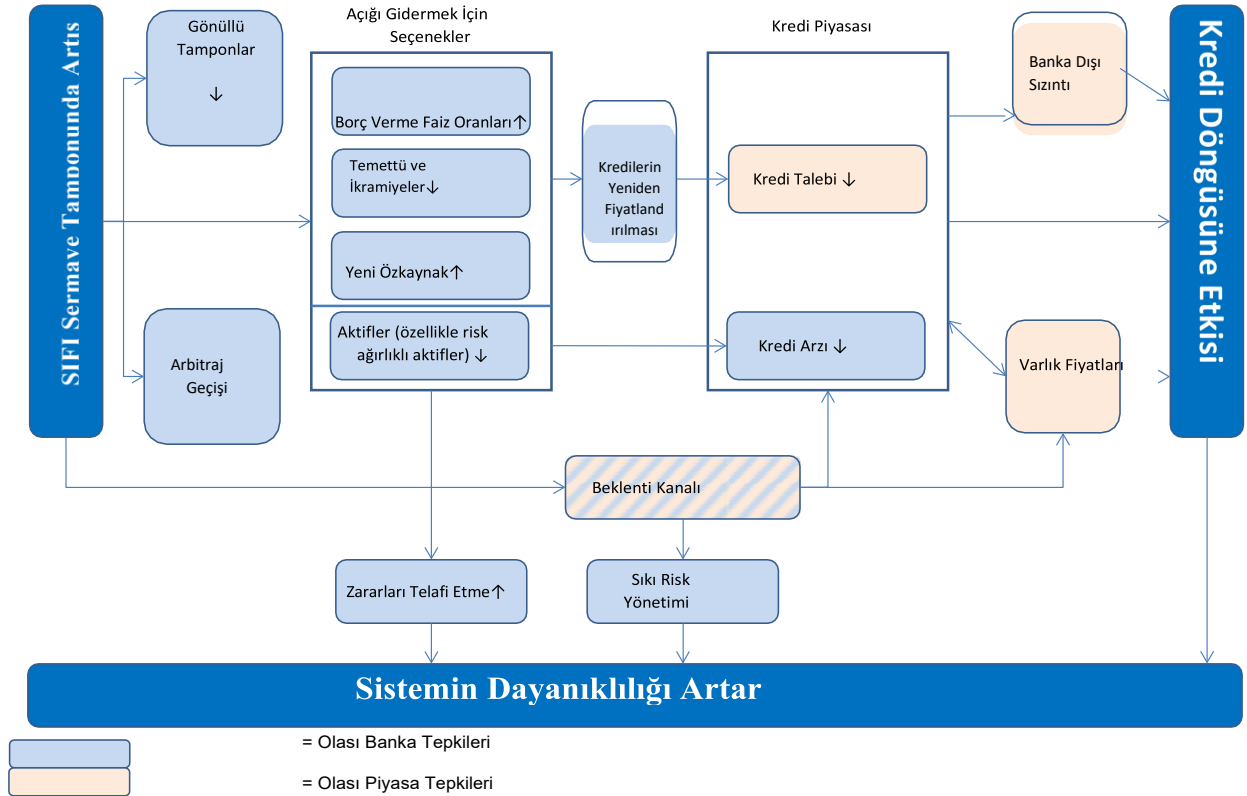
Sistemik riskin kesitsel boyutuna yönelik araçlar; finansal sistemdeki karşılıklı bağımlılık, finansal sistemin boyutu ve yapısından kaynaklı olumsuz dışsallıkların finansal sistem genelinde oluşturduğu sistemik riskin, bulaşıcılığını sınırlandırmayı amaçlayan politika araç setleridir (Frait, 2010, ss. 106-107). Sistemik riskin kesit boyutundaki uygulanacak bu araçlar vasıtasıyla, finansal kuruluşların bilanço veya finansal işlem koşullarını etkileyerek sistemik risklerin önüne geçilmesine çalışılmaktadır (Bank of England, 2011). Yine bu araçlarla, iflas etmesi durumunda finansal sistem genelinde sistemik risklere yol açacak finansal kurumların, finansal piyasaların işeyişini ve faaliyeti olumsuz etkilemesini engellemek için, bu kurumların dayanıklılığı artırılmaya çalışılmaktadır. Bu kurumların iflası halinde ise, finansal sistemdeki karşılıklı bağımlılıklardan kaynaklanan bulaşıcılığın sınırlandırılması hedeflenmektedir (IMF, 2013b, ss. 21).

2.2.2.1. Sistemik Açıdan Önem Arz Eden Kuruluşlar İçin İlave Sermaye Yükümlülüğü

2008 krizinde Lehman Brothers gibi ABD'nin önde gelen bankalarından birinin iflas edişi sıradan bir iflas olarak kalmamıştır. 2008 krizi, küresel finansal sistemin tümüne sistemik riskin bulaşma etkisi göstererek nasıl derinden bir olumsuz etkiler doğurabildiğini göstermiştir. Bu doğrultuda FSB (2011) tarafından; büyüklüğü, karmaşık yapısı ve sistemik açıdan doğrudan ya da dolaylı karşılıklı bağlantılarından dolayı iflasları ya da sıkıntılarının finansal sistemi ve reel ekonomiyi derinden etkileyebilen şeklinde tanımlanan sistemik arz eden kuruluşlar (SIFI) için ilave sermaye yükümlülüğü getirilmiştir. Bu yükümlülükle sistemik arz eden kuruluşların, iflas olasılığını azaltmak

ve başarısızlıkları halinde finansal sistemi olumsuz etkileme olasılığının azaltılması hedeflenmiştir.

Sistemik önem arz eden finansal kuruluşların için ilave sermaye tamponunun risklerin azaltılması ve kayıpların absorbe edilmesine ilişkin aktarım mekanizmasına Şekil 2.22'de yer verilmiştir. Buna göre SIFI'lar için ek bir sermaye yükümlülüğü; finansal kuruluşlar özkaynaklarını yeni hisse senedi ihraç ederek, kazançlarını koruyarak ve risk ağırlıklı aktiflerini düşürerek kayıplarını telafi etme gücünü artırmaktadır. Bununla birlikte ek sermaye yükümlülüğü uygulanması, kredi döngü dönemlerinde hem sermaye kısıtlamaları hem de beklenti kanalı yoluyla kredi arzını sınırlandırmaktadır. Bu da, varlık fiyatlarını düşürerek finansal kuruluşların dayanıklılığını artırmaktadır (ESRB, 2014, s. 81).



Şekil 2.23: Sistemik Önemli Finansal Kuruluşlar İçin Sermaye Tamponu Aktarım Mekanizması (CGFS (2012)'den uyarlanmıştır.)

SIFI'lar için getirilen ek sermaye yükümlülüğü esasen, son krizde de görüldüğü üzere, bu tür kurumlara yapılan müdahalelerin çoğunlukla hissedar ve kreditorlerin karşı karşıya kalması muhtemel tüm kayıplardan koruyan kurtarma operasyonu beklentilerini artırması (bail-out) beklentisi temeline dayanmaktadır. Bu ek sermaye yükümlülüğü, böyle bir beklentinin risk alma eğilim artışının önüne geçilmesi ve risk alan kuruluşların azaltılması suretiyle piyasa disiplini üzerinde olumsuz etkilerin giderilmesi amaçlanmıştır (O'Hara ve Shaw, 1990; Flannery, 2009; Ueda ve Weder di Mauro, 2012; De Nicolo vd., 2012, s. 10). SIFI'lar için getirilecek ek sermaye yükümlülüğü sistemik önemli her kurumun büyüklük (bilanço), diğer kuruluşlarla olan karşılıklı bağlantıları, ikame edilebilirliği ve küresel bazda faaliyetleri gibi faktörler gözetilerek kurumların önem düzeyi ile orantılı şekilde belirlenmektedir (NSB, 2015, s. 12) (Tablo 2.6).

Tablo 2.6. Küresel Boyutta Sistemik Önemli Banka Göstergeleri (Basel Committee on Banking Supervision (2013) (<https://www.bis.org/publ/bcbs255.pdf>, Erişim Tarihi:03.10.2017)

Kategori ve Ağırlığı	Göstergeler	Göstergenin Ağırlığı (%)
Sınır Ötesi Faaliyetler (Toplam Ağırlığı:%20)	Sınır Ötesi Faaliyetlerden Olan Alacaklar	10
	Sınır Ötesi Faaliyetlerden Olan Borçlar	10
Büyüklük (%20)	Basel 3 Kaldıraç Oranı'nın da tanımlanan toplam riske ilişkin kalemler toplamı	20
Karşılıklı Bağlantılılık (%20)	Finansal Sistemden Olan Alacaklar	6,67
	Finansal Sisteme Olan Borçlar	6,67
	İhraç Edilmiş Menkul Kıymetler	6,67
İkame Edilemezlik/Finansal Kurum Altyapı (%20)	Emanetteki Varlıklar	6,67
	Ödeme Faaliyeti	6,67
	Borç ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Yüklenimler	6,67
Karmaşıklık (%20)	Tezgaah üstü (OTC) Türev İşlemler	6,67
	3. Düzey Varlıklar (Likiditesi Düşük, Gerçeğe Uygun Değeri Kolayca Tespit Edilemeyen Menkul Kıymetler)	6,67
	İşlem Gören ve Satılmaya Hazır Menkul Kıymetler	6,67

Kurumların önem düzeyine göre tanımlanan ilave sermaye yükümlülüğü belirlenirken, küresel (global systemically important bank(G-SIFI-) ve ulusal (domestic systemically important bank (D-SIFI) şeklinde bir sınıflandırmaya gidilmektedir. Bu sınıflandırmaya göre Küresel SIFI'lar için kurumun sistemik öneme sahip olma derecesine bağlı olarak %1 ile %3,5 arasında ilave sermaye yükümlülüğü getirilmektedir (Tablo 2.7). FSB tarafından yukarıdaki kriterler gözetilerek belirlenen küresel sistemik önemli bankalar belirlenen skor eşiğini geçilmesi durumunda, sistemik önem

derecelerinde göre dörtlü bir grup sınıflandırılmasına gidilmekte ve 2017 Kasım itibariyle küresel sistemik önemli bankalara yer verilen Tablo 2.7’de belirtildiği gibi ek sermaye yükümlülüğüne tabi olmaktadır. Tabloda boş bırakılan bankaların maksimum ilave sermaye yükümlülüğüne tabi olduğu 5’inci grup ise, 4. Grupta yer alan bankalar (2017 Kasım İtibariyle JP Morgan Chase) büyümeye devam ederek belirlenen üst eşiği geçmesi halinde, bu bankalara ek 1 puan sermaye yükümlülüğüne tabi olarak bu gruba gireceklerini ifade etmektedir (Altıntaş, 2017, s. 616).

Tablo 2.7. Küresel Sistemik nemli Bankalar (Kasım 2017 İtibari İle) (FSB (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P211117-1.pdf>, Erişim Tarihi: 6 Temmuz 2018).

Grup	İlave Sermaye Yükümlülüğü (%)	Bankalar
5	3,5	-
4	2,5	JP Morgan Chase
3	2,0	Bank of America, Citigroup, Deutsche Bank, HSBC
2	1,5	Bank of China, Barclays, BNP Paribas, China Construction Bank, Goldman Sachs, Industrial and Commercial Bank of China Limited, Mitsubishi UFJ FG, Wells Fargo
1	1,0	Agricultural Bank of China, Bank of New York Mellon, Credit Suisse, Groupe Crdit Agricole, ING Bank, Mizuho FG, Morgan Stanley, Nordea, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland, Santander, Société Générale, Standard Chartered, State Street, Sumitomo Mitsui FG, UBS, Unicredit Group

Öte yandan ulusal SIFI’lar için belirlenen ilave sermaye yükümlülüğü, üst limiti %2 olacak şekilde belirlenerek finansal kurumların “batmayacak kadar büyük”¹⁴ olma olgusunun muhtemel olumsuzluklarının azaltılması hedeflenmiştir (CBI, 2014, s. 9). Ulusal SIFI’lar için belirlenecek ilave sermaye yükümlülüğü ülke koşul ve tercihlerine göre belirlenerek, tüm kurumlara uygulanabildiği gibi belirli sektörlere de (rneğin bankalar gibi) uygulanabilmektedir.

2.2.2.2. Sistemik Risk Tamponu

Sistemik risk tamponu (SRB), bankaların yapısal şoklar (mevzuat değişiklikleri, muhasebe standartlarında yapılan değişiklikler vb.) sonucu oluşabilecek olası kayıplara karşı telafi etme gücünü artırarak, finansal sistemin direncini arttıran uzun vadeli ve döngüsel olmayan bir makro ihtiyati politika aracıdır (NSB, 2015, s. 12). Bu araç bireysel ya da sistem genelinde finansal altyapıyı güçlendirerek finansal sistemin kapasitesini

¹⁴ “Batmayacak kadar büyük” olma olgusu ile daha fazla risk alarak iflas etmeleri durumunda dahi kamusal müdahaleler ile sistemik önemde kuruluşların batmasına izin verilmemesini ifade etmektedir (Ito, 2011:562).

artırmaktadır. Bu sayede, finansal sistemde muhtemel kayıpların karşılanma yeteneği artırılmaktadır.

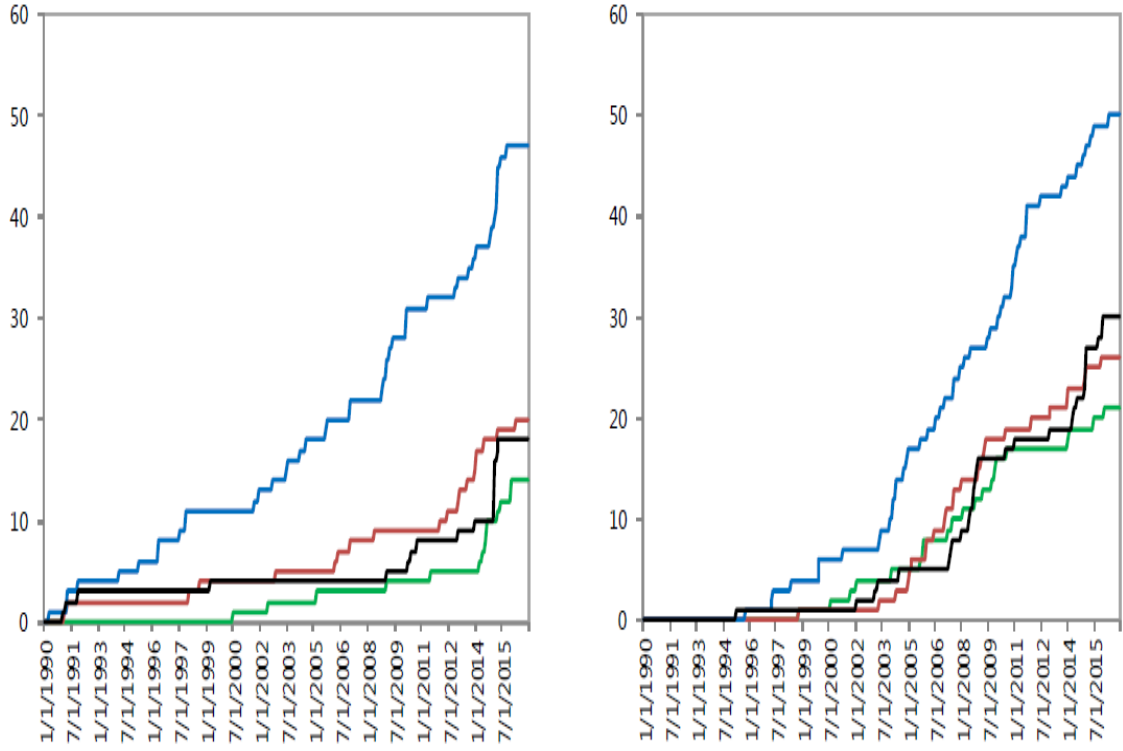
Bununla birlikte sistemik risk tamponu; her ne kadar döngüsel bir makro ihtiyati politika aracı olarak kullanılmasa da, ekonomide görülen istikrarsızlıklar, bankacılık sektöründe yoğunlaşma riski, doğrudan ortak riske maruz kalma ya da diğer kurumlarla karşılıklı bağımlılıktan kaynaklı bulaşıcı risklerin varlığı nedeniyle, döngüsel yönlü sistemik riskler içinde kullanılabilir (ESRB, 2015, s. 22). Sistemik risk tamponu, istem içerisinde tüm kurum ya da belirli bazı kurumların büyüklükleri, bilanço durumları gibi kriterler dikkate alınarak, çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranının %1 ile %3'ü arasında değerler olacak şekilde belirlenebilmektedir. Böylelikle, bankaların sermayelerin kaliteli sermayeden oluşmasını teşvik etmekte, öte yandan esnek değerler alabilmesi şoklar karşısında bankacılık sisteminin direncini artırmaktadır (ESRB, 2014:19-21).

2.2.3. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ARAÇLARININ KULLANIMI

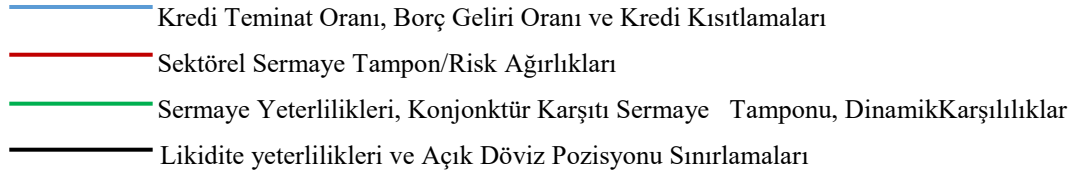
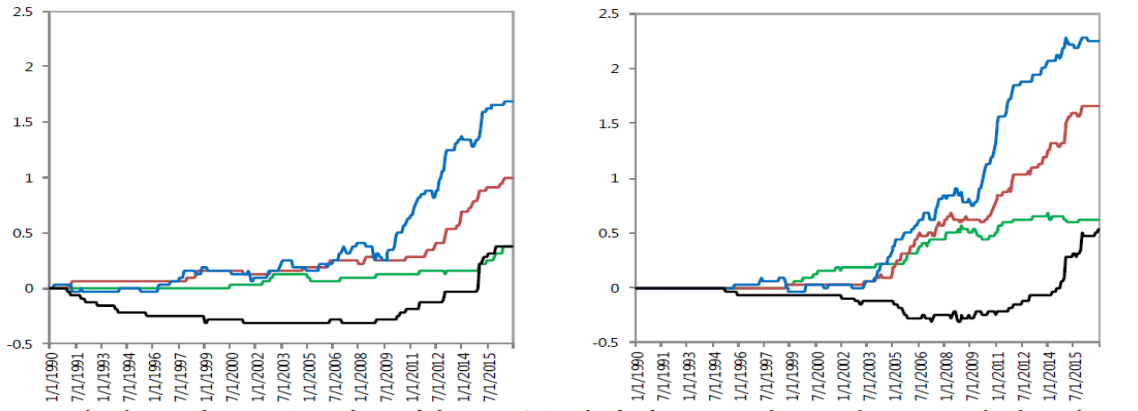
2000'li yılların başından itibaren makro ihtiyati tedbirler ve enstrüman uygulayan ülkelerin sayısının güçlü bir şekilde arttığı görülmektedir (Lim vd., 2013). İncelenen dönemin çoğunda, makro ihtiyati politikalar, başta gelişmekte olan ekonomiler tarafından kullanılmışken, gelişmiş ülkelerde makro ihtiyati politika uygulaması küresel kriz sonrası gelişmiş ekonomiler tarafından da yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.

Ülkeler şoklara karşı direnci artırarak ve zayıf noktaların döngü oluşturmasını gidermek için geliştirilen makro ihtiyati politika araçları kullanımına ilişkin Şekil 2.24(a) ve Şekil 2.24(b) incelendiğinde krizden bu yana, makro ihtiyati politika araçlarının giderek daha fazla kullanıldığı görülmektedir (CGFS 2012, ESRB 2014, IMF 2014).

Şekil 2.24(a). Makro İhtiyati Politika Araçlarının Toplu Kullanımı



Şekil 2.24(b). Daraltıcı ve Genişletici Makro İhtiyati Politika Araçlarının Kullanımı



Şekil 2.24. Makro İhtiyati Politikaların Araçların Kullanımı (IMF-FSB-BIS (2016))

Öte yandan makro ihtiyati politika araçların kullanımı; gelişmekte olan ve gelişmiş olan ülkeler şeklinde bir sınıflandırmaya gidilebilir. Buna göre yapılan sınıflandırmaya tabi tutulabilir. gelişmekte olan ülkelerin, sermaye hareketlerinden kaynaklanan sistemik risklerin çözümüne odaklanan makro ihtiyati politika araçlarına yöneldiği görülmektedir.

Bu ülkelerde, döviz cinsinden kredileri sınırlayan likidite araçları ve zorunlu karşılıklar gibi politika araçları başlıca kullanılan makro ihtiyati politika uygulamalarıdır. Finansal piyasaların derinliğinin fazla olduğu gelişmiş ülkelerde ise, kredi-teminat oranı (LTV) ve borç-gelir oranı (DTI) sınırlamaları, finansal kurumların kaldıraçlarındaki aşırılığı azaltmak amacıyla uygulanan makro ihtiyati tedbirler, gelişmekte olan ülkelere göre daha çok tercih edilen makro ihtiyati politika uygulamaları olmuştur (Claessens, 2014, s.15; İlhan, 2015). Krizin başlangıcından itibaren, bazı ülkeler yeni kredi teminat oranı (LTV) limitleri getirmiştir. Kanada, Malezya, Güney Kore ve İsveç' gibi ülkelerde LTV limitleri getirilirken veya azaltılırken; benzer şekilde, birkaç (çoğunlukla Asya ülkeleri), LTV limitlerini döngüsel karşıtı bir uyarı önlemi olarak indirdi. Ancak yenilenmiş sermaye girişleri, konut piyasası balonları (Tayland, Çin) korkularını yeniden canlandıracağından bu uygulamadan kısa sürede vazgeçilmiştir (İlhan, 2015).

Literatürde ülke örneklerinde yapılan incelemelerde makro ihtiyati politika uygulamaları için yapılan diğer bir tespit, küresel kriz sonrası makro ihtiyati politika araçlarının kullanımının artışıyla birlikte, konut piyasasına ilişkin geliştirilen araçların, diğer araçlara göre daha fazla kullanıldığıdır. Tablo 2.8 bu gözlemi doğrular niteliktedir. Buna göre ele alınan dönemde en çok kullanılan ve en az bir yıl konut piyasasına yönelik olarak, kredi teminat oranı (LTV) politika aracı kullanmıştır. Bununla birlikte Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde genelde kredi döngülerine yönelik araçlar tercih edilirken, gelişmiş ülkelerde ise konut sektöründeki sistemik risklere odaklanan araçlara daha fazla başvurulduğunu gözlenmektedir (Akıncı ve Olmstead-Rumsey, 2015; İlhan, 2015).

Tablo 2.8'den de görüleceği üzere döviz cinsinden kredileri sınırlayan likidite araçları ve zorunlu karşılıklar gelişmekte olan ülkelerde kullanılan başlıca araçlar olmuştur. Finansal piyasaların derinliğinin fazla olduğu gelişmiş ülkelerde ise, LTV ve DTI tavanları, finansal kurumların kaldıraçlarındaki aşırılığı azaltmak amacıyla diğer araçlara nispeten daha çok tercih edilmiştir (Claessens, 2014, s. 15). Diğer taraftan, makro ihtiyati politika uygulayıcısı olan ülkelerin neredeyse tamamının bankalar arasındaki karşılıklı bağımlılıklardan kaynaklanan sistemik riskleri azaltacak araçları kullandıkları tespit edilmiştir (Cerutti vd., 2015).

Tablo 2.8: Makro İhtiyati Araçların Genel Kullanımı (2000-2013 Yılları)(Claessens, 2014, s. 37; İlhan, 2015)

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

Not: Kredi-teminat oranı (loan to value -LTV-), borç-gelir oranı (debt to income -DTI-), kredi büyümesine ilişkin sınırlamalar (limits on credit growth -CG-), döviz cinsinden kredilere ilişkin sınırlamalar (limits on foreign lending -FC-), zorunlu karşılıklar (reserve requirements -RR-), dinamik karşılıklar (dynamic provisioning -DP-), konjonktür karşıtı sermaye yeterlilikleri (countercyclical capital requirements -CTC-).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Günümüzde yaşanan hızlı küreselleşme sürecinin, ekonomi politikalarında yol açtığı değişimler, gelişmekte olan diğer ülkeler gibi Türkiye ekonomisine de yansiyarak finansal sistemde oluşabilecek ve yayılabilecek sistemik risklere karşı politika geliştirme ihtiyacı doğurmuştur. Bu politikaların oluşturulmasında, küresel finansal dengesizliklerin birikmesi sonucu küresel risk düzeyinde gözlenen hızlı değişimlerin, Türkiye ekonomisine yansımaları büyük oranda etkisi olmuştur. Bu çerçevede, 2010 yılından itibaren ağırlıklı olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) ekseninde olmak üzere makro ihtiyati politikalar oluşturulmaya başlanmıştır.

Finansal kırılgan yapıyı öngörebilen ve alınacak tedbirlerle çözebilen analitik çerçevenin eksikliği, aşırı riskli finansal varlıklardan kaynaklanan sistemsel risk oluşumlarını anlamlandırmada görülen eksiklikler makro ihtiyati politika ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu bağlamda sistemsel düzeyde oluşabilecek ya da oluşan risk oluşumlarını önlemeye imkan tanıyan esnek bir politika tasarlanması, bu politikaların oluşturulmasında ilk adımı oluşturmuştur. Bu doğrultuda eksikliklerin giderilerek, ulusal ve küresel kaynaklı finansal istikrarı bozucu tüm sistemik risklerin tespit edilmesi, sistemsel riski önleyici düzenleme ve politika oluşumları yoluyla bu risklerin önlenmesi hedeflenmiştir. Bu süreçte, politika yapıcılar makro ihtiyati politika çerçevesini ekonomik sistemine entegre ederek, finansal sistemi daha esnek hale getirmiş, küresel ve ulusal yönlü politika tepkileri verilmesi öncelikli hedef olmuştur. Ancak Türkiye'de ortaya koyulan hedefler düşünüldüğünde, politika çerçeveleri ve uygulamaları açısından düzenleyici ve denetleyici makro ihtiyati kuralların oluşum aşamasında olduğu görülmektedir.

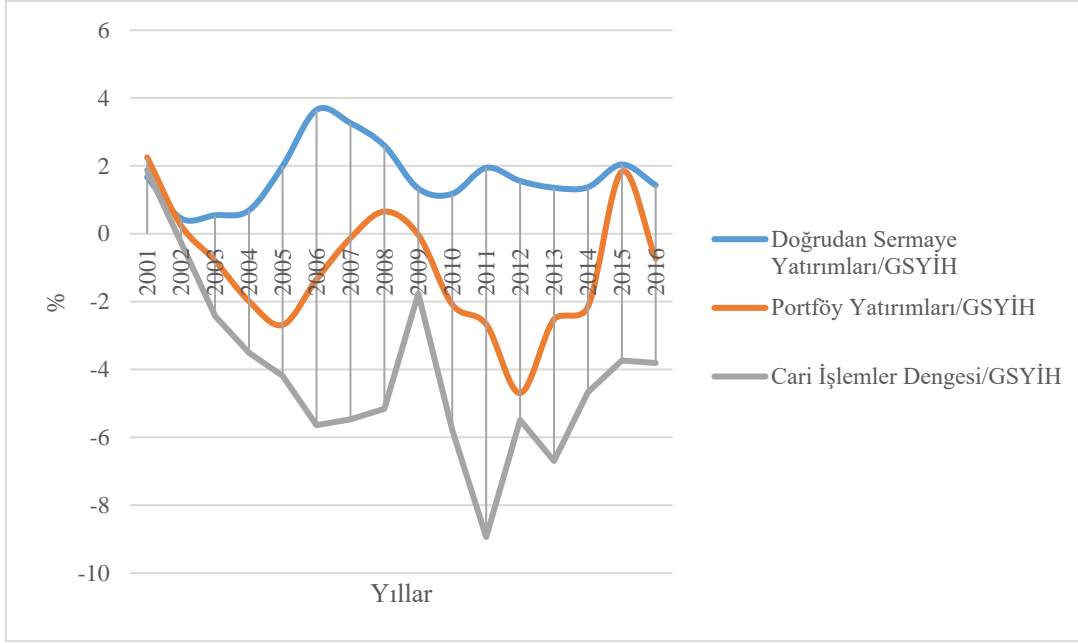
Makro ihtiyati politika kuralları üzerinde bir yandan makro ihtiyati politikaların para politikasını destekler nitelikte politikalar olması, diğer yandan ise para politikasından bağımsız ancak birbirini tamamlar nitelikte olması konusu tartışmalı bir alandır. Makro ihtiyati politika araçlarının kullanımı ve etkinliği tartışması sürerken, Basel II'nin üzerine kurulan Basel III'ün çerçevesini makro ihtiyati politika önermelerinin oluşturması, makro ihtiyati politika uygulamaları üzerinde önemli bir uzlaşa yaratmıştır. Basel III'ün getirmiş olduğu sermaye ve likidite standartlarının

finansal sisteminin dayanıklılığını artırarak ekonomide aşırı ısınmayı önlediği, bu sayede ekonomide daha az finansal döngülerin yaşanarak para politikası etkinliğini de arttıracığı görüşü hakimdir. Bu doğrultuda Türkiye açısından değerlendirildiğinde Hannoun (2010)'un vurguladığı gibi, makro ihtiyati politikaların finansal istikrarı sağlama görevinde yalnızca para politikası değil, maliye politikası ve diğer politikalar da güçlü bir sistemin ayrılmaz birer parçasıdır. Oluşturulan politikaların yalnızca fiyat istikrarına odaklanmakla yetinmek yerine, sistem içerisindeki finansal döngü karşıtı ihtiyati politika araçlarının da kullanılması durumunda politika etkinliği sağlanabilecektir.

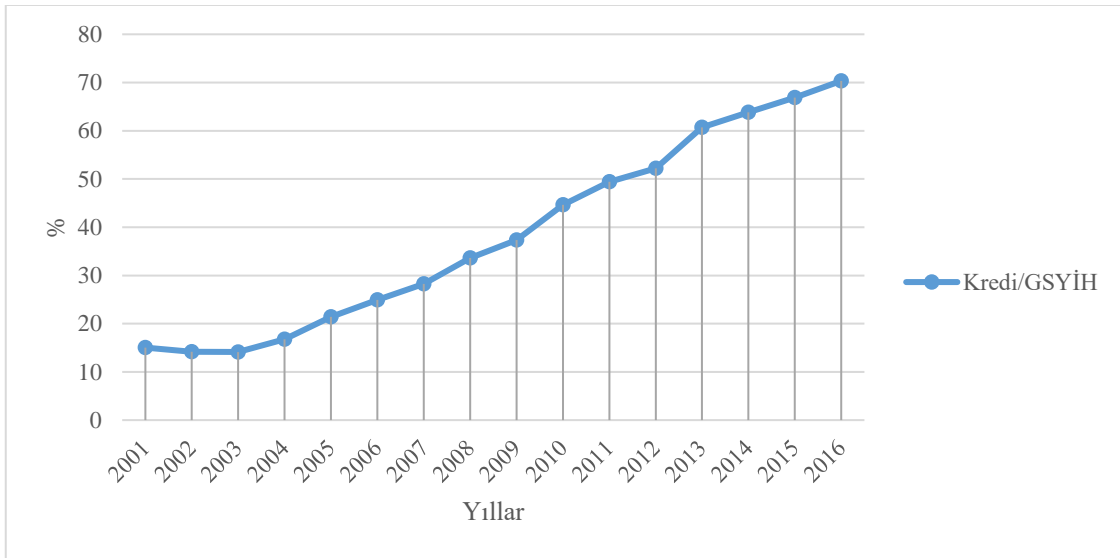
Bu bölümde, öncelikle Türkiye için makro ihtiyati politikalara verilen önemin arka planına yer verilecek, sonrasında ise makro ihtiyati politika stratejisi kapsamında geliştirilen kurumsal yapılanmaya ve Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politika araçları değerlendirilecektir.

3.1. TÜRKİYE’DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ARKA PLANI

Türkiye ekonomisinde son yıllarda gözlenen hızlı değişimler, 2001 krizinden sonra geleneksel krizlerin ötesinde bankacılık, mali ve ödemeler dengesi krizlerinin bir arada görülmesi, krize ve ekonomik istikrarsızlığa cevap olarak mali, parasal ve ihtiyati boyutlarda çeşitli düzenlemeler yapılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimi uygulaması başlamış, bankacılık sisteminin ve mali dengelerin güçlendirilmesi amacıyla Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur. Bu sayede krizin etkileri giderilerek küresel sermaye akımları için Türkiye ekonomisinin cazibe merkezi haline gelmesi amaçlanmıştır. Bu durum, Türkiye için sermaye akımlarının yoğunluk kazanmasına neden olurken, sermaye akımlarının büyük kısmının kısa vadeli sermaye yatırımlarından oluşması, ekonomide oynaklıklara neden olmuştur. Bu durum ise, hızlı bir şekilde kredi artışına neden olarak finansal istikrara yönelik endişeleri artırmıştır (Şekil 3.1 ve Şekil 3.2). Bu endişelere, bu yıllarda BDDK’nın bireysel boyutta bankaların sağlam bir yapıda olmasına odaklanan mikro ihtiyati politikaları dikkate alması, TCMB’nin de makro düzeyde finansal risklere verilebilecek tepkileri göz ardı ederek geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimini yürütmesi eklenmiştir. Sonuçta bu endişeler, makro ihtiyati politika uygulamalarının önem kazanmaya başladığı süreci başlatmıştır (Kara, 2016, s. 125).



Şekil 3.1. Türkiye Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Girişi (<https://data.worldbank.org>)

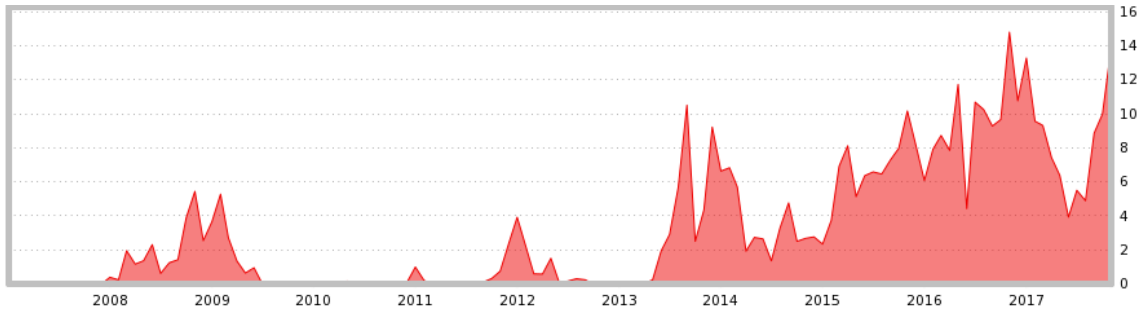


Şekil 3.2. Türkiye Özel Kredi / GSYİH Oranı (%) (<https://data.worldbank.org>)

Küresel kriz sonrası süreçte Türkiye ekonomisine yönelen sermaye akımları, ekonomiyi küresel risklere maruz kalma potansiyelini artırmıştır. Bu da, ekonominin potansiyel risk kapasitesini artırdığından, makro ihtiyati bir perspektifte bir politika yaklaşımının benimseme ihtiyacını ortaya koymuştur. Kriz etkilerinin geçtiği 2010 yılı sonunda, kredi büyüme hızı %44'lere ulaşmış, ülkeye giriş yapan sermaye akımları TL üzerinde reel olarak hızlı değerlenmeye yol açmıştır. Ekonomideki aşırı ısınma ve cari açığındaki belirgin gelişmeye, cari açığın büyük oranda kısa vadeli ve portföy yatırımları ile finanse edilmesi; dolayısıyla dış finansman kalitesinin bozulması eşlik etmiştir. Bu

durum, ekonomiyi küresel ekonomideki ani değişikliklere karşı daha duyarlı hale getirmiştir.

2008 Küresel Krizi sonrası sistemik risk potansiyelinin gelişiminin verildiği Şekil 3.3'e göre kriz süresince artan risk birikiminin (SRISK¹⁵) sıkı ihtiyati tedbirlerle 2013 yılına kadar ki süreçte azaldığı, buna karşın 2013 yılından sonraki süreçte finansal piyasalarda ortaya çıkan olumsuzluklar sonucu artan risk algılarının da etkisiyle yoğun sermaye çıkışlarının olduğu görülmektedir. Bunu ekonomik faaliyette yavaşlamanın takip etmesi, Türkiye'de sistemik risk birikimini artırmıştır. Bu durumda sistemik riske karşılık makro perspektifte finansal istikrar ihtiyacının bir kez daha altının çizilmesi gerekmektedir.



Şekil 3.3. 2008 Küresel Krizi Sonrası Türkiye Sistemik Risk Gelişimi (SRISK milyar US\$) (V-LAB Institute (<https://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk>) (Erişim Tarihi:3 Kasım 2017)

Bütün bu değerlendirmeler ışığında; gerek makroekonomik istikrarın, gerekse de fiyat istikrarı için önemli bir koşul olan finansal istikrarın, son kriz döneminde de görüldüğü gibi, karmaşık finansal araçlardan kaynaklanan riskleri net olarak belirlenmemektedir. Öte yandan finansal sistemdeki kuruluşların diğer sektörlerle olan ilişkilerini göz ardı eden mikro perspektif odaklı yaklaşımların yetersizliği, sistemik riskin hızla birikmesi potansiyelini ortaya koymaktadır. Türkiye'de iç ve dış talepteki hızlı ayrışma sürecinde kısa vadeli sermaye girişleri, bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken, diğer yandan hızlı para girişlerinin Türk lirasının değerlendirilmesine yol açması, cari dengenin finansman kalitesindeki bozulmalar finansal sistemde riskleri artıran temel etkenler olmaktadır (Başçı ve Kara, 2011, s. 4). Bu doğrultuda Türkiye'de sistemik riskleri azaltmak adına makro riskleri azaltıcı ihtiyati politikaların, özellikle ihtiyati otoritelerin proaktif davranması konusunda küresel çapta

¹⁵ SRISK NYU Stern Üniversitesi nezdinde faaliyet gösteren ve V-LAB olarak bilinen Volatilite Enstitüsü tarafından kurumların büyüklüğünü, kaldıracım ve riskini dikkate alarak hesaplanan toplulaştırılmış bir risk göstergesidir.

görüş birliğine varılmasıyla birlikte, 2010 yılından itibaren makro ihtiyati politikalar aktif bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır.

3.2. TÜRKİYE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA UYGULAMASI

Makro ihtiyati politikaların, sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki olumsuzluklarını belirleyerek önlemek ya da sınırlamak şeklinde özetlenebilecek temel amacı yerine getirilirken, uygulanan politikalarda zaman ve kesitsel boyut olarak ifade edilecek, iki temel unsur ön plana çıkmaktadır.

Zaman boyutuna ilişkin politika uygulamaları; sistemde oluşabilecek risklerin belli bir zaman diliminde değil, sürekli olarak izlenmesi suretiyle tespit edilmesi, sistem genelinde zaman içerisinde birikmesini önleyici finansal döngü karşıtı politikalardan (politika faizi, faiz koridoru, konjonktür karşıtı sermaye tamponu gibi) oluşmaktadır.

Kesit boyutuna ilişkin politikalar ise; sistemde ortaya çıkan bir riskin o an içerisinde ve sistemin bütününe yayılmasını önleyici, riskin önlenmesi durumunda politikanın buna göre uyarlanarak risklerin krize dönüşmesini, kriz çıkması durumunda ise krizi sınırlayıcı ve sistemik bir krize dönüşmesini önleyici politikalardan (sistemik açıdan önem arz eden finansal kurumlar (SIFI) için ilave sermaye yükümlülüğü, sistemik önemli banka tamponu, yapısal reformlar gibi) oluşmaktadır.

Makro ihtiyati politika uygulamaları hazırlanırken, ister zaman kesitine ilişkin olsun isterse de kesit boyutuna ilişkin politikalar olsun, kullanılacak politika aracının ne olduğu, hangi amaçla kullanılacağı belirlenmesi ve söz konusu amaç doğrultusunda oluşturulan politika araçlarının, sektöre ve ekonomiye etkilerinin tespiti büyük önem arz etmektedir. Bu noktada diğer bir önemli husus ise, makro ihtiyati politika uygulamaları çerçevesinde ülkenin ekonomik, siyasi ve kurumsal yapısına özgü, uygun politika ve araçlarının seçim sorunudur.

Türkiye’de seçilen politika ve araçlarının; aşırı borçlanmaya, sermaye girişlerinin kalitesini artırmaya ve ekonominin dış finansman şoklarına karşı dayanıklılığını artırıcı yönde araçlar olmasına önem verilmektedir. Bu bağlamda uygulanacak söz konusu politika uygulamaları hazırlanırken, öncelikle politika kararlarının verilmesi, politikaların etkinliğinin ölçülmesi ve değerlendirilmesi amacıyla kurumsal yapılanmanın tasarımının yapılması ön plana çıkmaktadır. Buna göre, kurumsal yapılanma doğrultusunda, makro ihtiyati politikaların temel amacı ve kullanılacak araçların belirlenmesi sağlanacak, ayrıca iletişim stratejisi, şeffaflık ve hesap verme sorumluluğunun yerine getirilmesi sonucu,

politika etkinliği sağlanabilecektir. Bu doğrultuda izleyen alt başlıklarda, öncelikle Türkiye için makro ihtiyati politika çerçevesinde oluşturulan kurumsal yapılanma incelenecek, sonrasında ise zaman ve kesitsel boyutta geliştirilen makro ihtiyati politika araçlarının etkinliği analiz edilecektir.

3.2.1. Kurumsal Çerçeve

Finansal istikrarı sağlama yolunda makro ihtiyati politikalar ile kurumsal tasarımın yapılarak diğer politika ve politika araçlarıyla koordineli bir şekilde kullanılmasının sağlanması, politika etkinliği açısından olumlu bir sonuç verecektir. Bununla birlikte kurumsal tasarımın çerçevesinin oluşturulmasının önünde, finansal sistemin geniş bir veri seti ile izlenmesi, sistemik açıdan önemli kuruluşların belirlenmesi gibi bazı zorluklar bulunmaktadır. Diğer bir zorluk ise, finansal sistemin dinamik yapısına karşı otoritelerin esnek bir şekilde tepki vermesi gerekliliğidir. Kurumsal tasarımın yapılanmasında bir diğer önemli husus ise, kurumsal tasarım sürecinde yalnızca ülkeye has özellikler değil finansal istikrarın bölgesel ve küresel yansımaları da göz önüne alınarak, uluslararası çerçeveleri göz ardı etmeyen bir kurumsal yapı oluşturulması gereğidir (TCMB, 2011a).

Türkiye’de geliştirilen makro ihtiyati politikalara yönelik kurumsal yapılanma kendi makro ihtiyati politika ve araçlarını ortaya koyamayan bir yapıda gözükmemektedir. Uygulanan ve geliştirilen politikalar ve araçlar, finansal istikrarı sağlamadan sorumlu Hazine Müsteşarlığı, BDDK, SPK, TMSF ve TCMB tarafından geliştirilen politika ve araçlardan oluşmakta, bu kurumlar arasında bilgi paylaşımı ve koordinasyon ile sistemik risklerin izlenmesi, önlenmesi ve dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması amaçlanmaktadır. Bu kurumların başlıca sorumlulukları Tablo 3.1’de gösterilmektedir.

Tablo 3.1’den görüleceği üzere, her kurumun kendi yetki ve sorumluluğu bulunmaktadır. Bu nedenle makro ihtiyati politika ve araç geliştirme yetkileri bu kurumların sorumluluğuna verilerek sistemik riskin izlenmesi ve önlenmesi, dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması ve korunmasına katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Tablo 3.1: Türkiye’de Finansal İstikrardan Sorumlu Kurumların Başlıca Sorumlulukları (TCMB(<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Kurumsal+Yapilanma>, Erişim Tarihi:21.02.2017)

İlgili Kurum	Görev
Merkez Bankası	Fiyat istikrarı ve finansal istikrar çerçevesinde para ve kur politikası ve ödeme sistemleri
Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)	Bankalar ve finansal holding şirketleri ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin düzenleme ve denetlenmesi
Hazine Müsteşarlığı	Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenleme ve denetlenmesi
Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)	Sermaye piyasası ve aracı kurumların düzenleme ve denetlenmesi
Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)	Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ile bankaların çözümlenmesi

Bununla birlikte Tablo 3.1’de verilen kurumların yanı sıra küresel ekonomide yaşanan gelişmeler ve küresel kriz sonrası süreçte sistemik riskin izlenmesi, önlenmesi ve sistemik riski azaltıcı makro ihtiyati politika önerilerinde bulunmak adına çeşitli oluşumlar geliştirilmiştir. Bu kapsamda geliştirilen başlıca oluşumlar , sistemik risk değerlendirme grubu (SRDG), Finansal Sektör Komisyonu ve Finansal İstikrar Komitesi olarak sıralanmaktadır.

3.2.1.1. Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG)

Türkiye’de makro ihtiyati politika çerçevesinde kurulan kurumlardan ilki sistemik riske neden olabilecek olası risklerin belirlenerek gerekli önlemlerin alınması için, finansal istikrardan sorumlu başlıca kurumlar (Hazine Müsteşarlığı, SPK, TMSF ve TCMB) arasında koordinasyon, işbirliği ve bilgi alışverişini güçlendirmek üzere kurulan Sistemik Risk Değerlendirme Kurumu’dur (BDDK, 2013a).

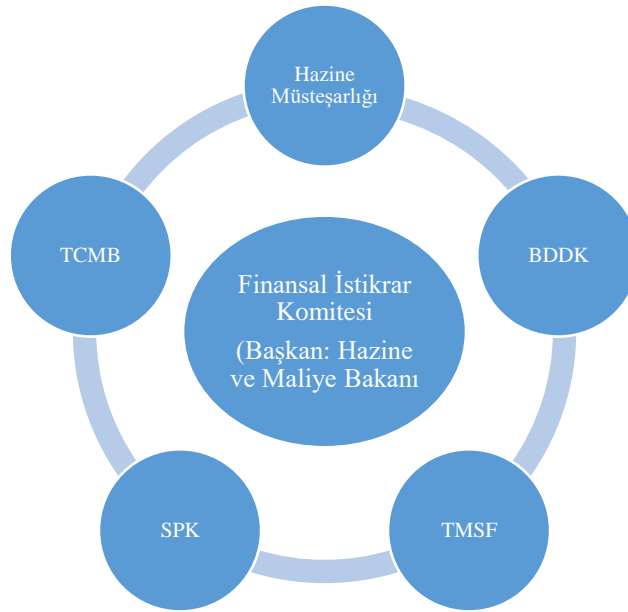
3.2.1.2. Finansal Sektör Komisyonu

Türkiye’de makro ihtiyati politika çerçevesinde kurulan diğer bir kurumsal yapı ise, geniş bir temsil yapısına sahip olan Finansal Sektör Komisyonu; BDDK, TCMB, Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, SPK, TMSF, Rekabet Kurulu, Kalkınma Bakanlığı, İstanbul Altın Borsası, Menkul Kıymetler Borsaları, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları ile kuruluş birlikleri temsilcilerinden oluşmaktadır. Bu komisyonun görevi, finansal piyasalarda güven ve istikrarı temin etmek adına, piyasa gelişmelerini izlemek, bilgi

alışverişini, kurumlararası işbirliği ve koordinasyonu sağlayarak, finansal sistemin bugünü ve geleceğini ilgilendiren konularda politika önerilerinde bulunmaktadır.

3.2.1.3.Finansal İstikrar Komitesi

Küresel kriz sonrası artan makro ihtiyati politika ihtiyacı sonrasında Türkiye’de makro ihtiyati politika çerçevesinin geliştirilmesine yönelik ilk ciddi adım Finansal İstikrar Komitesi’nin kurulması olmuştur. Finansal istikrarın sağlanmasında önemli tüm ilgili kurumları bir araya getiren komite (Şekil 3.4), sistemik riskin izlenmesi ve önlenmesi ile sistemik risk yönetimine ilişkin koordinasyonu sağlamayı ve gerekli politika önerilerinde bulmayı amaçlamaktadır (TCMB, 2011b).



Şekil 3.4. Türkiye Finansal İstikrar Komitesinin Yapısı (TCMB (2011))

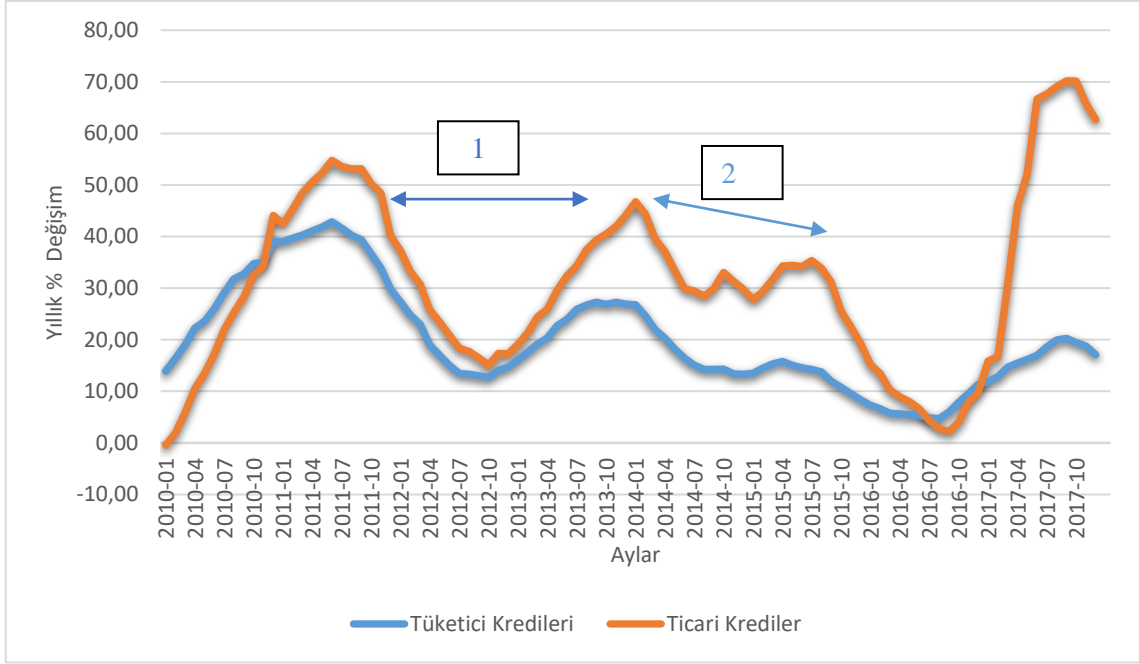
Finansal istikrar komitesinin, finansal istikrardan sorumlu kurumsal yapılar gibi kendi politika araçları yoktur. Bununla birlikte komite; makro düzeyde finansal risklerin azaltılması amacıyla doğrudan ihtiyati politikaların uygulanmasını, finansal istikrardan sorumlu kurumların finansal istikrarın makroekonomik boyutunu ve sistematik boyutunu içselleştirmesini kolaylaştırmaktadır (Kara, 2016, s. 131). Komitenin kendi politika araçlarına sahip olmamasına karşın, ilgili kurumların makro ihtiyati politika setine yaptığı önerilerle önemli bir etkiye sahiptir. Finansal İstikrar Komitesi’nin önerileri doğrultusunda aşırı borçluluğa yönelik tedbirler (kredi/teminat oranı gibi) ve dış finansman kalitesini artırmaya yönelik (zorunlu karşılık oranı gibi) ihtiyati tedbirler gibi, ilgili kurumların kapsamlı bir araç seti kullanılmasında önemli rol üstlenmektedir.

Kuruluşundan itibaren komitenin aşırı kredi artışı (özellikle hanehalkının borçlanmasını azaltıcı ve cari açık ile ilgili) ve banka yükümlülüklerinin kalitesini yükseltmeye (sermaye girişlerinin kalitesiyle ilgili) yönelik iki ara hedefe odaklandığı görülmektedir.

Finansal İstikrar Komitesi kendi politika araçlarına sahip olmasa da, politika aracına sahip ilgili kurumlara yaptığı katkı ile Türkiye için makro ihtiyati politika kurumsal çerçevesinde önemli rol üstlendiği görülmektedir. Bu bağlamda, kurulduğu ilk dönemlerde tüketici kredi büyümeleri ve hanehalkı borç artışlarını öncelikli hedef olarak belirleyerek, tedbirlerin alınmasına yönelik tavsiyeleri doğrultusunda, BDDK tarafından makro ihtiyati sıkılaştırıcı politika uygulamasına geçilmiştir.

Alınan sıkılaştırıcı tedbirler iki aşamalı şekilde uygulanmış, 2011 yılında uygulamaya koyulan ilk aşamada, tüketici kredileri için genel karşılık oranlarının artırılması, kredi kartı harcamalarından kaynaklı kredi alacaklarının kalan vadelerine göre risk ağırlığına tabi tutulması benzeri bir yaklaşımın tüketici kredilerine uygulanması, kredi kartı borçları için daha yüksek asgari ödemeler ve konut kredileri için kredi teminat oranının (LTV) sınırlandırılması yönünde makro ihtiyati tedbirler uygulanmıştır (BDDK, 2010; BDDK, 2011a). 2013 yılında uygulamaya koyulan ikinci aşamada ise, kredi kartlarında getirilen sınırlamalar, taşıt kredileri için kredi teminat oranının sınırlandırılması ve tüketici kredilerinde vade kısıtlaması şeklinde makro ihtiyati tedbir çerçevesinde yapılan uygulamalar olmuştur.

Finansal İstikrar Komitesi'nin önerileri doğrultusunda alınan sıkılaştırıcı makro ihtiyati tedbirler, aynı süreçte uygulanan sıkı para politikası duruşuyla da birleşerek kredi büyümeleri üzerinde Şekil 3.4'te görüldüğü gibi belirgin bir etkisi olduğu olmuştur. Şekil 3.4 incelendiğinde, tüketici kredilerinde 2011 yılı ortalarında %42 düzeylerinde seyreden yıllık artış oranında, makro ihtiyati tedbirlerin uygulanmasıyla birlikte belirgin bir yavaşlama eğilimi görülmektedir. Azalış eğilimi; 2012 yılı sonuna kadar sürerken, bu yıl sonundan itibaren tekrar yükseliş eğilimine girmesi nedeniyle, 2013 yılı sonunda ikinci aşama yeni makro ihtiyati tedbirler getirilmiştir. Tüketici kredileri yeni ihtiyati tedbirlerle belirgin bir yavaşlama göstererek, 2016 yılında %6 düzeyine kadar gerilemiştir. Öte yandan Şekil 3.5'te diğer önemli bir husus ise, ticari kredilerde görülmektedir. Şekil 3.5 incelendiğinde Finansal İstikrar Komitesi'nin tavsiyesiyle özellikle tüketici kredilerine yönelik önlem alındığından, ticari kredilerdeki yavaşlamanın daha az olduğu görülmektedir.



Şekil 3.5. Tüketici ve Ticari Kredilerin Büyümesi (Yıllık % değişim)

(TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

Bu bilgiler doğrultusunda Türkiye için makro ihtiyati politika çerçevesinin kurumsal tasarımı için oluşturulan yapılar, özellikle Finansal İstikrar Komitesi'nin politika önerilerinde bulunmak dışında yetkisinin bulunmaması, makro ihtiyati politika araçlarının etkinliğini sınırlandırmaktadır. Burada önerilebilecek en uygun yapı, finansal istikrardan sorumlu ilgili kurumların yetkisi dahilinde bir makro ihtiyati politika aracının geliştirilmesidir. Makro ihtiyati politika otoritesi olarak finansal istikrar komitesine yetki verilerek, komitenin onayı doğrultusunda makro ihtiyati politikaların uygulanması oldukça önemlidir.

Danylenko ve Sanzharovska (2016)'nin Polonya örneğinde vurguladığı gibi, kriz durumlarında bu tür bir kurumsal tasarım, zamanında çözüm bulmak adına karmaşık bir yapı sunması olası gözükse de, bu çerçeve finansal istikrardan sorumlu kurumlar arasında bir kontrol ve dengeler sistemi oluşturur. Ayrıca makro ihtiyati politikalardan sorumlu tek düzenleyiciye yetki verilerek, tüm makro ihtiyati çerçeve daha şeffaf hale getirilmekte, daha uygun kararlar alınması sağlanmaktadır.

3.2.2. Türkiye'de Makro İhtiyati Politika Araçları

Makro ihtiyati politika araçlarının uygulamada kullanımı, araçların nasıl kullanıldığına bağlı olarak birden fazla amaç için kullanılabilirliğinden, politika araçlarını net bir şekilde sınıflandırılmak zordur. Bununla birlikte makro ihtiyati politika araçlarının seçimi ve uygulamasında, sistemik riskin boyutlarını, riskin boyutlarında

oluşabilecek dışsallıkları ve potansiyel kaynaklarını dikkate alma gereği ön plana çıkmaktadır (IMF, 2013b:19 FSB, IMF, BIS, 2011; De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012; IMF, 2013b; Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013; Bennani vd., 2014, ESRB, 2014). Buna göre Türkiye’de kullanılan makro ihtiyati politika araçları sistemik riskin zaman boyutuna ilişkin makro ihtiyati politika araçları ve sistemik riskin kesitsel boyutuna ilişkin makro ihtiyati politika araçları olarak ikili bir sınıflandırmaya tabi tutmak ve incelemek önemlidir (Tablo 3.2).

Tablo 3.2: Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Araç Seti

Zaman Boyutu	Kesit Boyutu
Sermaye Yeterlilikleri ve Yükümlülükler	Sistemik Açıdan Önem Arz Eden Finansal Kurumlar (SIFI)
Finansal Kaldıraç Sınırlamaları	Sistemik Açıdan Önem Arz Eden Bankalar İçin İlave Sermaye Yükümlülüğü
Zorunlu Karşılıklar	
Zorunlu Karşılıklara İlişkin Diğer Araçlar	
*ROM	
* Kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar	
Faiz Koridoru	
Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV)	
Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI)	

3.2.2.1. Sistemik Riskin Zaman Boyutuna İlişkin Makro İhtiyati Politika Araçları

3.2.2.1.1. TCMB’nin Yeni Para Politikası Çerçevesi Kapsamında Geliştirilen Araçlar

Son yaşanan krizden elde edilen tecrübe, fiyat istikrarına odaklanan merkez bankalarının, finansal sistemde oluşabilecek olası sistemik riskleri ve varlık fiyatlarında oluşabilecek aşırı artışları da göz önüne alacak şekilde tasarlanan politikalara da önem vermesi gerektiğini göstermiştir. Son dönemde literatürde yaygınlık kazanan bu görüşe göre merkez bankaları finansal istikrarı göz ardı etmeyecek şekilde politikalarını geliştirmelidir. Bununla birlikte, geliştirilen politikaların makro ihtiyati politika niteliğinde olması finansal krizlerin önlenmesinde büyük öneme sahiptir görüşü giderek yaygınlık kazanmaktadır (Bianchi ve Mendoza 2011; Jeanne ve Korinek, 2010).

TCMB’nin yeni politika arayışında, ekonomi politikalarına ve merkez bankacılığına dair değişen bu yaklaşımların yanı sıra, olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı bulunmaktadır. Finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırılmalıdır görüşü, yeni politika anlayışının temelini oluşturmaktadır.

TCMB'nin geliştirdiği yeni para politikası ve araç setleri daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. TCMB'nin uyguladığı yeni politika çerçevesinde, çalışmanın bu alt bölümünde makro ihtiyati politika hedefiyle geliştirilen para politikası araçlarının değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

3.2.2.1.1.1. Zorunlu Karşılıklar

Ticari bankaların veya finansal kuruluşların, yerli ve yabancı para cinsinden mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin bir kısmını merkez bankalarında tutması gerekmektedir. Merkez bankaları elinde bulundurduğu bu geleneksel para politikası aracıyla, likidite miktarını etkileyerek parasal büyüklerin kontrolü ve kredi hacmini etkileyebilmektedir (Gray, 2011). 1990'lı yıllardan itibaren, bu para politikası aracı özellikle gelişmiş ülkelerde önemini yitirmeye başlamıştır (Montoro ve Moreno, 2011, ss. 53). Bunun temel nedeni ise ; i) zorunlu karşılıkların sağladığı ihtiyati rolünün sermaye yeterliliği, likidite yeterliliği, likidite penceresi uygulamaları gibi günümüzde kullanılan araçların daha etkin olmasıyla azalması ii) gelişen finansal piyasalarda likidite seçeneklerinin artması sonucu, bankaların ve mevduat toplayan finansal kuruluşların elde edebilecekleri likit varlıkların miktarının artması ve likidite yönetiminde açık piyasa işlemlerinin daha aktif kullanılmasıyla birlikte likidite yönetimi üzerindeki rolünün zayıflaması olarak ifade edilebilir (Alper ve Tiryaki, 2011, s. 2).

Diğer taraftan, zorunlu karşılıklar Türkiye'nin de dahil olduğu pek çok gelişmekte olan ülkede; likidite şoklarını yönetebilmeyi kolaylaştırdığından etkin olarak kullanılmaya devam edilmiştir. Bu ülkelerde bu politika aracının etkinliğinin devam etmesinde TCMB (2011)'nin de ifade ettiği üzere, zorunlu karşılık para politikası aracının gelişmekte olan ülkelerde kredi genişlemesi, varlık fiyatlarının aşırı düzeyde yükselmesi ve cari açık sorununun çözümüne karşı etkin bir politika aracı olması önemli bir etkidir. Öte yandan Kraft ve Galac (2014) ile Medina ve Roldos (2014) ise, zorunlu karşılıkların kullanımının devam etmesini, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefinin birlikte gerçekleştirilmesine hizmet eden bir politika aracı olmasıyla ilişkilendirmektedir.

Örneğin 2003 ile 2008 yılları arasında emtia fiyatlarındaki hızlı tırmanış emtia üreticisi konumundaki ülkelere sermaye akımlarını artırmış, söz konusu bu artış emtia üreticisi ülkelere bu yıllarda kredilerin hızla büyümesine ve enflasyon oranlarının artışına yol açmıştır. Buna karşılık olarak söz konusu ülkeler, hedeflenen düzeyin oldukça üstünde seyreden enflasyon oranları ve hızlı kredi büyümesinin önüne geçmek adına,

zorunlu karşılık oranı politika aracına başvurmuş ve zorunlu karşılık oranını artırmıştır. Bu sayede hem fiyat istikrarını sürdürmek adına enflasyonu kontrol altında tutulması, hem de finansal istikrar risklerini bertaraf etmek adına kredi büyümelerinin yavaşlatılması hedeflenmiştir. Yine bu ülkeler 2008 küresel finansal krizi sonrası tersi bir süreç işleterek zorunlu karşılıkları düşürmüştür. Bu ortamda zorunlu karşılık politika aracının kullanılmasının nedeni, kredi büyümesinin hızla azalmasına karşılık, enflasyon oranlarının artmaya devam etmesidir. Çünkü zorunlu karşılıklar hem enflasyonu kontrol altında tutarak fiyat istikrarını desteklemekte ve hem de kredi büyümelerinde sert düşüşleri yavaşlatarak finansal istikrarı desteklemektir (Ünalınış ve Ünalınış, 2015, s. 2).

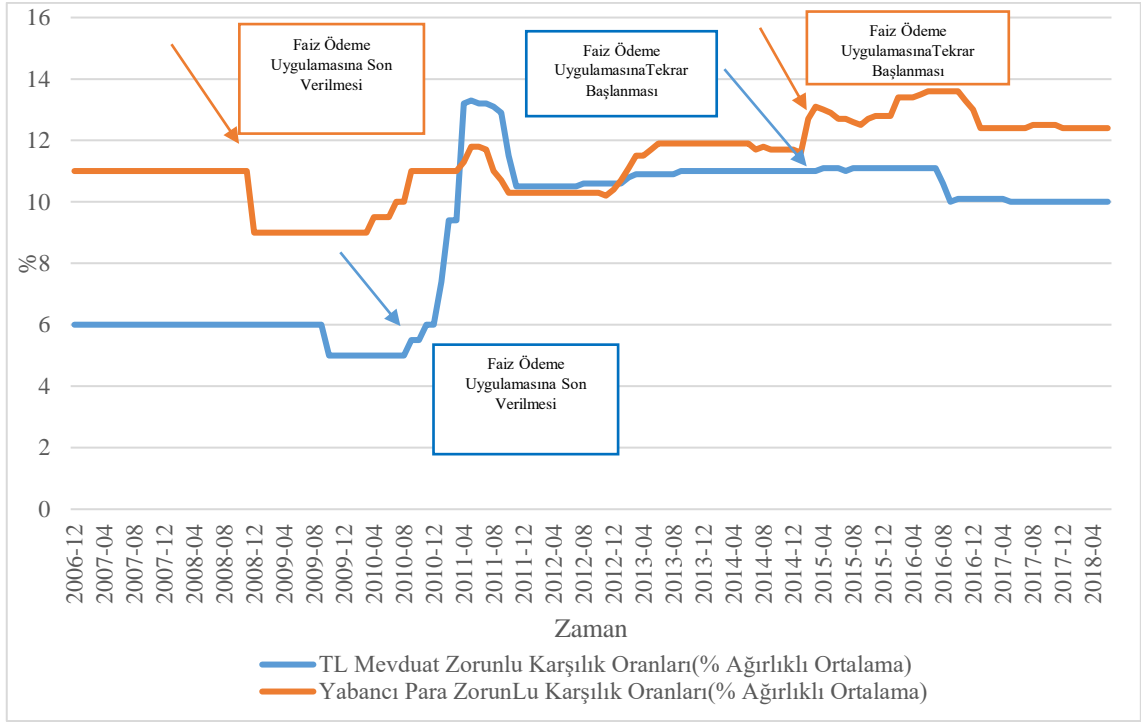
2008 krizinden sonra zorunlu karşılıklar, finansal istikrarın artan önemini takiben, geleneksel para politikası aracı olma fonksiyonu yanı sıra aşamalı olarak makro ihtiyati politika aracı görevini de üstlenmeye başlamıştır. Bu görevi üstlenmesinde 2009 yılının başlarından itibaren gelişmiş ekonomi merkez bankalarının, genişletici politikalarının yarattığı küresel çapta likidite fazlalıklarının, gelişmekte olan ekonomilerin risk iştahında artışlara yol açması rol oynamıştır. Oynak sermaye hareketlerinin bu ülkelerde sistemik risk birikimlerini artırması ise, diğer bir etken olmuştur. Bu çerçevede, ülke para birimi cinsinden ya da zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin vadelerine göre farklılaştırılmaya gidilmiştir. Bu sayede zorunlu karşılıklar, geleneksel para politikası görevine ilaveten sermaye akımlarına bağlı olarak oluşabilecek dalgalanmaların yaratabileceği olası likidite şoklarına karşı likidite tamponu gören, sermaye hareketleri ile hızlı kredi büyümesini kontrol eden politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Anılan dönemde TCMB'de zorunlu karşılıkları özellikle kredi kanalını etkilemek suretiyle finansal istikrarı desteklemek amacıyla aktif bir şekilde kullanılan bir makro ihtiyati politika aracı olmuştur (Ünalınış ve Ünalınış, 2015, s. 2). Bu çerçevede zorunlu karşılıkların aşamalı olarak yükseltilmiştir. Böylelikle bankaların kaynak maliyetlerinin artırılması suretiyle ekonominin hedeflenen seviyeden fazla genişleme gösterdiği canlanma dönemlerinde kredi büyümesi yavaşlatılmaktadır. Öte yandan ekonominin daraldığı soğumaya başladığı dönemlerde ise, zorunlu karşılık oranlarının azaltılması ile zorunlu karşılıkların bankaya yüklediği ek maliyet düşürülerek krediler aracılığıyla ekonomi tekrar canlandırılmaktadır (Eroğlu vd., 2016, s. 66).

Son yıllarda Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının yaratmış olduğu ucuz ve bol borçlanma koşullarının kredi büyümesi hızını artırmış olması, TCMB'yi zorunlu karşılıkları kredi büyümesini yavaşlatmak için aktif bir politika aracı olarak kullanmaya itmiştir. Bu doğrultuda TCMB öncelikle, 2002 yılının sonundan itibaren uygulanan yabancı para cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödeme uygulamasına, Aralık 2008'de son vermiştir (TCMB, 2008). Yine aynı amaçla, TCMB Eylül 2010'da Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasını kaldırmıştır (TCMB, 2010c). Daha sonrasında ise; çekirdek yükümlülükleri teşvik ederek kısa vadeli ve döviz cinsinden fonlamaların artış göstermesini engellemek ve olası likidite şoklarına karşı direnci yükseltmek amacıyla, Kasım 2014'ten itibaren TL cinsinden zorunlu karşılıklara ve Mayıs 2015'ten itibaren de yabancı para cinsinden zorunlu karşılık oranlarına faiz ödenmesi uygulamasına tekrar başladığını duyurmuştur (TCMB (2014b); TCMB (2015).

TCMB tarafından yapılan söz konusu düzenlemelerin, TL ve yabancı para cinsinden zorunlu karşılık oranlarının değişiklikleri üzerindeki etkisi Şekil 3.6'da izlenebilmektedir. Buna göre TL ve yabancı para cinsinden zorunlu karşılık yükümlülüklerinin, 2010 yılı sonunda zorunlu karşılık oranını makro ihtiyati politika aracı olarak aktif olarak kullanmaya başlamasıyla sıklıkla değiştirmeye başlamıştır.

Zorunlu karşılıkların bu yeni yapısında, finansal piyasalarda likiditeyi ve kredi arzını kontrol edilmesi için kademeli değişikliklere gidildiği görülmektedir. TCMB piyasalardaki fazla likiditeyi çekmek istediğinde zorunlu karşılık oranlarında kademeli artırıma gitmiştir. Finansal piyasalarda Türk Lirası ve döviz likidite açığı olması durumunda ise, zorunlu karşılıklar düşürülerek finansal piyasalara ek likidite sağlanmıştır. Böylelikle zorunlu karşılıklarda değişimler sağlanarak, bankaların likidite pozisyonlarını etkilemek suretiyle kredi hacimleri ve dolayısıyla oluşabilecek kredi döngülerinin önüne geçilmesi hedeflenmiştir.

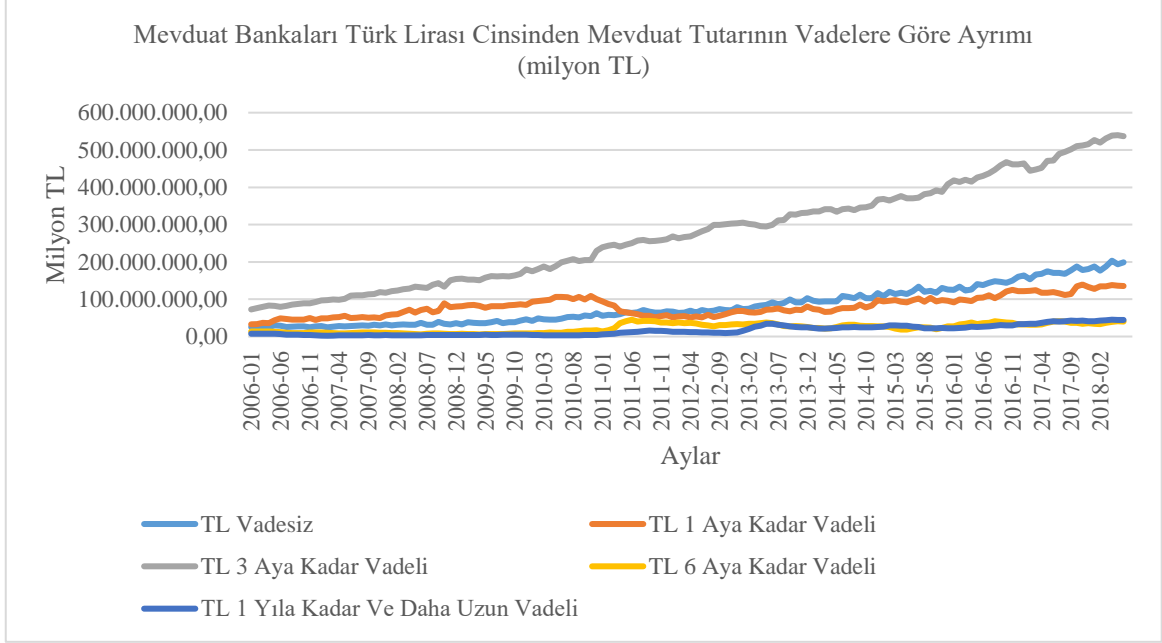


Şekil 3.6. TL ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları Değişimi (% Ağırlıklı Ortalama) (2006-2018)(TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5dbc51c4-5cea-4517-bb59-2a58d6679863/ZK+Veri+Seti.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5dbc51c4-5cea-4517-bb59-2a58d6679863-ml1P3DZ>))

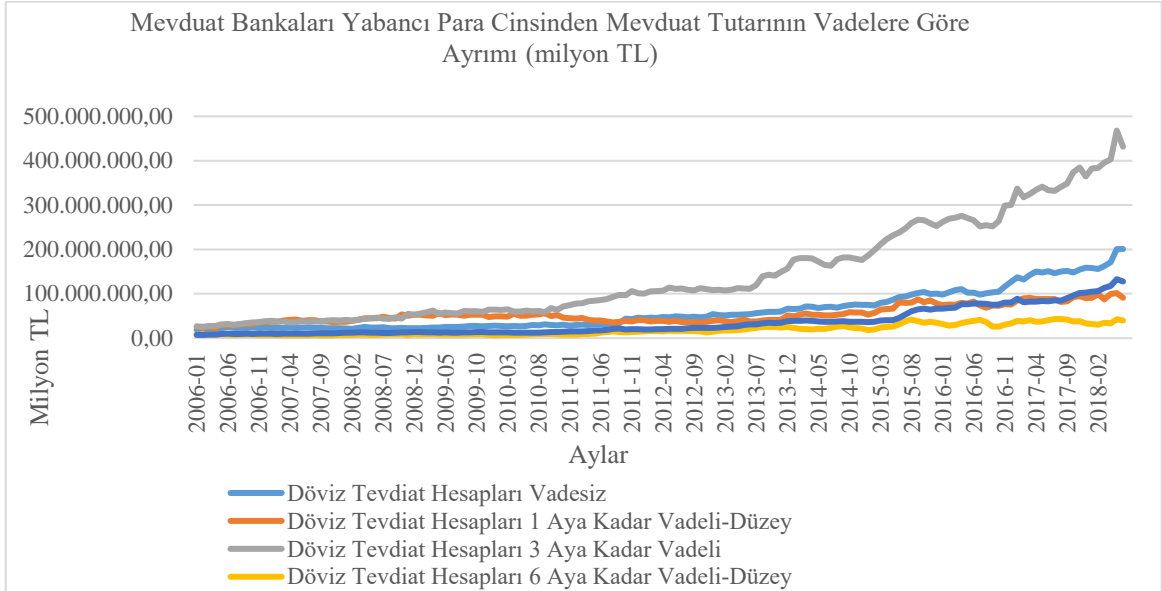
Öte yandan Türkiye bankacılık sektöründe borçların vadesi ile varlıklar arasındaki uyumsuzluk, finansal sistemde bir şok yaşanması durumunda bankaların fon sağlama ve yeniden finansman sağlama kabiliyetini kötüleştirmekte, finansal sistem genelinde ani tahribatlara neden olarak likidite şoklarına maruz kalması riskini artırmaktadır. Bu nedenle TCMB 2010 yılının sonunda sektörün likidite ve faiz risklerine maruz kalarak finansal sistemin genelinin şoklara karşı hassasiyetini azaltmak adına, zorunlu karşılık oranlarında vade yapısına göre farklılaştırmaya gidilmiştir (TCMB, 2010b). Buna göre zorunlu karşılık oranları, mevduatların vadelerinin uzamasını teşvik edici yönde değiştirilerek, kısa, orta ve uzun vadeli şeklinde farklılaştırılmıştır. Zorunlu karşılık oranları kısa vadede yüksek tutulurken, orta ve uzun vadeli mevduatları için daha düşük tutulacak şekilde farklılaştırılmıştır (Başçı ve Kara, 2011, s. 6).

Zorunlu karşılık oranlarının vadelerine göre çeşitlendirmesi uygulamasının etkilerinin görülebileceği Şekil 3.7 ve Şekil 3.8 incelendiğinde, zorunlu karşılık oranlarının, kısa vadeli fonlara bağımlılığı azaltmak amacıyla etkin şekilde kullanılmaya başlandığı 2010 yılının sonunda itibaren, bankacılık sektöründe TL cinsinden ve yabancı

para cinsinden bir aylık mevduat tutarları azalmıştır. Diğer taraftan üç aya kadar vadeli, altı aya kadar vadeli ve bir yıl yada üzeri vadeli mevduatların tutarlarında ise büyük bir sıçrama görülmüş, 2011 ile 2018 Haziran dönemi arasında sırasıyla %14, %31 ve %60 oranında ortalama büyüme göstermiştir. Düzenlemeler neticesinde zorunlu karşılıkların orta ve uzun vadeli mevduatları teşvik ederek likidite etkinliğini artırdığı görülmektedir.



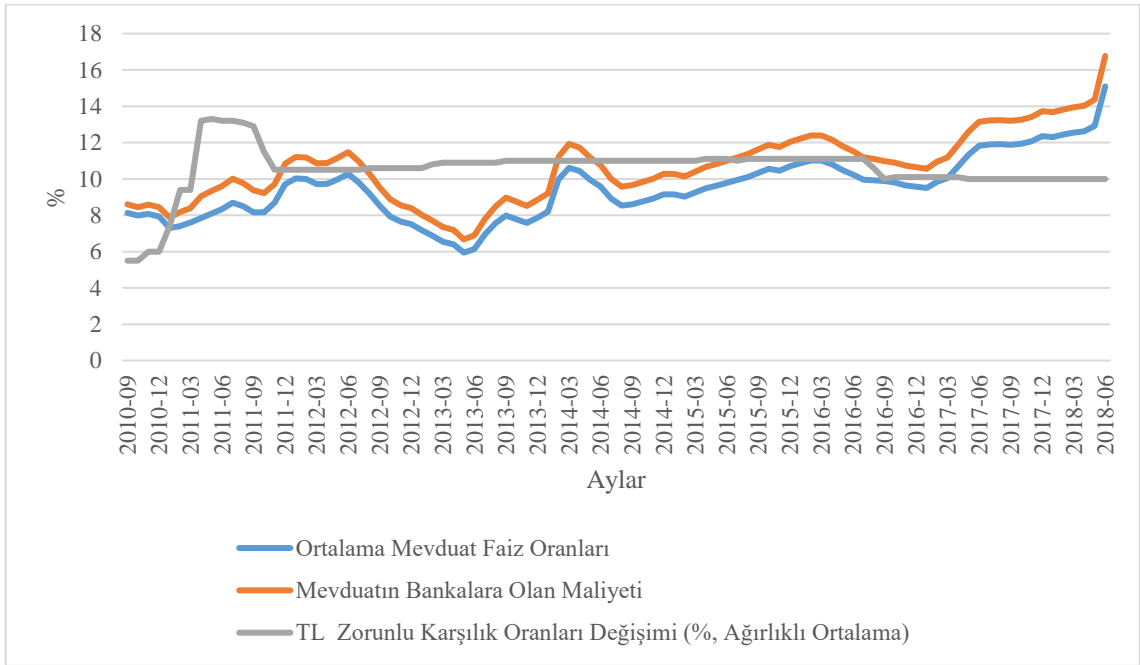
Şekil 3.7. Zorunlu Karşılığa Tabi Türk Lirası Mevduatı (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr>)



Şekil 3.8. Zorunlu Karşılığa Tabi Yabancı Para Mevduatı (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr>)

Bilindiği üzere zorunlu karşılıklar, bankaların mevduat ve benzeri yükümlülüklerin belirli bir orandaki kısmının merkez bankasında tutulmasıyla, borç verme faiz ve mevduat

faiz oranları arasındaki farkı değiştirerek kredi koşullarını etkilemeyi amaçlayan bir politika aracıdır. Bu kapsamda değerlendirildiğinde, zorunlu karşılıkların aktif bir makro ihtiyati politikası olarak kullanılmasını takiben zorunlu karşılık oranlarında kademeli bir artışa gidilmiştir. Zorunlu karşılık oranlarında görülen artışı takiben ise, bankaların mevduat maliyetleri yükseliş göstermiştir. TCMB'nin 2010 yılının sonuna doğru zorunlu karşılıklarda vade farklılaştırmasına gitmesi, zorunlu karşılıkları artırması sonrasında bankaların merkez bankasında daha çok karşılık tutması zorunluluğu bankaların kredilendilebilir mevduatlardan sağladıkları fon kaynaklarını azaltmıştır. Mevduattan sağlanan fon kaynakları ise daha maliyetli hale getirmiştir. Bu durum sonrası Şekil 3.9'dan gözlenebileceği üzere mevduatların bankalara ortalama maliyeti¹⁶ yüzde 1,1 oranında artış göstermiştir.



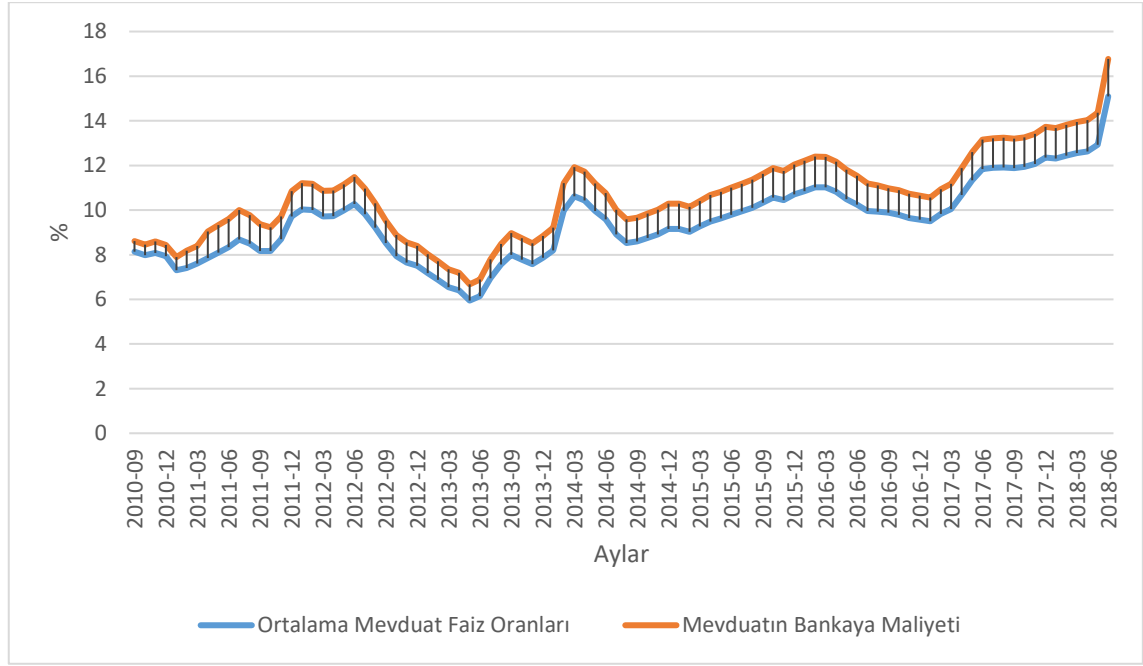
Şekil 3.9. Zorunlu Karşılıklar ve Mevduatın Bankalara Olan Maliyeti (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr>)

Zorunlu karşılık maliyet¹⁷ değişimlerinin izlenebileceği Şekil 3.10'a göre zorunlu karşılık maliyeti, Eylül 2010'da yüzde 0,47 iken Haziran 2018'de yaklaşık olarak yüzde 356 artış göstererek yüzde 1,67 seviyesine çıkmıştır. İncelenen dönemde dikkat çeken

¹⁶Mevduatların bankalara ortalama maliyeti; mevduatlardan elde edilen kredilendirilebilir fon kaynağına ödenen faiz toplamının, toplam mevduat- zorunlu karşılıklara oranlanması suretiyle hesaplanmıştır.

¹⁷Zorunlu Karşılık Maliyeti; banka vadeli mevduatlarının mudilere ödenen faiz maliyeti üzerine TCMB'de tutulması zorunlu olan zorunlu karşılık oranı maliyetinin eklenmesini ifade etmekte ve mevduatın bankaya maliyeti ile ortalama mevduat faiz oranları arasındaki farkın alınması şeklinde elde edilmektedir.

diğer önemli bir husus ise, zorunlu karşılık oranlarındaki artışın mevduatın bankalara olan maliyetindeki artış sonrası, 2011 yılı başı gibi bazı dönemlerde bankaların mevduat iştahını azaltarak, mevduat dışı kaynaklara yönelmesine neden olmasıdır. Bu durum mevduat faizlerinde düşümlere neden olmuştur. Ancak bankaların incelenen dönemin genelinde zorunlu karşılık maliyet artışları karşısında mevduat faizlerini artırma yönünde eğilim sergilemekte olduğu gözlenmektedir.

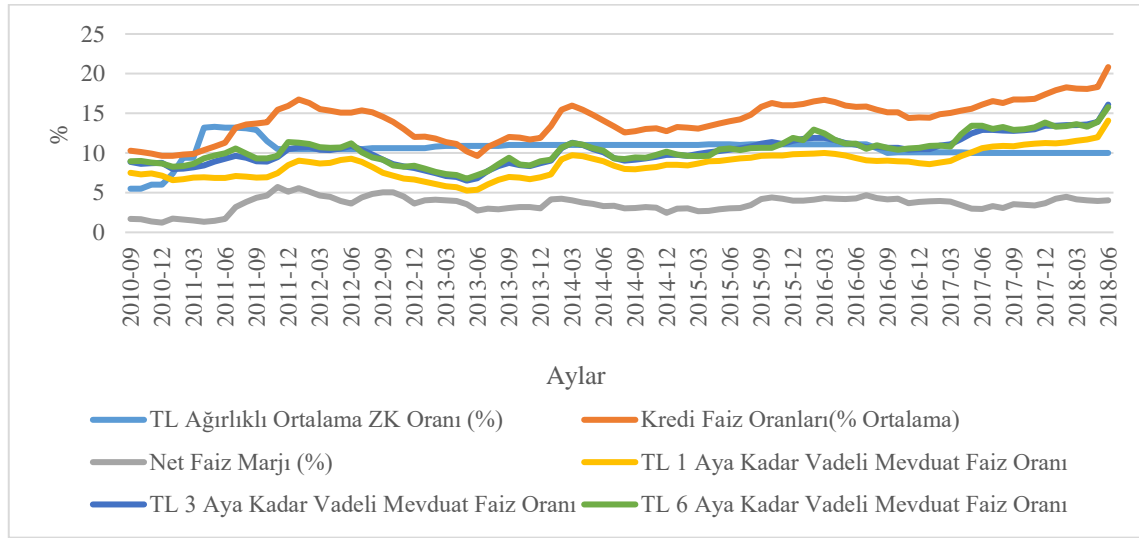


Şekil 3.10. Zorunlu Karşılık Oranları Aktif Kullanımı Sonrası Mevduatın Bankalara Maliyeti ve Ortalama Mevduat Faizi Arasındaki Fark (%) (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr>)

Daha önce de belirtildiği üzere, TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını aktif politika olarak kullanmaya başlamasıyla birlikte, öncelikle zorunlu karşılıkları aşamalı olarak yükseltmiştir. Bu politikanın arka planında ise, bankaların fon maliyetlerini artırılarak ve kaynaklarının kısıtlanması suretiyle, kredi genişlemelerini kontrol altında tutulması gelmektedir. Bunu da zorunlu karşılık oranlarında değişimlere giderek, bankaların kaynak maliyetini değiştirilmesi ve fon maliyetlerindeki değişimlerin kredi faizlerine yansıtılarak, kredi genişlemesinin kontrol altında tutulması amaçlanmıştır. Bu politikayı tamamlayıcı olarak da, TCMB, kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutarak kısa vadeli sermaye girişlerinin cazibesini azaltmayı hedeflemiştir (Togan ve Berument, 2011, s. 17). Bu çerçevede Şekil 3.11 incelendiğinde, incelenen dönemin genelinde zorunlu karşılık oranlarının artırılması durumunda bankaların mevduat faizlerini düşürmek ya da kredi faizlerini yükseltmek arasında tercih edebileceği şeklindeki, iki olası karardan kredi

faizlerinde artış göstermesi olarak yansıma bulduğu görülmektedir. Ayrıca kısa vadeli faizlerinde aynı dönemde orta ve uzun vadeli faiz oranlarından düşük tutulduğu görülmektedir.

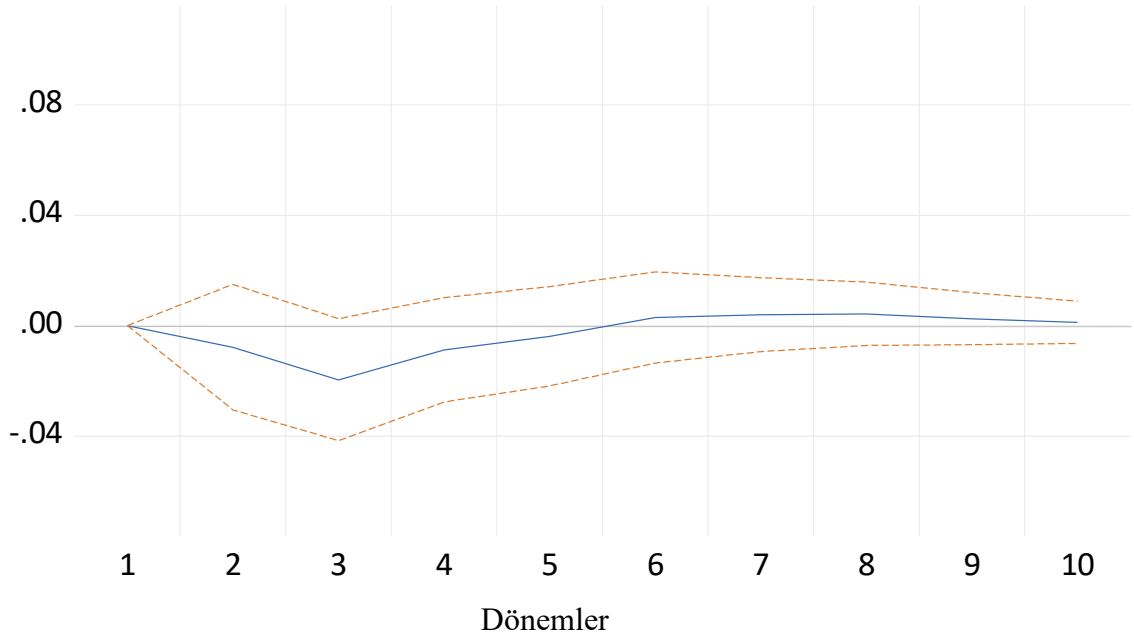
Öte yandan net faiz marjı¹⁸ 2010 yılı sonu ile 2011 yılı başlarında ortalama yüzde 10 oranında daralmıştır. 2011 yılı ortalarından ise net faiz marjı genişlemeye başlasa da, bu genişleme zorunlu karşılık değişimlerinin etkisiyle, yüzde 3 ile yüzde 4 civarında sınırlı miktarda kaldığı görülmektedir.



Şekil 3.11. Zorunlu Karşılık Oranları Değişimi Sonrası Kredi Faiz Oranları ve Net Faiz Marjı (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr>)

Son olarak TCMB'nin zorunlu karşılık oranları aracılığıyla kredi büyümelerini kontrol etme amacını değerlendirmek adına, Şekil 3.12'de zorunlu karşılık uygulamasının etkilerine ilişkin istatistiksel sınıma yer verilmiştir. Analiz neticesinde bankacılık sektöründe zorunlu karşılık oranları politikasının krediler üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Şekil incelendiğinde zorunlu karşılık oranlarındaki bir birimlik şokun kredilerde 3. aya kadar azalışa neden olduğu görülmektedir. 3. Aydan itibaren 6. Aya kadar ise, zorunlu karşılıklarda değişimler kredi büyümesinde negatif ancak artış yönlü bir etkiye neden olurken, 6. Aydan itibaren ise etkisi zayıflamaktadır. Bu çerçevede zorunlu karşılık oranlarının kısa vadede kredi döngü karşıtı bir işlev üstlendiği görülürken, uzun vadeli olarak değerlendirildiğinde etkisinin zayıflamakta olduğu değerlendirilebilir.

¹⁸ Net Faiz Marjı; Ortalama Kredi Faiz Oranları- Mevduatın Bankalara Maliyeti formülü yardımıyla hesaplanmıştır.



Şekil 3.12. Bankacılık Sektörü Kredi Büyümelerinin Zorunlu Karşılık Oranları Değişimlerine Karşı Etki-Tepki Grafikleri

Not: Analizde tahmin dönemi 2010:09-2018:06 aralığını kapsamakta ve aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan tahminde seçilen yöntem Etki-Tepki Analizi (Generalized Impulse Response) olarak uygun bulunmuştur. Tahminde bağımlı değişken kredi büyümesi olarak seçilirken, daha etkin sonuç elde edilebilmesi için analize politika faizi, faiz koridoru alt ve üst bandı gibi para politikası değişkenleri dahil edilmiştir.

3.2.2.1.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması

2008 yılında Lehman Brothers'ın çöküşüyle birlikte finansal sistemin karmaşık yapısı birleşerek küresel çapta risk birikimlerinin oluşmasına yol açmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin arasındaki finansal bağlantılarında etkisiyle yoğunlaşan ve finansal sistemlerin ötesine geçen bu risk birikimleri, küresel ekonominin tümüne bulaşarak, tüm dünyaya sistemik riskin yayılmasıyla sonuçlanmıştır. Sistemik risk, finansal sisteminin tümünü çöküşe götürmüş ve özellikle gelişmiş ekonomilerde ağır tahribatlara neden olmuştur. Gelişmiş ekonomiler daralan talep ve hızla yavaşlayan kredi büyümesi karşısında önlem olarak politika faizlerini sıfıra yaklaştıran oranlarda indirimlere gitmiştir. Bu durum, küresel finansal sistemde parasal genişlemeyi başlatarak, finansal sistemde yüksek getiri arayışında olan likidite bolluğu yaratmıştır. Küresel çapta görülen parasal genişlemenin yaratmış olduğu bol likidite, yüksek getiri arayışı sonrası yatırım için yüksek cazibeye sahip gelişmekte olan ülkeleri seçmiştir. Bu durum, bir yandan kendi iç dinamiklerinin yarattığı ekonomik sorunlara karşı çözüm arayışında olan

gelişmekte olan ülkeler için, kısa vadeli sermaye akımları oynaklıklarının beraberinde getirdiği finansal risklerinin de eklenmesine neden olmuştur (Oduncu vd., 2013a, s. 46).

Küresel iktisadi gelişmelerin yaratmış olduğu aşırı oynak finansal sistem ile sermaye piyasalarının büyüklüğü; Türkiye gibi dışa açık gelişmekte olan ekonomilerde döviz kurlarında aşırı oynaklık ve aşırı kredi büyümesi gibi küresel finansal sistem kaynaklı finansal risklerin beslenmesine neden olmuştur (Aslaner vd., 2015, s. 2). Bilindiği gibi Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketleri özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri büyük önem taşımaktadır. Bu ülkelerde; sermaye akımlarının artmasıyla değerlenen ülke para birimi, firmaların bilançolarının bundan pozitif yönde etkilenmesi ve yabancı sermaye artışları neticesinde ucuz kredi imkanları doğması, bankaların borç verilebilir fonlarında artışı beraberinde getirmektedir. Böyle bir ortamda, bankaların ellerindeki bu borç verilebilir fonları dağıtmak için daha fazla iştahlı oluşu, kredileri hızla ve aşırı düzeylerde büyümeye yönlendirmektedir. Aşırı hızlı büyüyen krediler ve döviz kurlarının aşırı değerlenmesi ise, iç talebi olması gerekenden fazla pompalayarak ekonomide kaynak etkinliği bozmaktadır (Çetin, 2016, s. 86).

Sermaye girişleriyle artan iç talep belli bir eşiğe kadar ekonomide canlanmaya yol açsa da, eşik değeri aşıldığı takdirde öncelikle finansal sistemde gerilmeye neden olmaktadır. Ardından, reel ekonomide tahribata yol açarak makroekonomik istikrara zarar vermektedir. Bu nedenle sermaye hareketlerindeki oynaklığın yarattığı döngüsellik için, hızlı kredi büyüme ve döviz kuru hareketlerinin, ekonomik görünüm ve iktisadi temellerle uyum sergilemesi önemlidir. Bu bağlamda, başta TCMB olmak üzere gelişmekte olan ülkeler merkez bankaları, aşırı sermaye oynaklıkları ve yol açtığı döviz kuru oynaklıkları ile aşırı kredi büyümelerini dengelemek adına, makro ihtiyati politika araçları geliştirmeye başlamıştır.

TCMB bu kapsamda, ülkeye özgü bir çözüm sunmak adına, Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) para politikası aracını tasarlamıştır. TCMB'nin 2011 Eylül ayından itibaren kullanmaya başladığı bu politika aracı, aslında zorunlu karşılıklar oranının dönüştürülmüş yeni bir formudur. Rezerv opsiyon mekanizması temelde, sermaye akımları ve dış finansman oynaklıklarının yarattığı şoklara karşı, finansal sistemin ve ekonominin dayanıklılığı artırarak bu şokların olumsuz etkilerini azaltmayı hedeflemektedir (Aslaner vd., 2015, s. 2). Bu hedefe de, bankaların merkez bankasında TL cinsinden tutması gereken zorunlu karşılıkların bir kısmını döviz ve altın cinsinden tutmalarına imkan tanınması suretiyle gerçekleştirmeye çalışmaktadır.

Bu politika aracı, döviz rezervlerine dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlama esnekliği getirerek, sermaye akımlarının döviz kuru oynaklıkları ve aşırı kredi genişlemesini üzerindeki etkilerini minimize etmektedir. Diğer bir ifadeyle Rezerv Opsiyon Mekanizması, bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranını dışsal şoklara karşı içsel olarak ayarlama esnekliği tanımaktadır (TCMB,2012a, s. 5). Rezerv Opsiyon Mekanizması, bankalara ihtiyaçları ölçüsünde döviz varlıkları tutabilme esnekliğiyle likidite yönetiminde serbestlik sağlanması, bir yandan merkez bankasının alım-satım şeklinde müdahalelerini azaltmakta, öte yandan zorunlu karşılıkların otomatik stabilizatör görevi görerek, döviz kuru oynaklıklarını dengelemesini sağlamaktadır (Eroğlu vd., 2016, ss. 75-76) .

Rezerv opsiyon mekanizması kapsamında, TCMB tarafından Rezerv Opsiyonu Oranı (ROO) belirlenmekte ve bu oran bankaların ne ölçüde ROM mekanizmasını kullanılabileceğine dair üst limiti belirlemektedir. Öte yandan hangi ölçüde TL zorunlu karşılık yükümlülüğü karşılığında döviz ya da altın rezervi tutabileceğini ise Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) olarak tanımlanan katsayı tarafından belirlenmektedir (Alper vd, 2012, s. 2). Rezerv Opsiyon Katsayısı, bankalar tarafından TL cinsinden tutulması gereken zorunlu karşılık yükümlülükleri, TCMB tarafından belirlenen söz konusu katsayı ile çarpılarak ROM imkanının ne ölçüde döviz veya altın cinsinden kullanılacağını belirlemesi bakımından önem arz etmektedir (Küçüksaraç ve Özel, 2012, s. 2).

TCMB, sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemlerde döviz cinsi veya altın cinsi borçlanmanın maliyeti TL cinsi borçlanmanın maliyetine göre düşük olduğundan, ROK' u artırmaktadır. Bu sayede bankaların TL cinsinden zorunlu karşılık yükümlülüklerini büyük bir oranda döviz ve altın cinsinden tutmasına teşvik etmektedir. Böylece bankaların merkez bankasında gönüllü olarak döviz biriktirmesi desteklenirken, ülkeye giren dövizin bir kısmı piyasadan çekilmesi suretiyle dövizin krediye dönüşüm oranı azaltılarak, hızlı kredi büyümesi engellenmektedir. Ayrıca bu şekilde ROK kullanımının artmasıyla, piyasadan döviz likiditesini çekilmesi TL üzerindeki değerlenme baskısını azaltıcı etkide bulunmaktadır. Öte yandan piyasalara ve bankalara TL cinsi kullanabilecekleri likidite sağlanmaktadır (TCMB, 2012b, s. 2).

Öte yandan TCMB, sermaye girişlerinin yavaşladığı diğer bir deyişle ülkeden hızlı sermaye çıkışı olduğu dönemlerde döviz cinsi veya altın cinsi borçlanmanın maliyeti TL cinsi borçlanmanın maliyetine göre pahalı hale gelmektedir. Böyle bir durumda bankalar döviz cinsi fonların maliyetinin artması ve yabancı fon kaynaklarına erişimlerin

zorlaşması nedeniyle, ROM kullanımını azaltma eğilimine giderek döviz likidite ihtiyaçlarının bir bölümünü karşılamaktadır. Bankaların ve piyasaların döviz likiditesi ihtiyacının ROM kullanımını azaltmasına karşın, yeterli düzeyde döviz likiditesi elde edememesi halinde, TCMB ROK'u düşürerek ya da rezerv opsiyonu oranı ve katsayıları için belirlenen dilimlerde mevcut bir dilimi sona erdirerek ihtiyaç duyulan döviz likiditesi karşılanmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012, s. 3). Öte yandan sermaye çıkışlarının hızlanması, borçlanma kısıtlarına bağlı hale getirmesi nedeniyle, ROM kullanımının azalması TL üzerindeki hızla değer kaybetme baskısını azaltırken, TL cinsinden likidite ihtiyacını da arttırmaktadır (TCMB, 2012b, s. 2).

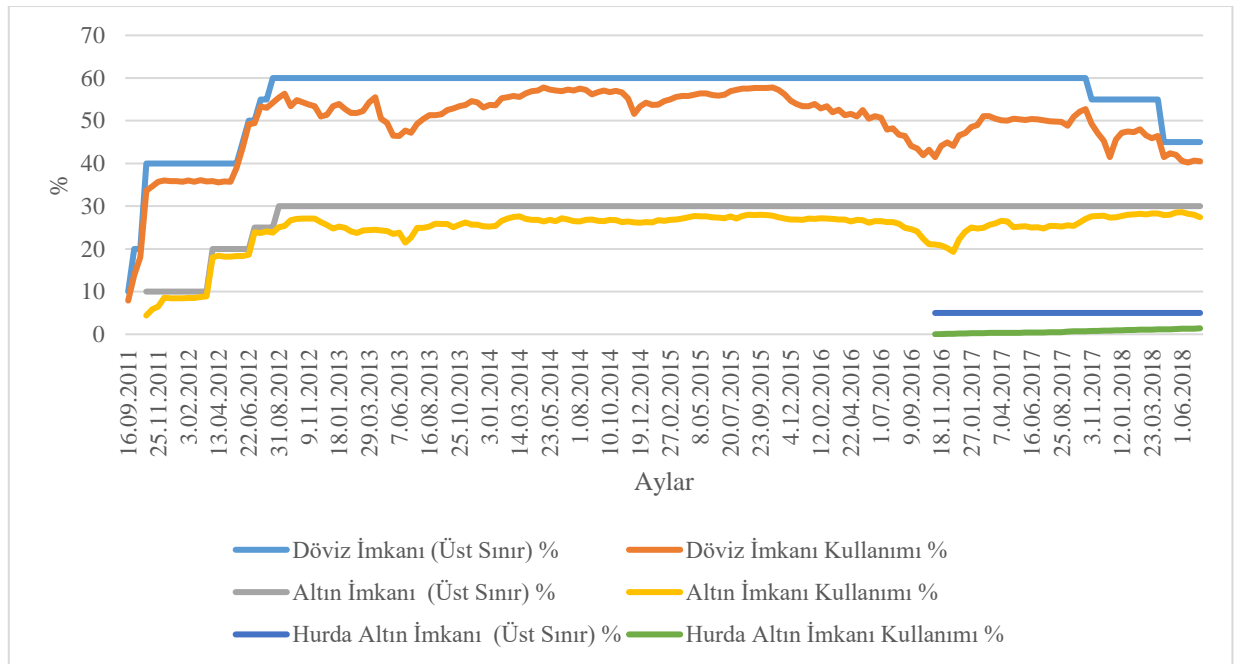
ROM görüldüğü üzere, bankacılık sisteminin döviz likidite şoklarına maruz kalması durumunda, direncini artırmak ve döviz kuru oynaklıklarını makul ölçülerde olmasını sağlamak amacıyla, uygulamaya koyulan bir politika aracı olmuştur. Bu amacı ise, sermaye akımlarına olan talebi ve kullanım oranını değiştirmek suretiyle yerine getirmektedir. Bu politika aracı aynı zamanda, kredi genişlemesine karşı kullanabilen döngü karşıtı bir politika aracı olma özelliği taşımaktadır. Bunu, sermaye girişlerinden (çıkışlarından) dolayı oluşabilecek kredi genişlemesini daraltıcı (genişletici) yönden etkileyerek sağlamaktadır. Şöyle ki, ROM politika aracı, hızlı sermaye girişlerinin kredi büyümesini artırdığı dönemlerde bankalar tarafından verilebilecek kredi miktarını arz yönlü olarak sınırlandırılarak, kontrol altında tutulmasını sağlamaktadır. Ani sermaye çıkışlarının görüldüğü dönemlerde ise, bankalar ROM sayesinde daha önceden biriktirdikleri döviz rezervini kullanabilecek ve böylece kredi büyümelerinde hızlı daralmanın önüne geçilebilecektir (Küçüksaraç ve Özel ,2012, s. 4). Böylelikle ROM kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığını azaltarak, döngü karşıtı bir makro ihtiyati politika aracı olarak etkinliğini artırabilecektir.

ROM'un oluşturulması ve kullanılması süreci Şekil 3.13 ile özetlenmektedir. ROM'un oluşturulma aşaması, Eylül 2011'den itibaren kademeli olarak gerçekleşmiştir. TL zorunlu karşılık oranı yerine döviz tutma imkanı üst sınırı ilk olarak yüzde 10 olarak belirlenmiş, takip eden ayda ise yüzde 40 düzeyine çıkarılmıştır. Haziran 2012'de ise bir sonraki adım atılarak döviz tutma imkanı üst sınırını yüzde 45'e yükseltilmiştir. Ayrıca, Rezerv Opsiyon kullanımındaki katsayıların farklılaştırılması uygulamasına geçilmiştir. Bu uygulamaya göre döviz tutma imkanı için ilk yüzde 40'lık bölümü için ROK katsayısı 1 olarak belirlenirken, yüzde 40-45'lik ikinci dilim için bu katsayı 1,4 olarak ilan edilmiştir. Daha sonra ise, ROK katsayıları sırasıyla 1,7 ve 1,9 şeklinde belirlenen iki

yüzde 5'lik dilim daha ROM'a eklenmiş, bu sayede TL cinsi zorunlu karşılıklar yerine döviz tutma imkânı üst sınırı yüzde 55'e ulaşmıştır. Son olarak, Ağustos 2012'de döviz tutma imkanı yüzde 60'a genişletilmesi ve takip eden Eylül ve Ekim aylarında tüm rezerv dilimlerinde ROK katsayıları 0,2 ve 0,1 puan şeklinde artırılmasına giderek ROM inşaa aşaması bitirilmiştir (Oduncu vd, 2013b, s. 44; Alper vd, 2012, s. 6). Sonraki yıllarda TL zorunlu karşılık oranı yerine döviz tutma imkanı üst sınırı yüzde 60 olarak korunmaya devam etmiştir. Ancak fiyat istikrarına ve finansal istikrara destek sağlamak amacıyla, öncelikle Kasım 2017'de yüzde 55'e, sonrasında Mayıs 2018'de ise yüzde 45'e düşürülmüştür.

Benzer şekilde Türk lirası zorunlu karşılıklar yerine altın tutma imkanı üst sınırı Ekim 2011'de öncelikle yüzde 10 olarak ilan edilmiş, sonrasında Mart 2012, Temmuz 2012 ve Ağustos 2012'de kademeli olarak yükseltilerek sırasıyla yüzde 20, yüzde 25 ve yüzde 30 seviyesine çıkartılmıştır. Ağustos 2018 itibariyle altın tutma üst sınırı halen yüzde 30 olarak uygulanmaktadır.

Şekil 3.13'te ROM'un inşası sonrasında kullanımın oranı incelendiğinde, TL zorunlu karşılık oranı yerine döviz ve altın tutma kullanımının yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. Bununla birlikte son dönemde kurlardaki yükselişinde etkisiyle, ROM çerçevesinde döviz ve altın imkanı kullanımının oranında bir miktar düşüş olduğu gözlenmektedir.

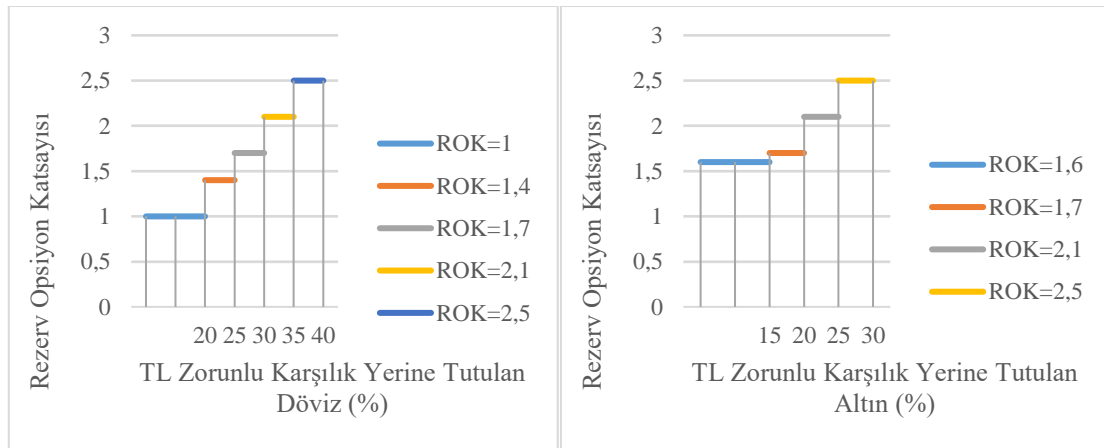


Şekil 3.13. TL Zorunlu Karşılıklar İçin ROM Kullanım Oranı (%) (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

Mevcut uygulamada Ağustos 2018 tarihi itibarıyla ROM için belirlenen Türk lirası zorunlu karşılıklar yerine döviz ve altın tesis etmek için kullanılan Rezerv Opsiyon Katsayıları (Şekil 3.14 ve Şekil 3.15); TL zorunlu karşılık yerine tutulan döviz için ilk yüzde 20’lik dilimde 1, yüzde 20 – yüzde 25’lik ikinci dilim için 1,4, yüzde 25 – yüzde 30’luk üçüncü dilim için: 1,7, yüzde 30 – yüzde 35’lik dördüncü dilim için 2,1 ve yüzde 35 – yüzde 40’lık beşinci dilim için ise 2,4 olarak belirlenmiştir.

Öte yandan altın için Rezerv Opsiyonu Katsayıları ise şu şekildedir; ilk yüzde 15: 1,6, yüzde 15 –yüzde 20: 1,7, yüzde 20 – yüzde 25: 2,1 ve yüzde 25-yüzde 30’luk dilim içinde 2,5 olarak belirlenmiştir.

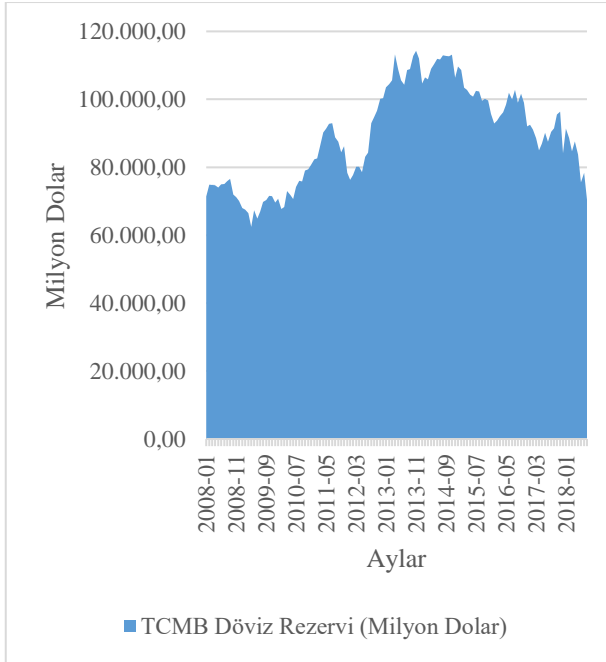
Merkez bankası belirlenen Rezerv Opsiyon Katsayısı uyarınca bir birim TL zorunlu karşılık yerine tutulması gereken döviz/altın miktarını, dolayısıyla ROM kullanmanın maliyetini belirlemektedir. Örneğin, Rezerv Opsiyon Katsayısı 2,5 olduğunda, ROM imkanından faydalanmak isteyen bankalar 1 TL zorunlu karşılık için 2,5 TL değerinde döviz veya altın bulundurmalıdır. Böylelikle mevcut durumda, döviz ve altın cinsinden borçlanmanın TL cinsinden borçlanmaya kıyasla daha düşük olduğu düşünüldüğünde bankaların TL cinsinden tutması gereken zorunlu karşılıkları döviz veya altın cinsinden tutmaları bankalara önemli maliyet düşüşü sağlamaktadır. Ayrıca ROM, bankaların likidite yönetiminde de esneklik kazandırmaktadır (TCMB, 2012a, ss. 12-24).



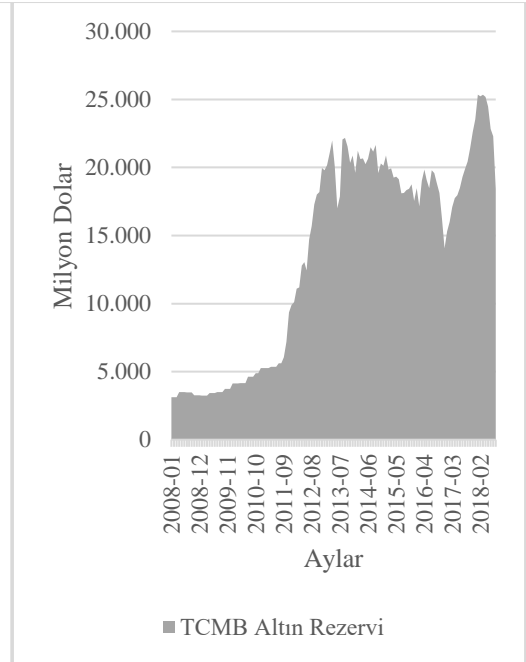
Şekil 3.14. Döviz Rezerv Opsiyon Katsayıları **Şekil 3.15.** Altın Rezerv Opsiyon Katsayıları (TCMB)

Rezerv Opsiyon Mekanizması; bankalara daha kalıcı bir şekilde TL likidite sağlayarak likidite yönetiminde esneklik kazandırması ve bankaların maliyetlerini azaltma görevinin yanı sıra TCMB döviz rezervlerini de desteklemektedir. Bu sayede, bir

makro ihtiyati politika aracı olarak tasarlanan ROM, sterilize döviz müdahale etkisi göstererek, sermaye akımlarındaki oynaklığın döviz kurlarında ve bankaların bilançosundaki TL likiditesini etkilemeden yumuşatmaktadır (Oduncu vd., 2013b, s. 50). Bu durum ise; sermaye akımlarındaki oynaklık kaynaklı bankaların borç ödeme kapasitesinin azalmasının ve banka bilançolarının olumsuz etkilenmesi riskinin önüne geçilmesini sağlayacaktır. Şekil 3.16 ve Şekil 3.17, ROM uygulaması sonrası, TCMB'nin döviz ve altın cinsi brüt rezervlerinin zaman içinde arttığını göstermektedir. Son dönemlerde kur ve finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler nedeniyle, döviz cinsi rezervlerde azalış gözlenirse de, mevcut durumda ROM öncesine kıyasla TCMB'nin rezervlerinin belirgin bir şekilde arttığı görülmektedir.

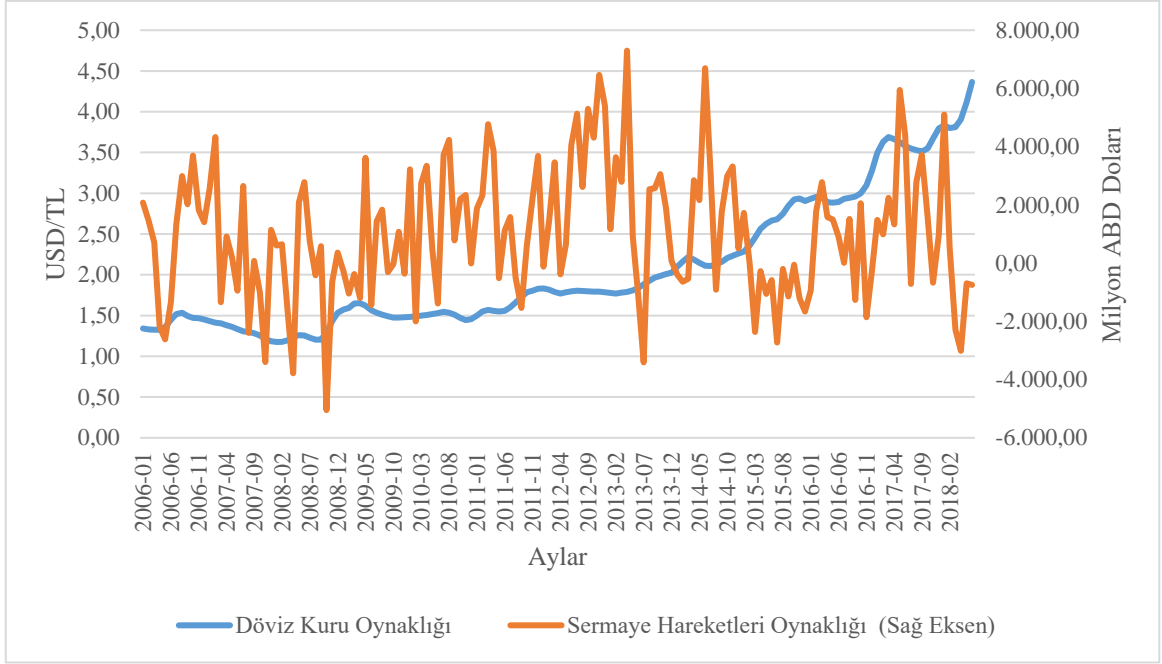


Şekil 3.16. TCMB Brüt Döviz Rezervi (Milyon Dolar)
(TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)



Şekil 3.17. TCMB Brüt Altın Rezervi (Milyon Dolar)

Rezerv Opsiyon Mekanizması uygulaması sonrası, sermaye akımlarında aşırı oynaklığa karşın, döviz kuru oynaklığı azalarak iyileşme göstermiştir (Şekil 3.18). ROM mekanizması kısa vadeli sermaye akımlarına karşı etkin bir kullanıma yol açmış ve böylece döviz kuru oynaklıklarını dengeleyici rol üstlenmiştir. ROM'un etkin kullanımı; finansal sisteme gelen şokların niteliğine göre, optimal kullanımın değiştirilebilir esnekliği, sistemik risklere karşı finansal sistemin dayanıklılığını da artıran bir etken olmuştur.



Şekil 3.18. ROM Sonrası Sermaye Akımları ve Döviz Kuru Oynaklıları¹⁹ (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr> verilerinden hareketle yazar tarafından hesaplanmıştır.)

3.2.2.1.1.3. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Oranı

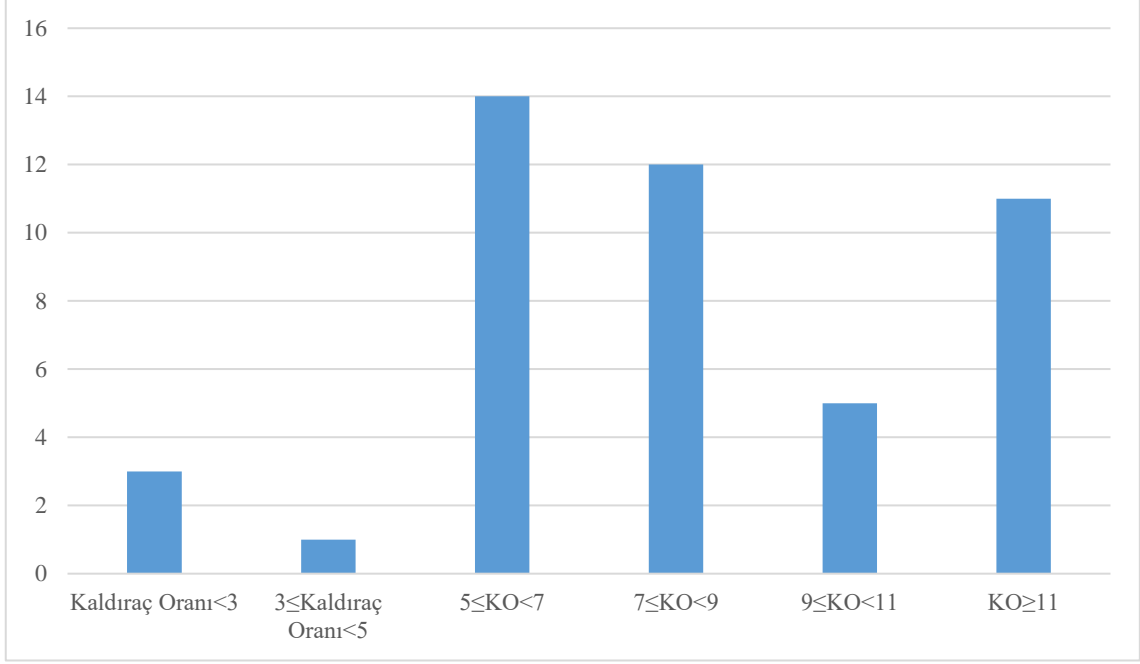
TCMB tarafından Aralık 2012’de yapılan düzenleme ile bankaların yüksek borçlanmasından kaynaklı oluşabilecek risk birikimlerine karşı kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması tasarlanmıştır. Bu uygulama ile borçluluğu aşırı düzeylere yükselen bankalara fazladan zorunlu karşılık ayırma yükümlülüğü getirilmiştir. Böylece, yüksek borçluluğa sahip bankalarının kaldırac oranları hızla gerilemesi engellenerek, söz konusu bankaların borçluluğunun sınırlandırılması hedeflenmektedir. (TCMB, 2013:87). TCMB tarafından kullanılmaya başlanan kaldıraca dayalı zorunlu karşılık politika aracı kullanımında finansal kaldırac oranı hesaplanırken, BDDK ile benzer şekilde, oranın payını ana sermaye oluştururken, payda kısmını ise toplam pasifler ile gayrinakdi krediler ve taahhütler, diğer bir ifadeyle bilanço dışı varlıkların toplamından oluşmaktadır (Altıntaş, 2017, s. 133).

$$\text{Kaldırac Oranı} = \frac{\text{Ana (Birinci Kuşak) Sermaye}}{\text{Pasif Toplamı+Bilanço Dışı Kalemler}} \geq 5$$

¹⁹ Döviz Kuru Oynaklığı ve Sermaye Akımları Oynaklığı hareketli ortalama yöntemine göre elde edilmiş olup, döviz kuru için USD/TL ve sermaye akımları için kısa vadeli sermaye hareketi verileri kullanılmıştır.

TCMB kaldıraç oranı %5'in altında olan bankalar için kademeli bir ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirmiştir. Buna göre ilk aşamada 2013 yılının son üç aylık dönemi ve 2014 yılının birinci, ikinci ve üçüncü üç aylık dönemleri için kaldıraç oranı; yüzde 3 altında kalan bankalar için ek 2 puanlık, yüzde 3-yüzde 3,25 aralığındaki bankalar için ek 1,5, yüzde 3,25-yüzde 3,5 aralığındaki bankalar için ise ek 1 puanlık zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir. İkinci aşamada ise; 2014 yılının son üç aylık dönemi ve 2015 yılının birinci, ikinci ve üçüncü üç aylık dönemleri için kaldıraç oranı; yüzde 3 altında kalan bankalar için ek 2 puanlık, yüzde 3-yüzde 3,5 aralığındaki bankalar için ek 1,5 ve yüzde 3,5-yüzde 4 aralığındaki bankalar için ise ek 1 puanlık zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir. Son aşamada ise 2015 yılının son üç aylık döneminden itibaren kaldıraç oranı; yüzde 3 altında kalan bankalar için ek 2 puanlık, yüzde 3-yüzde 4 aralığındaki bankalar için ek 1,5 puan ve yüzde 4-yüzde 5 aralığındaki bankalar için ise ek 1 puanlık zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilerek kaldıraca dayalı zorunlu karşılık yükümlülükler kademeli bir şekilde belirlenmiştir (TCMB, 2013b).

Bankacılık sektöründe 2017 sonu itibariyle kaldıraç oranlarının dağılımı incelendiğinde, Türk bankacılık sektöründe çoğu bankanın yüzde 7'den büyük kaldıraç oranına sahip olduğu görülmektedir (Şekil 3.19). İncelenen dönemde TCMB'nin belirlemiş olduğu %5'in altında kaldıraç oranı ile ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü tesis etmesi gereken yalnızca 4 bankanın olduğu görülmektedir. Bu nedenle, BDDK'nın yanı sıra TCMB'nin uyguladığı kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulamasının bankaların borçluluk düzeyini sınırlayıcı etkisi olduğu bir değerlendirmesi yapılabilir.

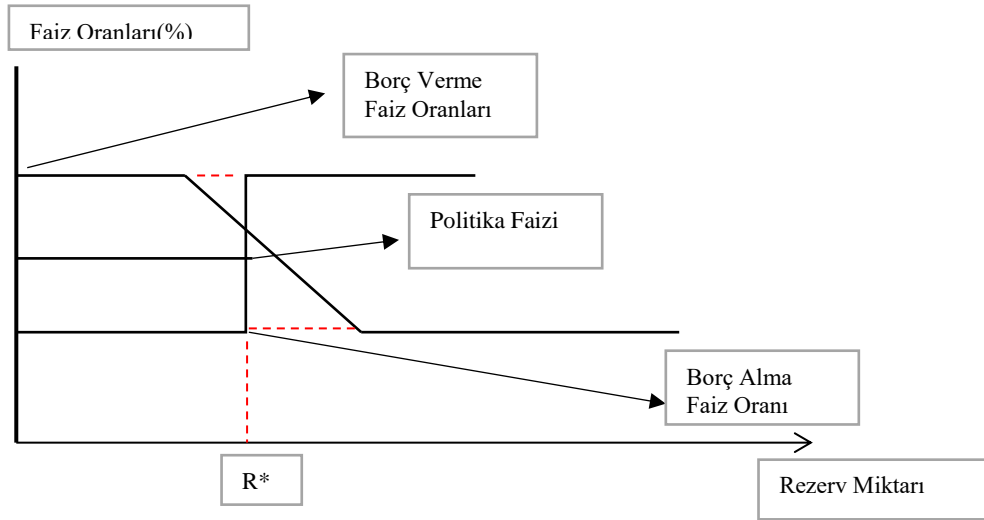


Şekil 3.19. Bankacılık Sektörü Kaldıraç Oranlarının Dağılımı (2017 Son Çeyreği İtibari İle) (TBB (<https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59> verilerinden hareketle yazar tarafından hesaplanmıştır.)

3.2.2.1.1.4. Faiz Koridoru

Gelişmiş ülkelerde uygulanan gevşek para politikaların yarattığı küresel likitidenin gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında dalgalı bir seyir izlemesi, bu ülkelerde faiz oranlarının oynak bir yapı sergilemesini beraberinde getirmiştir. Bu oynaklığı azaltabilmek ve sermaye ile döviz kuru oynaklığına yol açacak finansal dalgalanmaların yaratabileceği olumsuz yansımaları önlemek amacıyla, faiz koridoru para politikası aracı tasarlanmıştır. Faiz koridoru sistemi, merkez bankaları tarafından belirlenen üç temel unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan ilki; likidite sorunu yaşayan bankaların merkez bankasından aldığı kısa vadeli faiz oranı olarak adlandırılan, gecelik borç verme faiz oranı oluşturmaktadır. İkincisi, likidite fazlası olan bankaların faiz getirisi sağlama adına bu fonları merkez bankasına vermesi karşılığı elde ettiği faiz oranı olarak ifade edilen, borç alma faiz oranlarıdır. Son unsur ise; bankaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi ellerindeki tahvil ve bonoları teminat olarak merkez bankasına vermesi yoluyla karşılması ve bunun karşılığında elde ettikleri fon için merkez bankasına bir hafta vadeli olarak ödeyecekleri faiz oranı olarak tanımlanabilecek, politika faiz oranıdır. Söz konusu sistemde faiz koridoru; borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki bandı ifade ederken, politika faizi ise bu koridorun orta noktasını oluşturmaktadır (Şekil 3.20) (Vural,

2013, s. 30). Geleneksel faiz koridoru sistemine yer verilen şekilde de gösterildiği gibi, faiz oranlarındaki dalgalanmalar borç verme faiz oranı ile borç alma faiz oranı arasında gerçekleşmekte ve bu dalgalanma politika faizi oranı ve R^* likidite düzeyinde dengelenmesi sağlanmaktadır. Bu şekilde, hedeflenen faiz oranı üzerinden merkez bankasının hareket etme esnekliği kazandırarak, faizlerin oynaklığı kontrol altında tutulmaktadır (Kahn, 2010, s. 14-15). Yani bu sistem sayesinde sermaye hareketlerinin aşırı oynaklık gösterdiği durumlarda, bu oynaklığın faiz oranlarına da yansımaları önlenmekte, kısa vadeli faiz oranları ayarlanarak, faiz koridoru içindeki bantta yer alması sağlanmaktadır. Bu bağlamda, hızlı ayarlama süreci sayesinde, sermaye akımlarının döviz kuru üzerinde yaratacağı etkiler de bertaraf edilmektedir (Tüzün ve Kahyaoğlu, 2015, s. 27).



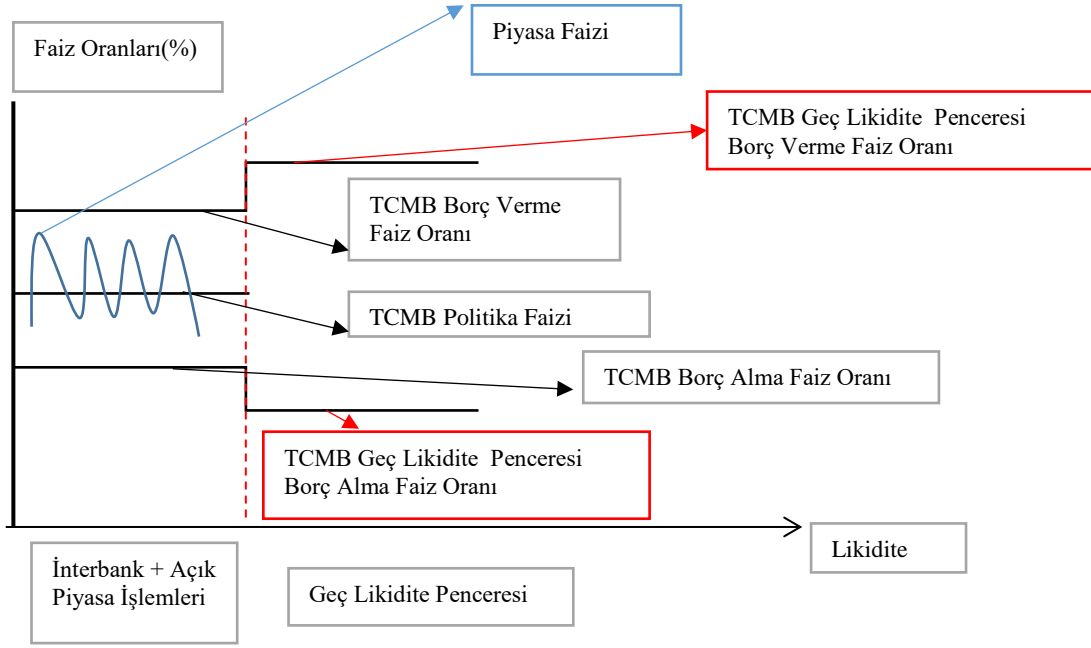
Şekil 3.20. Faiz Koridoru Sistemi (Kahn (2010)'den uyarlanmıştır.)

Küresel krize kadarki dönemde, faiz koridoru politika aracını uygulamaya başlayan öncü ülkeler Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Norveç, İsveç, Japonya, Avustralya ve Avrupa Merkez Bankası (AMB) ile sınırlı kalmıştır (Tokucu, 2013, s. 8). Küresel kriz sonrasında ise, bu ülkelere Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, İzlanda ve Türkiye eklenmiş ve sayılan bu ülkeler ve kriz öncesi bu politika aracını uygulayan diğer ülkeler faiz koridorunun farklılaştırılmış çeşitlerini uygulamaya koymuştur (Vural, 2013, s. 44).

TCMB'de küresel kriz sonrası faiz koridorunu uygulamaya başlayan ülkelere benzer şekilde, ancak bu politika aracını geleneksel uygulamadan farklı bir faiz koridoru sistemi

şeklinde tasarlamıştır. Geleneksel faiz koridoru sisteminde, faiz koridoru politika faiz etrafında seyreden genelde sabit, dar bir bantta hareket etmesi sağlanan ve yalnızca kısa vadeli faizlerin politika faizinden sapsmasını önlemek gibi pasif bir işlevi bulunmaktadır. TCMB inşa ettiği faiz koridoru sisteminde; geleneksel sistemin aksine, duruma göre üçlü faiz bileşenlerini ayarlayarak, asimetrik bir yapıda ve aktif bir politika aracı olarak kullanılabilir. Bu sayede merkez bankasına; gerekli gördüğü hallerde, faiz koridorunu ayarlayabilme esnekliği kazandırılmaktadır. Böylece, kısa vadeli sermaye akımlarına karşı hızlı ve esnek bir tepki verebilme imkanı tanınmaktadır. Bu bağlamda faiz koridorunun üst ve alt bandı daraltılıp genişletilerek asimetrik etkiler yaratılmaktadır. Bu asimetrik etkilerde, sermaye akımlarının döviz kurları üzerindeki etkilerini azaltmaktadır (Binici vd., 2013, s. 2).

Şekil 3.21'den görülebileceği üzere, TCMB'nin tasarladığı faiz koridoru sisteminde, geleneksel uygulamadaki üçlü faiz oranının yanı sıra, gecelik piyasada oluşan faizlerde sistemde önemli yer tutmaktadır. TCMB bu sistemde; kendi ilan ettiği alt ve üst koridor ile politika faizine ilaveten, merkez bankası tarafından yapılan fonlama miktarının günlük olarak değiştirilmesi suretiyle, gecelik piyasa faizlerini etkilemekte ve dolayısıyla piyasa faizlerinin faiz koridoru içerisinde istenilen düzeylerde dalgalanması sağlanmaktadır (Kara, 2012, s. 8).

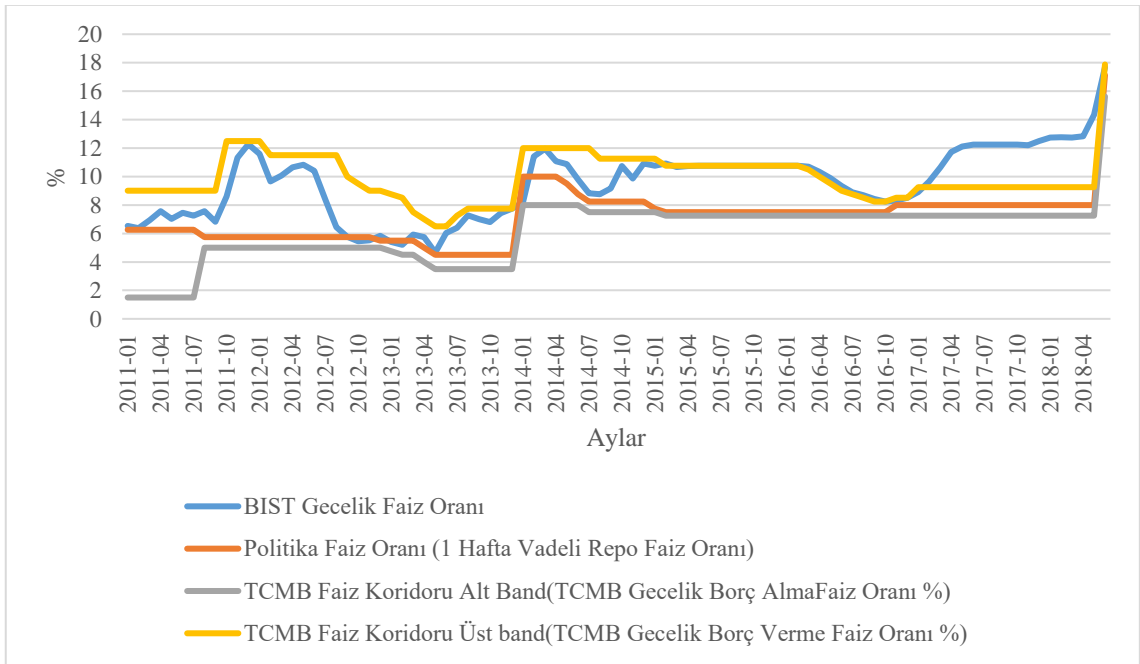


Şekil 3.21. TCMB Faiz Koridoru Sistemi (Kara (2012)'den Uyarlanmıştır.)

Şekil 3.22, TCMB'nin tasarladığı faiz koridoru sisteminin gelişimini göstermektedir. Şekil incelendiğinde uygulamaya başlanılan 2011 yılında AB kaynaklı ekonomik belirsizlik nedeniyle ülkeye gelen yoğun sermaye girişlerinin kontrol altında tutulması ve güçlü sermaye girişlerinin hızlı kredi büyümesine neden olmasının önlenmesi adına, faiz koridoru aşağı doğru daraltılmıştır. Böylelikle, BIST gecelik faiz oranı politika faiz oranının üzerinde dalgalanması sağlanarak spekülasyon sermaye girişlerinin bastırılması hedeflenmiştir. Ağustos 2011'den sonraki dönemde ise küresel ekonomik görünümdeki endişeler diğer gelişmekte olan ülkelerde de görüldüğü gibi, Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının da zayıflamasına yol açmıştır. Bu duruma karşılık TCMB, faiz koridoru alt bandını yukarı doğru genişleterek faiz koridoru daraltılmıştır. Bu politika tepkisini destekleyici olarak, zorunlu karşılık oranlarını düşürerek, bankaların TL zorunlu karşılık maliyetlerinin azaltılması amaçlanmıştır (Özhan vd., 2012, s. 85).

2012 yılında merkez bankası piyasaları fonlayarak likidite miktarını artırmış ve bu sayede BIST gecelik faiz oranının dolayısıyla kısa vadeli piyasa faizlerinin faiz koridorunun alt bandına yakın bir seyir izlenmesi sağlanmıştır. Öte yandan politika faizleri aynı süreçte kademeli bir şekilde düşürülmüştür. TCMB 2013 yılında ise, ek parasal sıkılaştırma politikası uygulamak amacıyla, Temmuz 2013'te faiz koridorunun üst bandını yükselterek faiz koridorunu yukarı yönlü genişletmiştir. Buna ilaveten uyguladığı etkin likidite yönetimi ile BIST gecelik faiz oranının faiz koridorunun üst

bandına yakın seviyelerde seyretmesi sağlanmıştır (TCMB, 2013a, s. 2). 2014 yılında ise iç ve dış piyasalarda risk birikimlerini artıracak gelişmeler neticesinde faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiş, aynı dönemde Ocak 2014’te politika faizi yüzde 4,5’ten yüzde yüzde 10 düzeyine çıkarılmış ve BIST gecelik faiz oranı faiz koridorunun üst bandına yakın seyretmiştir. Şubat 2015’te faiz koridoru aşağı yönlü genişletilirken, politika faiz oranı faiz koridoru alt bandına yakın tutulmuştur (Yücememiş vd. , 2015, s. 465). 2016 yılından itibaren ise TCMB faiz koridorunu daraltmayı tercih ederken, 2017 yılında bu uygulamaya devam etmiştir. Anılan dönemde politika faizleri faiz koridoru alt bandına yakın seviyelerde tutulmuştur. BIST gecelik faiz oranı ise, 2017 yılından itibaren faiz koridorundan önemli ölçüde farklılaşarak, koridoru aşan oranlara yükseldiği gözlenmektedir. Şekil 3.22’den, genel itibariyle faiz koridorunun asimetrik bir yapıda olduğu ve kısa vadeli faiz oranlarının, geleneksel faiz koridoru sistemindeki aksine, TCMB’nin politika duruşuna göre aynı ya da ters yönde ve farklı oranlarda değişim gösterdiği anlaşılmaktadır.

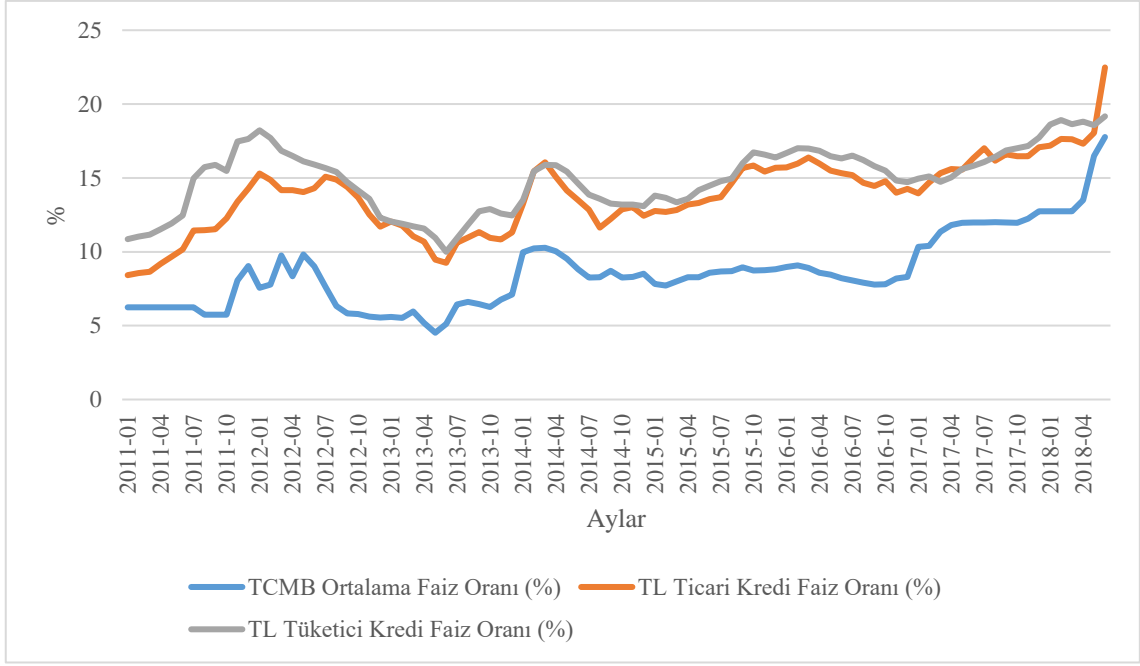


Şekil 3.22. TCMB Faiz Koridoru ve BIST Gecelik Faiz Oranları (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

Faiz koridorunun piyasa faizleri dalgalanmalarını kontrol etmesinin yanı sıra döngü karşıtı yapısıyla, hızlı kredi büyümesi ve döviz kuru oynaklarını sınırlayıcı etkisi bulunmaktadır. Bilindiği üzere merkez bankaları etkin likidite yönetimi perspektifiyle, bankaların likidite ihtiyacının ne şekilde sağlayabileceğini belirleyerek, gecelik piyasa faiz oranlarını etkilemektedir. Bu sayede, piyasaya yapılan fonlama kontrol altında

tutulurak, bankaların kredi maliyetleri etkilenmesi suretiyle kredi döngüleri karşıtı bir politika mekanizması işlemektedir (Duramaz ve Dilber, 2015, s. 33). Sermaye akımlarının yoğun olduğu süreçlerde faiz koridoru bandı aşığı yönlü olarak genişletilmektedir. Bu sayede kısa vadeli sermaye akımları yavaşlatılarak ucuz ve bol borçlanma koşullarının hızlı kredi genişlemesine yol açması önlenmektedir. Bu durum; politika faizinin koridor içerisinde dalgalanmasına izin verilmesi ile fonlama maliyetlerinde yaratılacak belirsizlikle gerçekleştirilmektedir. Şöyle ki, fonlama maliyetlerindeki belirsizlik bankalar açısından bir risk unsuru teşkil ettiğinden, bu belirsizlik seviyesi faiz koridoru ile piyasa faizlerinin tahmin edilebilirliğı ile orantılı şekilde bankalar açısından faiz riski artışı anlamına gelmektedir. Böyle bir faiz riski artışı da bankaların kredi verme iştahını azaltarak, kredi arzını azaltmakta ve dolayısıyla kredi genişlemesi yavaşlamaktadır (Binici vd., 2013, s. 11). Benzer şekilde, sermaye akımlarının azaldığı süreçlerde; faiz koridoru yukarı doğru genişletilerek, merkez bankası fonlama miktarı ve maliyetindeki belirsizliğı azaltarak, kredi arzında genişlemeye imkan tanınmaktadır. Böylece ani kredi daralmasının önüne geçilmektedir (Serel ve Özkurt, 2014, s. 61).

TCMB faiz koridoru sistemi ile kredi miktarını düzenlemek istediğinde, merkez bankasının piyasaya net borç verici görevi üstlendiğı düşünöldüğünde, fonlama maliyetinin belirsizliğı aracılığıyla kredi faizlerini güçlü bir biçimde etkilemektedir. Bu sayede kredi miktarının büyümesini (daralmasını) değıştirmektedir. Bunu da belirsizliğı artırdığında, kredi faizlerinin yükselerek kredi hacmini azaltması, belirsizliğı azaltması durumunda da, kredi faizlerinin düşüş göstererek kredi hacmini genişletmek suretiyle gerçekleştirilmektedir. Şekil 3.23’de verilen TCMB ortalama faiz oranı ile kredi faizleri arasındaki ilişki incelendiğinde, yukarıda açıklanan durumu destekler nitelikte veriler elde edilmektedir. Nitekim TCMB’nin faiz koridoru aracılığıyla TCMB ortalama faiz oranını artırarak belirsizliğı artırdığı dönemlerde, kredi faizlerinde yükseliş olduğı gözlenirken, ortalama faiz oranlarını düşürdüğü dönemlerde belirsizlik azaldığından kredi faizlerinde düşüş olduğı gözlenmektedir.

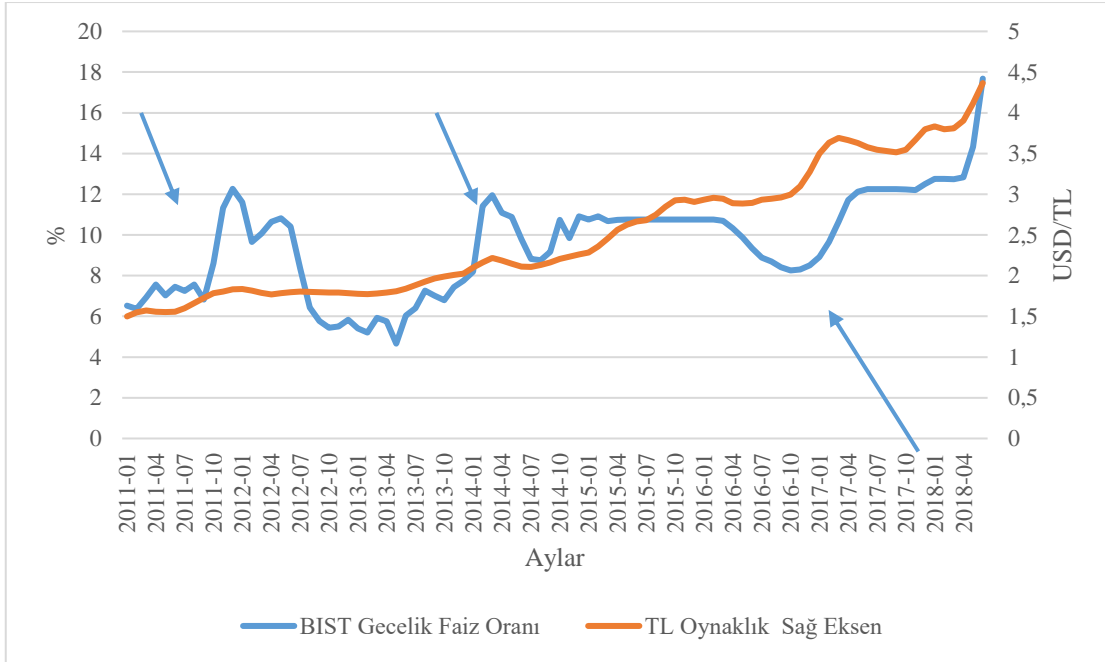


Şekil 3.23. TCMB Ortalama Faiz, TL Ticari Kredi Faizi ve Tüketici Kredi Faizi (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

Öte yandan; tasarlanan faiz koridoru sistemi, TCMB'nin etkin ve esnek likidite yönetimi ile gecelik piyasalarda oluşan piyasa faiz oranlarını etkileyebilmesi, piyasa faizlerini kısa sürede ayarlama imkanı tanımaktadır. Bu sayede hızlı sermaye akımları girişi ya da çıkışlarına göre faizler ayarlanarak, sermaye akımları ve döviz kuru oynaklıklarının yumuşatılması mümkün olmaktadır. Küresel risk iştahında artış olduğu dönemlerde, Türkiye gibi gelişen ülkelere yoğun sermaye girişleri görüldüğünden, faiz koridoru bandı aşağı yönlü genişletilmektedir. Böylelikle piyasa faizlerinin faiz koridoru içerisinde dalgalanması artırılmakta, diğer bir ifadeyle faiz oynaklığı artırılmaktadır. TCMB, böyle dönemlerde yoğun sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini yumuşatmak adına, piyasayı ihtiyaç duyduğundan fazla fonlamaktadır. Merkez bankasından beklediğinden fazla likidite sağlayan bankalar ise döviz alma yoluna gidebilmektedir. Bu da döviz kuru oynaklığını artırarak, yoğun sermaye girişlerinin döviz kurları üzerindeki etkisini yumuşatmaktadır.

Öte yandan sermaye akımlarının zayıfladığı dönemlerde, faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmektedir. TCMB, bu şekilde bir genişlemeye giderek piyasa faizlerinin artmasını sağlamaktadır. Bu sayede piyasa faizlerinin hızlı sermaye çıkışları üzerinde caydırıcı etkiye bulunmasını hedeflemektedir. Bununla birlikte, TCMB likidite yönetimi sayesinde piyasanın ihtiyaç duyduğundan az fonlama yaparak bankaların likidite

ihtiyacını döviz satarak sağlama yoluna yönlendirmektedir. Bu da sermayenin zayıflaması durumunda döviz kuru üzerindeki etkilerini baskılayarak, oynaklığı azaltmaktadır (Kara, 2012, ss. 10-11). Şekil 3.24, TL'nin değerindeki oynaklık ile kısa vadeli piyasa faizlerini temsilen BIST gecelik faiz oranı ilişkisini göstermektedir. Buna göre, BIST gecelik faiz oranının belirgin oranda artırıldığı dönemleri takiben, TL'nin genel itibariyle değer kazandığı, benzer şekilde BIST gecelik faiz oranının belirgin şekilde düşüş gösterdiği dönemleri takiben genel itibariyle TL'nin değer kaybetmeye başladığı gözlenmektedir. Özetle, faiz koridoru sistemi her iki durumda da sermaye akımları döngüsünün tersine çalışan bir mekanizma ortaya koyarak, döviz kuru oynaklıklarını azalttığı ya da artırdığı görülmektedir.



Şekil 3.24. BIST Gecelik Faiz Oranı ve TL'deki Oynaklık (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

3.2.2.1.2. Sermaye Yeterlilikleri ve Yükümlülükler

Türkiye'de bankacılık sektörü finansal sisteminin merkezinde yer almaktadır. Bilindiği gibi küresel krizin tüm dünya gibi Türk bankacılık sektörüne de yansımaları olmuştur. Bu bağlamda finansal istikrara verilen önemin etkisiyle, Türk bankacılık sisteminde sermayeye yönelik bir düzenleme süreci başlamıştır. Bu bağlamda özellikle, 2004 yılında yürürlüğe giren ve 2012 yılı itibariyle tam uyum sağlanan Basel II'nin genişletilerek, 2013 yılından itibaren kademeli olarak geçişine başlanan Basel III'ün

büyük etkileri olmuştur. Bu konuda özellikle sermaye yeterlilikleri ve yükümlülüklerine yönelik yapılan düzenlemeler oldukça ön plana çıkarılmıştır.

Basel III kapsamında yapılan sermaye yeterliliklerine yönelik makro ihtiyati politika çerçevesini bankanın tutması gereken sermayenin; kredi riski, piyasa riski ve operasyonel riskten oluşan toplam risk esas alınarak yapılan düzenlemeler oluşturmaktadır. Bilindiği üzere Basel III’te üç farklı sermaye tanımı yapılmakta ve buna yönelik düzenlemeler önerilmektedir. Bu tanımlamalardan çekirdek sermaye, esasen banka bilanço özkaynak kalemlerinden oluşmaktadır. İkinci yapılan tanımlamada ana sermaye (Tier 1 Capital); çekirdek sermayeye ek olarak katkı sermaye kalemlerini (Tier 2 Capital) tanımlamaya dahil edilmesi şeklinde ifade edilmiştir. Son olarak yasal özkaynaklar ise, ana sermayeye katkı sermayelerin eklenmesi ve sermayeden indirilen bazı kalem değerlerinin çıkarılması şeklinde tanımlanmaktadır (Alper vd, 2016, s. 3).

Basel III çerçevesinde yapılan sermaye tanımlarının yanı sıra, sermayenin kalitesi ve niceliğinde artış sağlamak amacıyla, çekirdek ana sermaye, ana sermaye ve sermaye yeterlilik oranlarına eklenen ve ihtiyati sermaye yeterliliği olarak da adlandırılabilir, sermaye koruma tamponu geliştirilmiştir. Sermaye koruma tamponunun eklenmesiyle birlikte Tablo 3.3’den izlenebileceği üzere; zarar karşılama kapasitesi oldukça yüksek olan, ödenmiş sermaye ve dağıtılmamış karlardan oluşan çekirdek sermaye oranı Basel III düzenlemeleri ile yüzde 2 düzeyinden yüzde 4,5 seviyesine çıkarılmıştır. Bu orana sermaye koruma tamponunun da eklenmesiyle, birlikte yüzde 7 seviyesine yükselmiştir. Benzer şekilde ana sermaye oranı, Basel III’te yer alan sermaye düzenlemeleriyle yüzde 4’ten yüzde 6 seviyesine çıkartılmıştır. Bu oran, sermaye koruma tamponunun da eklenmesi sonucu yüzde 8,5’e çıkmıştır. Sermaye yeterlilik oranı ise, sermaye koruma tamponunun eklenmesiyle birlikte yüzde 10,5 seviyesine çıkarılmıştır.

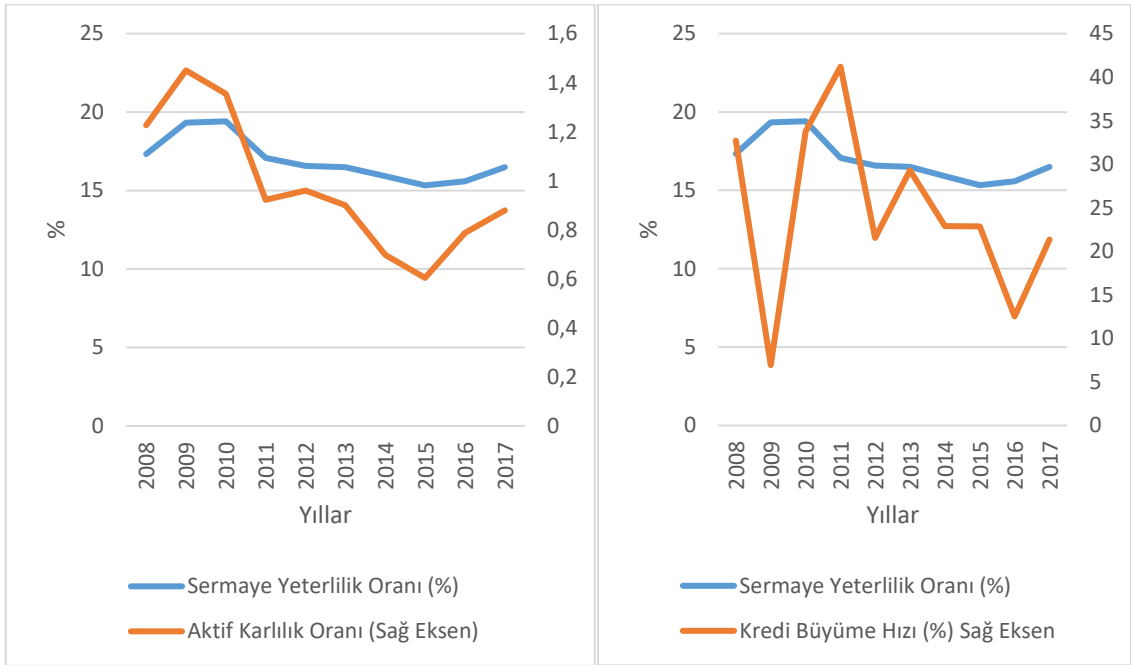
Tablo 3.3. Basel III Sermaye Düzenlemeleri (Basel Committee on Banking Supervision (2013))

(%)	Mevcut	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Çekirdek Ana Sermaye Oranı	2,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Ana Sermaye Oranı	4,0	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Sermaye Yeterlilik Oranı	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Sermaye Koruma Tamponu					0,625	1,250	1,875	2,5
Çekirdek Ana Sermaye + Koruma Tamponu		3,5	4,0	4,5	5,125	5,750	6,375	7,0
Ana Sermaye +Koruma Tamponu		4,5	5,5	6,0	6,625	7,250	7,875	8,5
Sermaye Yeterlilik Oranı+Koruma Tamponu		8,0	8,0	8,0	8,625	9,250	9,875	10,5

Basel III'ün yapmış olduğu üç tanımlama ve yapılan düzenlemeler, esasen bankaların artan kredi riskine, ihtiyati bir tedbir niteliğinde olmuştur. Şöyle ki, sermaye tanımlamaları temel alınarak belirlenen sermaye yeterlilik oranlarının hesaplanmasında, bankaların risklerine göre ağırlıklandırılan kredilerden oluştuğundan, bu yönlü düzenlemeler bankaların kredi verme davranışlarını etkileme hedeflidir. Örneğin bankaların özkaynakları için en önemli kaynağı durumunda olan banka karının yanı sıra, sermaye benzeri borçlanma (Tier 2) yoluyla özkaynaklarını artırmayı tercih edebilmektedir. Bankalar bu yolla sağlanan özkaynaklarla kredi talebini karşılamaktadırlar. Ancak, sermaye benzeri borçlanmalarla sağladığı fonlar nedeniyle, düşük ya da yetersiz sermaye oranlarıyla faaliyet göstermesi, kredi temerrütleri ve bankalar için olası zarar risklerini ortaya çıkarmaktadır. Bundan dolayı, sermaye benzeri borçlanmanın sermaye içindeki payının belli oranda tutulması durumunda, hızlı kredi büyümesinin sınırlanması mümkün olmaktadır. Bu nedenle, sermaye yeterliliği ve sermayeyi besleyen en önemli etken durumunda olan karlılığın asgari düzeyde tutulması büyük öneme sahiptir. Çünkü ancak bu durumda, ekonominin ihtiyaç duyduğu fonların kredilerde hızlı bir ivmelenmeye yol açmadan kontrol altında tutulması olası gözükmektedir. Ayrıca, sermaye yeterliliğinin ve karlılığın asgari düzeyde tutulması halinde, özkaynaklarda yer alan riske esas tutardan kaynaklanabilecek kredi riskinin önlenmesi muhtemel gözükmektedir.

Şekil 3.25'de Türk bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı ve aktif karlılık oranı gelişmeleri incelendiğinde; sermaye yeterlilik oranının 2011 yılından itibaren azalış

eğilimi gösterdiği ve 2010 yılı sonunda yüzde 19,4'lük seviyelerden 2017 yılı itibariyle yüzde 16,5'lık bir seviyeye düştüğü görülmektedir. Aynı süreçte bankaların karlılığına ilişkin en önemli göstergelerinden biri olan aktif karlılık oranının da, sermaye yeterliliğine benzer şekilde aşağı yönlü bir eğilim gösterdiği anlaşılmaktadır. Şekil 3.26'da verilen sermaye yeterlilik oranı ve kredi büyüme arasındaki gelişmelere bakıldığında, sermayeye yeterlilik oranında görülen azalmaya karşın, kredi büyüme hızının ivmesinde bir miktar yavaşlama görülse de, büyümesini sürdürdüğü görülmektedir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, karlılık oranının aşağı yönlü seyrinin devam etmesi durumunda, sermaye yeterliliklerinin yasal sınırlarının altına inmesi riskini olduğu gözlenmektedir.



Şekil 3.25. Sermaye Yeterlilik Oranı ve Aktif Karlılık Oranı (2008-2017) **Şekil 3.26.** Sermaye Yeterlilik Oranı ve Yıllık Kredi Büyüme Hızı (%) (2008-2017)

(TCMB (<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>, 6 Şubat 2017) ve BDDK (<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/#>, 6 Şubat 2017))

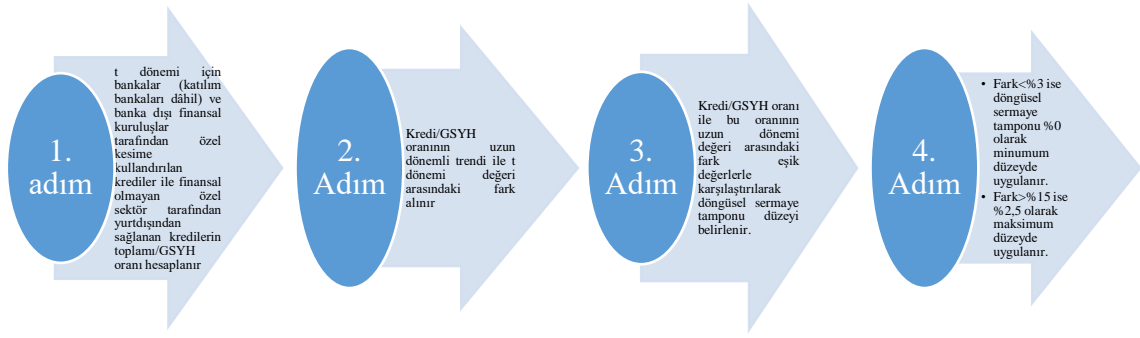
3.2.2.1.2.1. Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponu (Döngüsel Sermaye Tamponu)

Türkiye’de bankacılık sektörü, 2001 krizi sonrası hızlı bir yapılandırma sürecine girmiştir. Yapılan düzenlemeler, bankaların faaliyetlerini iyileştirmiştir. Bu durum ise, bankaların yüksek kar elde etmesine ve elde edilen yüksek karların dağıtımına ilişkin, olası riskler oluşturmuştur. Bu olası riskler karşısında BDDK, kar dağıtım politikalarına Basel III çerçevesi uyarınca, 2016 yılından itibaren sınırlamalar getirilmiştir. Bu doğrultuda yapılan düzenlemeler ile bankaların karı bünyelerinde tutmalarının sağlanması hedeflenmiştir. Bu kapsamda, bankalara konjonktür karşıtı sermaye tamponu (döngüsel sermaye tamponu) zorunluluğu getirilerek ani genişleme (daralma) dönemlerinde bankaların mevcut sermayesinin kaliteli varlıklardan oluşması teşvik edilmiştir. Bununla birlikte, BDDK tarafından getirilen düzenlemeler neticesinde, bankaların kar dağıtımını da belirli kurallara tabi tutulmuştur (Kartal vd., 2017, s. 39).

Bu noktada BDDK’nın bankaların kar dağıtımlarına sınırlamaya yönelik bir düzenlemeye gidilmesi ne anlama gelmektedir sorusu gündeme gelmektedir. BDDK’nın düzenlemeye gitmesi, bankaların konjonktür yanlı tutumlarından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bankaların, daha fazla kaynak arayışı içinde olduğu dönemlerde, bilanço büyüklüklerini hızla artırma eğilimi veya tersi durumda bilançolarını hızla küçültme isteğinden kaynaklanmaktadır. Bu durum, finansal sistemde kontrol edilmesi güç hızlı bir kredi genişlemesi ve ekonomik kriz oluşumuna katkı sağlayabilmektedir. Ekonomide bir durgunluk olması durumunda ise, kredilerin hızla daralmasına neden olarak krizin daha da derinleşmesine yol açabilmektedir. Döngüsel sermaye tamponu makro ihtiyati politika aracı devreye girerek ekonomik döngünün ılımlı seyrettiği dönemlerde sermaye rezervi ya da diğer bir deyişle tamponu oluşturularak döngüsellik yavaşlatılmaktadır. Ekonominin stres dönemlerinde ise, döngü yumuşatılarak sistemik risk birikimine diğer bir deyişle ekonomik konjonktüre karşı durma kabiliyeti artırılmaktadır.

Türkiye’de konjonktür karşıtı sermaye tamponu Basel Komitesi tarafından önerildiği gibi kredi/GSYH açığı²⁰ referans göstergesi temel alınarak finansal döngü tahmin edilmektedir. Ardından bankaların risk ağırlık varlıklarının toplamının %0’ı ile %2,5’u arasında değişen bir oran dikkate alınarak uygulanmaktadır (BDDK, 2015a). Buna göre döngüsel tamponun belirlenmesi ve uygulamasına ilişkin adımlar şekil 3.27’de verilmiştir.

²⁰ Kredi/GSYH açığı; herhangi bir zaman diliminde, kredi/GSYH oranı cari değerinin ile yine bu cari oranın uzun dönemli trendi ile farkının alınması şeklinde ifade edilmektedir (BDDK, 2015a).



Şekil 3.27. Döngüsel Sermaye Tamponu Uygulama Adımları (BCBS (2010) ve BDDK (2015))

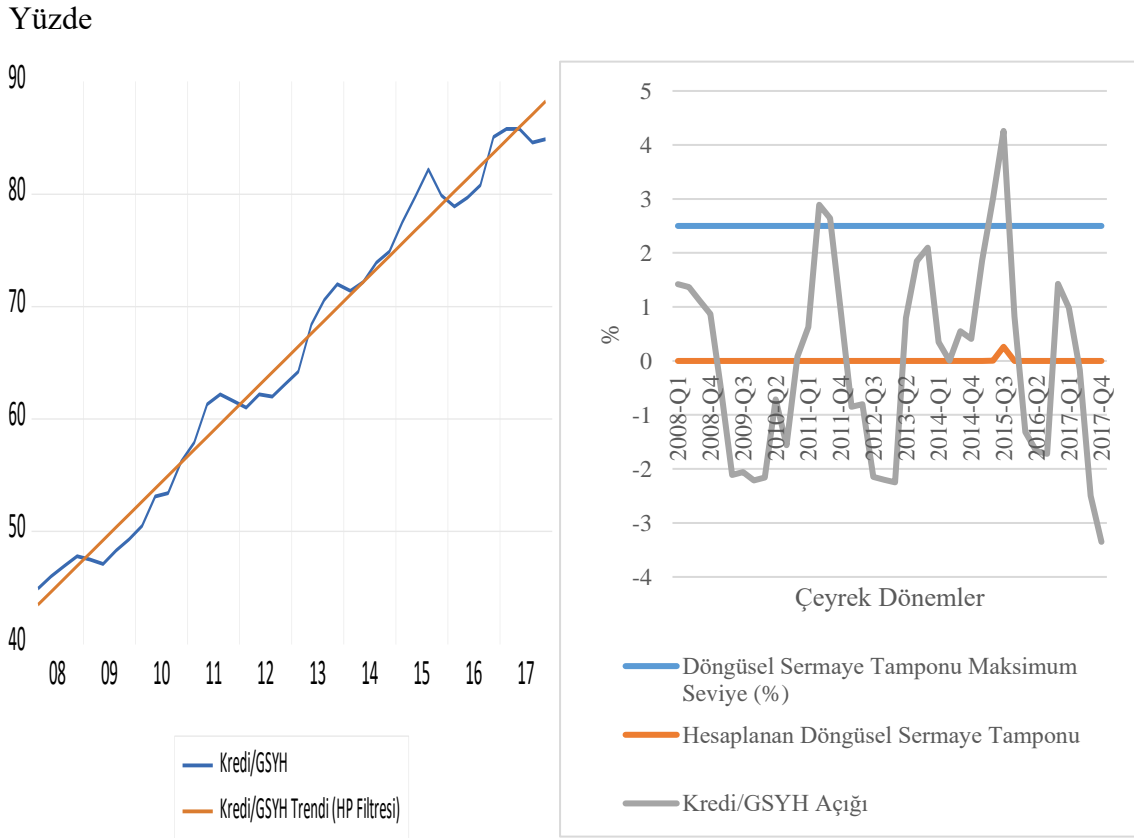
Konjonktür karşıtı sermaye tamponu uygulamasında bankaların karı bünyelerinde tutmaları sağlandığından, kayda değer bir maliyet yaratılmaktadır. Bu nedenle bu politika aracı kullanırken diğer ihtiyati tedbirleri de dikkate alarak, banka için optimal kullanımı sağlayacak şekilde kullanılmalıdır. Bu bağlamda konjonktür karşıtı sermaye tamponu, sistemik risk birikiminin kayda değer artış gösterdiği ya da gösterebileceği durumlarda uygulanması önemlidir (Sakarya ve Yayla, 2017, s. 137). Bu önemli husus dikkate alındığında, finansal döngü veya döngüsellik doğru şekilde tahmin edilmesi gereklidir. Bu nedenle temelde GSYH, BIST-100 ve bankacılık sektörü özkaynak karlılığı gibi ilave göstergeleri de kullanarak, döngüsel sermaye tamponu politika aracının kullanılması önem arz etmektedir.

Finansal döngü ekonomik döngüyü takip ettiğinden, finansal döngü tahmininin analizi döngüsel sermaye tamponunu politika aracının performansını artıracaktır (Yayla vd., 2014). Bu nedenle çalışmanın bu kısmında, BCBS(2010) ve BDDK(2015a)'te önerilen kredi/GSYH referans göstergesinden yararlanarak, döngüsel sermaye tamponunun kullanımı değerlendirilecektir.

Şekil 3.28 ve Şekil 3.29'da verilen Türkiye için tahmin edilen Kredi/GSYH oranı ve Kredi/GSYH açığı değişimi finansal döngünün doğru şekilde tanımlanarak uygun tampon oranının belirlenmesinde rehberlik etmekte olduğu görülmektedir. Şekilden görüleceği üzere yıllar itibarıyla artış gösteren kredi/GSYH oranının, Türkiye'de 2008 küresel krizi sonrası finansal döngüde sistemik risk birikiminin arttığına dair işaretler bulunmaktadır.

BCBS(2010) ve BDDK(2015a)'da önerildiği üzere kredi/GSYH referans göstergesinden tahmin edilen finansal döngü uyarınca uygulanması gereken döngüsel

sermaye tamponuna²¹ Şekil 3.29’da yer verilmiştir. Buna göre Türkiye için hesaplanan döngüsel sermaye tamponunun, 2015 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde sistemik risk birikiminde artış görüldüğünden, döngüsel sermaye tamponu uygulamasına ihtiyaç olduğu görülmektedir. Ancak kredi açığının, BDDK (2015a) tarafından 2016 yılında uygulamaya koyulması nedeniyle ve döngüsel sermaye tamponunun belirtilen eşik değerinin üstünde bulunmadığından yüzde 0 olarak tespit edilerek uygulanmaya başlanmıştır. Özetle, Türkiye’de döngüsel sermaye tamponunun finansal döngüleri yumuşattığı şeklinde bir değerlendirme yapılabilir. Bu değerlendirme ışığında, aşırı kredi artışından kaynaklanabilecek sistemik riskleri önlenmesinde ve finansal sistemin dayanıklılığının artırılmasında bu politika aracının önemli ölçüde katkı sağlayacağı ifade edilebilir.



Şekil 3.28. 2008 Krizi Sonrası Kredi/GSYH Açığı (%)

Şekil 3.29. Kredi/GSYH Açığı ve Uygulanması Gerekten Döngüsel Sermaye Tamponu Oranı (%)

²¹ BDDK(2015a) tarafından hesaplanıp ilan edilecek döngüsel sermaye tamponu oranı: $\text{Min}(\%2,5 \times \frac{\text{Max}(\text{kredi açığı} - \%3)}{\%15 - \%3}, \%2,5)$ şeklinde hesaplanmaktadır.

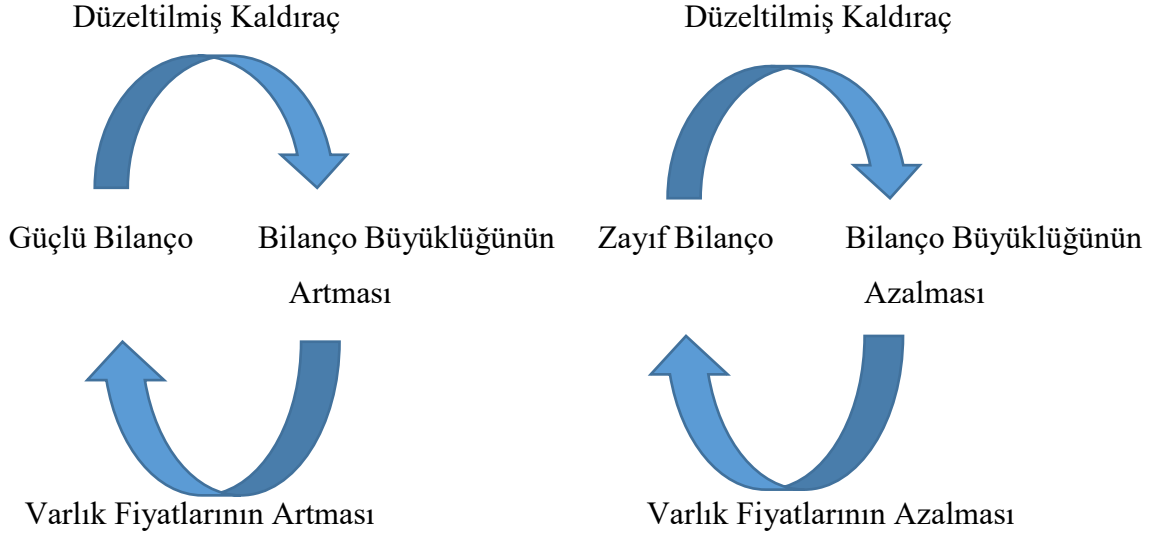
3.2.2.1.3. Finansal Kaldıraç Kısıtlamaları

Türkiye gibi artan sermaye akımlarının görüldüğü ülkelerde, piyasa katılımcılarının riskleri yeterince değerlendirmeden, yüksek kazanç elde etme yoluna yönelmeleri, finansal sistemde ortaya çıkan risklerin beraberinde getirdiği sistemik sonuçlara sebep olmaktadır. Söz konusu sistemik sonuçlara ayak uydurulamaması piyasa başarısızlığına neden olmaktadır. Finansal sistemde giderek artış gösteren kompleks ve belirsiz finansal ürünler, bankacılık sektöründe yüksek kazanç elde etme isteğiyle birleştiğinde, bankaları daha çok borçlanma eğilimine yöneltmektedir. Bu da finansal kaldıraç oranlarında aşırılıklara katkıda bulunmaktadır (Gür, 2015, s. 13). Böyle bir durumda, kaldıraç oranlarında görülen aşırılıklar, yatırımcıları yüksek risk almaya teşvik etmektedir. Bu durum ise, varlık fiyatlarının olması gerekenden daha yukarı bir seviyeye tırmandırmasına katkıda bulunarak, finansal piyasaların bozulmasına yol açmaktadır (Eşsiz, 2017, s. 54).

Şekil 3.27'den de görülebileceği üzere; bankaların varlık fiyatlarında artış sonrası, kaldıraç oranları düşüş göstermektedir. Ancak bankalar hedef olarak koydukları kaldıraç oranına ulaşabilmek adına, risk alarak daha fazla kaynak arayışına girmektedir. Bu durum karşısında, bankalarında bilanço büyüklerinin konjonktür yanlı olarak artırması, varlık fiyatlarının daha da fazla artışına neden olmaktadır. Bu süreç finansal döngünün ani genişlemesi (boom) ile diğer bir anlatımla, varlık fiyatı balonlarının oluşmasıyla sonuçlanmaktadır (Adrian ve Shin, 2010, ss. 420-424). Öte yandan bankalar; varlık fiyatlarında bir azalış eğilimi görülmesi durumunda, yine konjonktür yanlı tutumunu koruyarak, yüksek olan finansal kaldıraç oranlarını düşürmeye çalışmaktadır. Bu da bilanço büyüklüklerini küçültmektedir. Bankaların bilanço büyüklüklerini düşürmesi ise varlıkların daha fazla satışına sebep olarak, bilançoyu daha da zayıflatmadır. Sonuçta süreç, finansal döngünün ani gerilemesi ile sonuçlanarak zararına satış ve kredi çöküş risklerini artırmaktadır (Shin, 2013, s. 13).

Bankaların yüksek kar iştahıyla finansal kaldıraç oranlarını yüksek seviyelerde tutma isteği, finansal sistemde kontrol edilemeyecek ölçülerde hızlı bir kredi büyümesi yaratmaktadır. Bu da reel ekonomiyi olumsuz yönde etkileyerek, finansal istikrarın bozulmasına alt yapı oluşturmaktadır. Öte yandan, reel ekonomideki bozulma sonrasında, bankaların finansal kaldıraç oranını düşürme isteği, kendini artan faizler ve sıkı kredi

koşulları olarak göstermektedir. Bu durum ise; kredilerde ani daralmaya yol açarak, söz konusu banka duruşu ekonominin daha da yavaşlamasına yönünde ek bir baskı oluşturmaya yönelik finansal döngü mekanizmasının çalışmasını sağlamaktadır. Sonuçta her iki durumda da kaldıraçların yol açtığı konjüktürel yanlılık etkisiyle, reel ekonomide büyük çapta kayıplara neden olmaktadır.



Şekil 3.30. Kaldıraç Döngüselligi Mekanizması (Adrian ve Shin, 2010)

Finansal kaldıraçların yol açtığı döngüsellik, Şekil 3.30’da verilen mekanizmanın harekete geçerek, reel ekonomiye olumsuz yansımalarının son örneği küresel krizde görülmüştür. Literatürde genel kabul gören görüşe göre bahsi geçen bu krizde 2002 ve 2007 yılları arasında görülen finansal genişlemenin etkisiyle, kaldıraç oranlarının oluşturduğu döngüsellik, krizin temel sebeplerinden biri olmuştur. Küresel kriz sürecinde finansal genişleme ve ülkelerin uyguladıkları gevşek para politikaları, varlık fiyatlarının hızla değer kazanmasını sağlamıştır. Bankalar bu durumda, kaldıraç hedeflerinin altına inilmemesi için, daha fazla varlık satın almak zorunda kalmıştır. Bahsedilen bu süreçte bankalar daha fazla varlık satın alabilmek için gereğinden fazla yabancı kaynaklara yönelerek daha fazla borçlanmıştır. Bu ise, kaldıraç oranlarını besleyerek, daha yüksek seviyelere ulaştırmıştır. Yüksek kaldıraç oranlarının neden olduğu döngüsellik mekanizması ise, varlık fiyatları balonunun patlaması sonrasında, varlık fiyatlarının değerlerinde ani düşüşlerle birlikte, mekanizmanın tersine işlemesine neden olmuştur.

Bunun sonucunda, banka bilançoları olağanüstü seviyelerde zayıflayarak, küçülmüş ve iflas sürecini tetiklemiştir (Baglioni vd., 2013, s.1252).

Küresel finansal kriz ardından getirilen Basel III düzenlemeleri paralelinde geliştirilen makro ihtiyati politika aracı bileşeni, finansal kaldıraç oranına getirilen kısıtlamalar olmuştur. Söz konusu araç ile bankaların aşırı borçlanmaya yönelik faaliyetlerinin yaratabileceği, sistemik risklerin kontrol altında tutulması hedeflenmiştir. (Göver ve Oğuz, 2017, s. 20). Bankacılık sektöründe finansal kaldıraç oranını kontrol altına alınabilmesi için belirli bir kaldıraç oranı belirlenmektedir. Bu sayede kaldıraçların azaltılması suretiyle, yüksek kaldıraçların finansal sistemde yaratabileceği zafiyetlerin ve istikrarsızlaştırma riskinin önüne geçilmektedir. Dolayısıyla bahsi geçen politika aracı ile kredi ve varlık fiyatları artışlarında kısıtlamaya gidilerek, finansal döngüleri yavaşlatmak ya da en azından yumuşatılması amacı tesis edilmektedir.

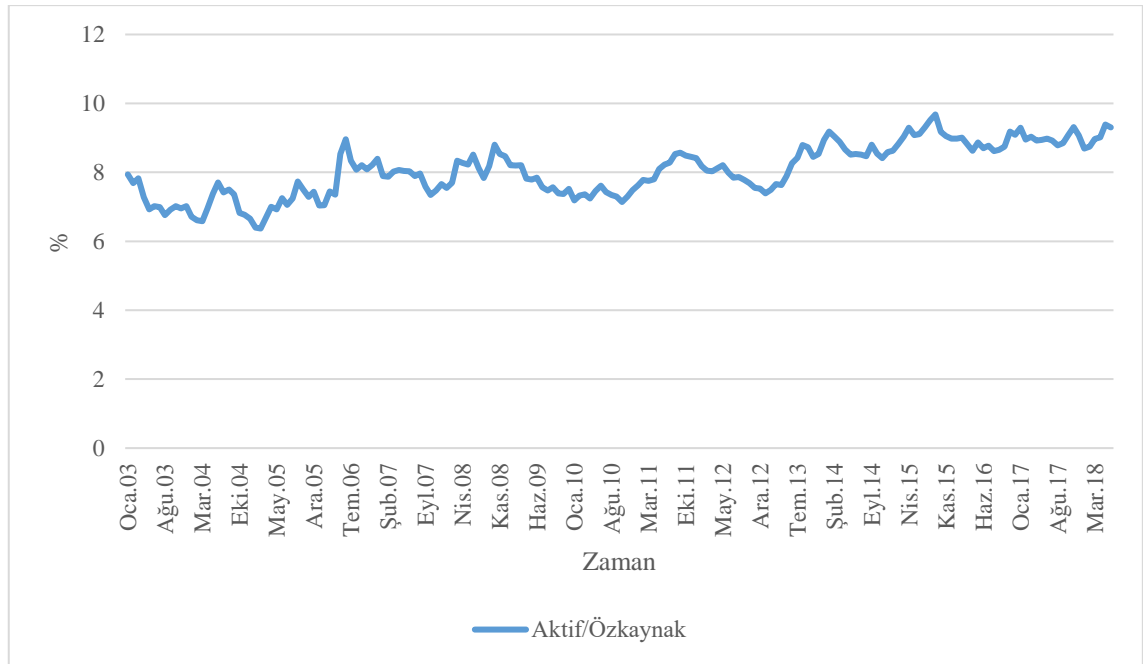
Basel III düzenlemeleri kapsamında uygulanmaya başlanan kaldıraç oranı kısıtlamasına ilişkin, ihtiyati politika aracı, Türkiye’de bankacılık sektöründe BDDK’nın 2014 yılında çıkarmış olduğu düzenleme ile 2015 yılından itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Söz konusu düzenleme ile bankalara 2015 yılından itibaren uygulanmak üzere %3 oranında kaldıraç oranı tutturulması ve sürdürülmesi zorunluluğu getirilmiştir. İlgili düzenleme ile, kaldıraç oranı ana sermayenin toplam risk tutarına bölünmesi suretiyle hesaplanacak ve kaldıraç oranı asgari yüzde üç olması yükümlülüğü yerine getirilecektir (BDDK, 2014b).

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Ana (Birinci Kuşak) Sermaye}}{\text{Bilanço İçi Varlıklar+Bilanço Dışı İşlemler+Türev Finansal Araçlar+Menkul Kıymet ve Emtia Teminatlı Finansman (Net)}} \geq \%3$$

BDDK’nın ve TCMB’nin Türk bankacılık sektörü için getirmiş olduğu kaldıraç sınırlamasını ve tasarlanan makro ihtiyati politika etkinliğini değerlendirmek adına, Şekil 3.29’da bankacılık sektörü kaldıraç oranları seyrine , Tablo 3.4.’de ise kaldıraç oranların döngüsellğine ilişkin istatistiksel tahmine yer verilmiştir. Şekil 3.31’de görülebileceği üzere, 2001 krizinin etkilerinin geçmesiyle birlikte, 2004 yılında kaldıraç oranları yükseliş göstermiştir. 2008 yılında başlayan krize kadar yükselişler ve azalışlar gösteren bankaların kaldıraç oranları, 2008 yılında ABD’de de patlak veren finansal krizin etkisiyle düşüş göstermiştir. 2010 yılının sonuna doğru, krizin etkilerinin geçmesiyle bankaların kaldıraç oranlarında toparlanmalar görülmüş ve kaldıraç oranını yükselişe geçmiştir. Ancak 2011 yılında yaşanan Avrupa Borç Krizi’nin finansal piyasalar

üzerindeki olumsuz etkisi sonrası, bankaların kaldıraç oranlarında tekrar azalış yaşanmıştır.

Sonraki yıllarda küçük dalgalanmalar gösteren kaldıraç oranlarının, getirilen kısıtlama düzenlemesi sonrası istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir. Kaldıraç oranlarındaki seyir, genel itibariyle kaldıraç oranlarının döngüsel olduğuna işaret etmektedir. Finansal daralmanın yaşandığı dönemlerde (2008 krizi, 2011 borç krizi gibi) kaldıraç oranlarının düşmesi, yine 2001 krizinin sonrası toparlanma sürecinde ve 2008 krizinin etkilerinin geçmeye başladığı 2010 yılında, bankaların kaldıraç oranlarının artış göstermesi, Türk bankacılık sektöründe kaldıraç oranlarının döngüsel olduğuna dair önemli bilgi vermektedir. Bununla birlikte, incelenen dönemde ülkemizde kaldıraç oranlarının en az yüzde 3 olarak belirlenen sınırlamanın hayli üzerinde olması, halihazırda Basel III kriterleri, BDDK'nın ve TCMB'nin getirdiği kriterlerin sürdürülebilirliği ve bankaların borçluluk düzeyi bakımından olumlu olarak değerlendirilebilir.



Şekil 3.31. Bankacılık Sektörü Kaldıraç Oranları Gelişimi (BDDK,

<http://yenisite.bddk.org.tr/BultenAylık>)

Diğer taraftan, kaldıraç oranlarının döngüsel eğilime sahip olup olmadığı Tablo 3.4 yardımıyla ele alınabilir. Yapılan istatistiksel sınamada, kaldıraç oranlarının finansal döngüler ile kredi döngülerini beslediği varsayımından yola çıkılmıştır. Buna bağlı olarak, kaldıraç oranlarının finansal hızlandırıcı rolünden hareketle döngüsellliği, kaldıraç

oranları ile aktiflerin büyümesi arasındaki ilişki yardımıyla test edilebilmektedir (Binici ve Köksal, 2012, s. 8). Buna göre Tablo 3.4 incelendiğinde, Türk bankacılık sektöründe kaldıraç oranlarının konjonktür yanlı tutum içinde olduğu, diğer bir anlatımla döngüsel olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu doğrultuda elde edilen sonuç, bankacılık sektöründe aktif büyümelerin kaldıraç oranlarını yükselterek gerçekleştirdiğini göstermektedir. Aksi durumda da bankaların aktif varlıklarını azaltmaları durumunda, bunun kaldıraç oranlarının daha fazla azaltmak suretiyle yerine getirdiğini işaret etmektedir. Dolayısıyla kaldıraç oranlarının döngü yönlü hareket ettiğine ilişkin ampirik veri elde edilmektedir.

Bu veri ışığında, BDDK tarafından finansal kaldıraç oranlarına getirilen sınırlamaların, kredi ve varlık fiyatlarında ani artış (boom) ya da ani azalışlardan kaynaklanabilecek sistemik risk birikimlerinin engellenmesi muhtemel gözükmektedir. Ancak D’Hulster(2009)’un da belirttiği üzere; finansal kaldıraç sınırlamaları makro ihtiyati politika aracının, etkin ve faydalı bir politika aracı olsada, sermaye yeterliliklerine yönelik politika araçlarıyla birlikte kullanıldığı takdirde, finansal sistemin genelindeki borçluluktan kaynaklı sistemik risk birikimlerinin en aza indirilebileceği görüşü mevcuttur.

Tablo 3.4. Bankacılık Sektörü Kaldıraç ve Aktifler Arasındaki Ampirik İlişki

Değişkenler	Katsayılar	Prob Değeri
Aktif Büyüklüğü	0.74	0.00*
Sabit Terim	-2.15	0.00*
R ² :0.69	Gözlem Sayısı:186	

Not: Tahmin dönemi 2003:01-2018:06 aralığını kapsamakta ve tahminde aylık veriler kullanılmıştır. Tahminde seçilen yöntem en küçük kareler yöntemi olup tahminde bağımlı değişken bankacılık sektörü kaldıraç oranıdır. Ayrıca * %1 düzeyinde istatistik anlamlılığı ifade etmektedir.

Son olarak Binici ve Köksal (2012)’ın da ifade ettiği üzere bankaların bilanço büyüklüklerinin artırdığı dönemlerde kaldıraç oranının düşürülmesi, aksine bilanço büyüklüklerini düşürdüğü dönemlerde ise kaldıraç oranının artırıcı yönde dinamik bir kaldıraç oranı aralığı uygulanmalıdır. Böyle bir uygulamayla, kredi ve varlık fiyatlarındaki olası ani dalgalanmaların önüne geçilebilmesi olasıdır. Bu sayede kredi ve varlık fiyatlarının aşırı düzeylerde dalgalanmalar göstererek, kredi ve varlık balon oluşumlarının temel kaynaklarından biri konumundaki kaldıraç oranlarına etki edebilme düzeyini artırılabilir. Ayrıca bu uygulama ile, oluşabilecek sistemik risklerin finansal istikrarı tehdit edecek zamana gelmeden sınırlama imkanı tanımakta ve böylece sistemik

risklerin olası olumsuz sonuçlarından kaçınmak adına iyi bir performans sergilemesi mümkündür.

3.2.2.1.4. Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV)

Kredi teminat oranı sınırlamaları; konut kredisi teminat oranı sınırını artırarak borçların geri ödenememesi olasılığını düşürmektedir. Dolayısıyla kredi teminat oranı sınırlamaları, borçların geri ödenememesinden doğabilecek zararları sınırlandıran bir makro ihtiyati politika aracıdır. Bu sayede, ekonomik döngünün genişleme dönemlerinde kredi verme standartlarında görülen gevşemelerin yol açtığı hızlı kredi büyüme döngüsünün yavaşlatılması hedeflenmektedir. Yine bu politika aracı ile, kaldıraç oranlarının aşırı seviyelere gelmesi ve varlık fiyatlarının şişkinleşerek sistemik risk birikimi artışının engellenmesi hedeflenmektedir. Diğer bir ifade ile, kredi teminat oranı sınırlamaları ile hanehalkının finansal kaynaklarını kaldıraçla artırma eğiliminin önlenerek, hanehalkının geri ödeyememe riski azaltılmaktadır. Böylelikle de, bankaların gelir ve fiyat şoklarına karşı dayanıklılığı artırılmaktadır.

BDDK kredi teminat oranı sınırlamasını ilk olarak 2011 yılında konut kredilerinde uygulamaya koymuş, Şubat 2014’de ise taşıt kredilerinde kredi teminat oranı sınırlaması uygulamasına geçmiştir (BDDK, 2010; BDDK, 2013b). BDDK’nın bu sınırlaması ile bankaların kredi olarak kullanılabilecekleri miktarın azaltılması amaçlanmaktadır. Kredi arzı ve talebini azaltıcı bu önlem sayesinde, varlık fiyatlarının şişerek olası fiyat şoklarının engellenmesi mümkün olabilmektedir. Ayrıca getirilen bu sınırlama ile hanehalkının borcunu ödeyememe riski azalacağından takipte kredileri üzerinde azaltıcı etkide bulunması beklenmiştir (TCMB, 2014c, ss. 55-56).

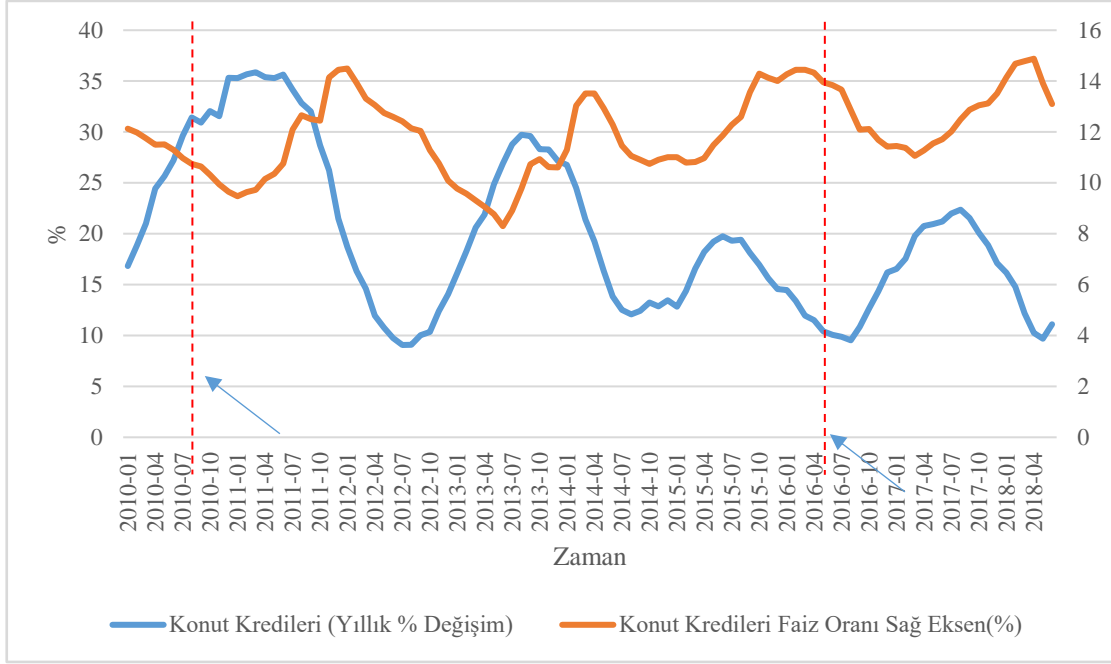
BDDK’nın 2011 yılında konut kredileri için sınırlama getirmesiyle, bu makro ihtiyati tedbir aktif olarak kullanılmaya başlanmıştır (Tablo 3.5). Yapılan ilk düzenlemede, 2011 yılından itibaren konut kredi tutarının teminata konu olan konut değerinin en fazla yüzde 75’i ile sınırlandırma kararı alınmıştır (BDDK, 2010). 2013 yılında ise taşıt kredilerinde görülen hızlı gelişmeler neticesinde, BDDK tarafından 2014 yılından itibaren uygulanmak üzere taşıt kredilerinde de kredi teminat sınırlamasına gidilmiştir. Bu sınırlama sonrası taşıt kredisi tutarının taşıtın değerine oranı değeri 50 bin TL’ye kadarki taşıtlarda yüzde 70, 50 bin TL üstündeki kısımlar için ise yüzde 50 olarak uygulanmaya başlanmıştır (BDDK, 2013b). 2016 yılında BDDK, konut kredilerinde görülen gelişmeler sonrası tekrar değişikliğe gitmiş ve bu düzenlemeye göre konut

kredileri kredi tutarı teminata konu olan konut değerinin en fazla yüzde 80'i olarak sınırlandırılmıştır (BDDK, 2016a). 2017 yılında ise taşıt kredilerinde yapılan düzenlemeyle kredi teminat oranında değişikliğe gidilmese de taşıtların değeri 50 bin TL'yi aşan kısmı yükseltilecek, bu değer 100 bin TL olarak değiştirilmiştir (BDDK, 2017).

Tablo 3.5. Kredi Teminat Oranları (BDDK)

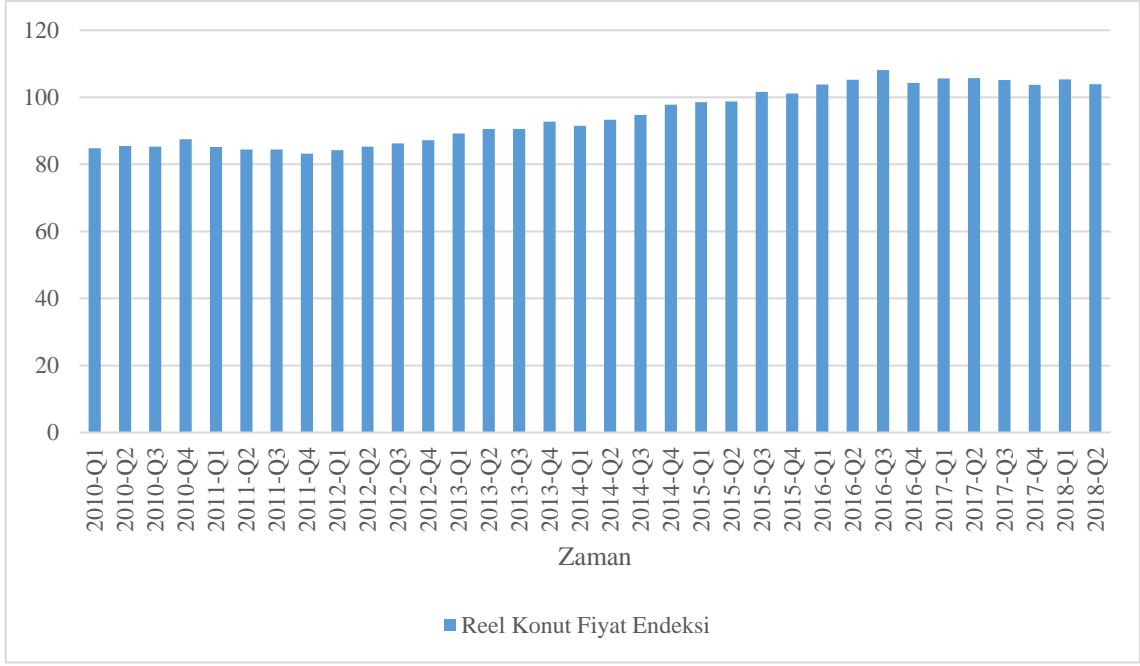
	2011		2016		2017	
	Kredi Teminat Oranı	Taksit Sayısı	Kredi Teminat Oranı	Taksit Sayısı	Kredi Teminat Oranı	Taksit Sayısı
Konut Kredisi	≤ %75	-	≤ %80	-	≤ %80	-
Taşıt Kredisi	0 TL-50000 TL ⇒ ≤%70	≤48 Ay	0 TL-50000 TL ⇒ ≤%70	≤48 Ay	0 TL-100000 TL ⇒ ≤%70	≤48 ay
	> 50.000 TL ⇒%50		> 50.000 TL ⇒%50		> 100.000 TL ⇒%50	

BDDK'nın 2011 yılında konut kredilerinde kredi teminat oranını sınırlandırması yönünde uygulanan makro ihtiyati tedbirler sonrası, konut kredileri ve konut kredileri faizleri değişimlerine yer verilen Şekil 3.32 üzerinden görülebileceği gibi kredi teminat oranlarının güçlü bir etkisi olduğu gözlenmektedir. Şekil 3.32 incelendiğinde BDDK'nın 2011 yılında uygulamaya koyduğu kredi teminat oranı sınırlaması öncesi konut kredileri hızlı bir artış trendi sergilemektedir. Kredi teminat oranına getirilen sınırlama ve aynı süreçte konut kredi faiz oranlarında gözlemlenen yükselişinde etkisiyle, birlikte belirgin bir yavaşlama eğilimi göstermiştir. Öte yandan Eylül 2016'da yapılan düzenleme sonrasında, kredi teminat oranının artırılmasına karşın konut kredi faiz oranlarında görülen düşüşünde etkisiyle, konut kredileri yükseliş eğilimi göstermiştir. Ancak bu yükseliş eğilimi sonrası konut kredilerindeki ortalama büyüme %17 seviyelerinde gerçekleşirken, 2011-2016 döneminde bu oranın %19,5 seviyelerinde oluşu, kredi teminat oranı kısıtlaması makro ihtiyati tedbirinin, konut kredi hacmindeki aşırı artışı dengelediği şeklinde değerlendirilebilir.



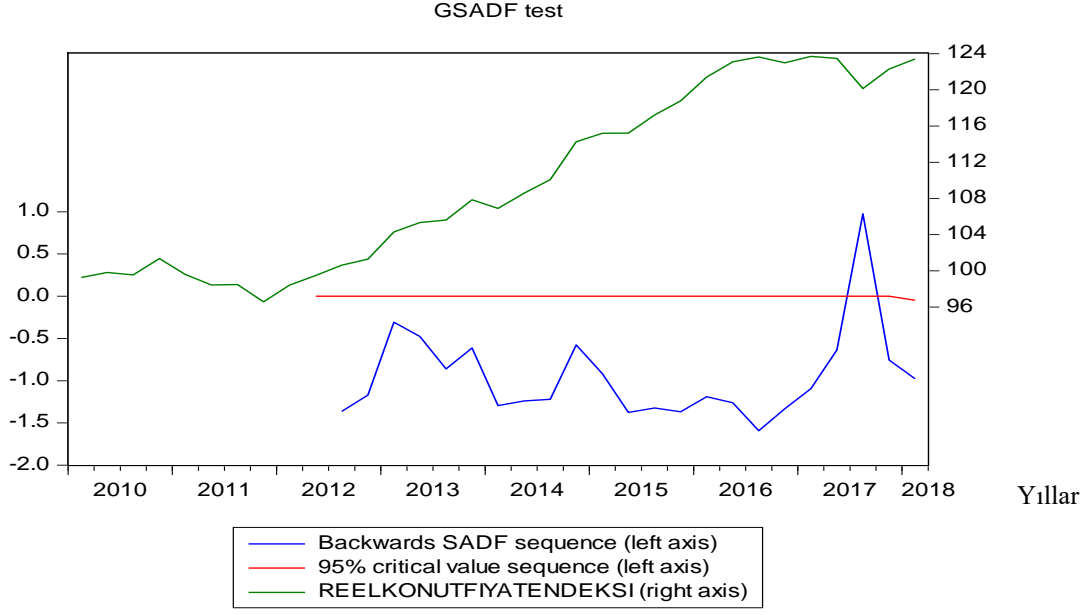
Şekil 3.32. Kredi Teminat Oranı, Konut Kredileri ve Konut Kredileri Faiz Oranı (BDDK ve TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

Kredi teminat oranına getirilen kısıtlama konut kredilerinde aşırı büyümeyi dengelemiş olsa da, Türkiye konut piyasasında konut fiyatları reel olarak artışını sürdürmektedir (Şekil 3.33). Bu durum konut kredilerindeki büyümenin dengeleyici özelliğine karşın, konut kredilerinde artışın halen yüksek seyrettiğine işaret etmektedir. Bu tespit konut piyasalarında, ülkeye özgü iç dinamiklerinde etkisiyle, tüketiciler tarafından konut kredi talebinin azalmadığı şeklinde değerlendirilebilir. Diğer bir ifade ile ABD’de son yaşanan krizde de görüldüğü üzere, Türkiye konut piyasasında fiyatların spekülasyon yönlü bir artış gösterdiğini ve bu artışların fiyatlarda şişkinlik yarattığını ima etmektedir. Bu tespitın doğruluğuna ilişkin Türk konut piyasasında fiyatlarının spekülasyon olup olmadığına ilişkin istatistiksel bir sınama yapılmış ve elde edilen sonuçlara Şekil 3.34’de yer verilmiştir.



Şekil 3.33. Reel Konut Fiyat Endeksi Gelişimi (OECD)

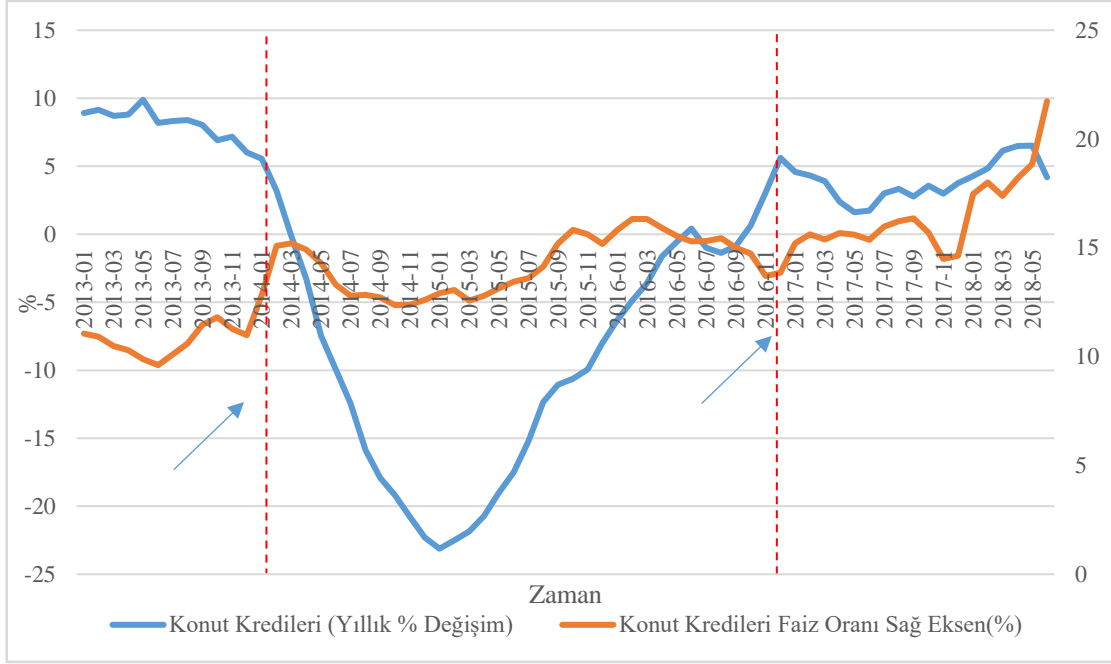
Türkiye’de reel konut fiyatları endeksi hareketlerine yer verilen Şekil 3.34 incelendiğinde, Türkiye’de, konut fiyatlarında spekülative yönlü artışların oluştuğuna ilişkin ampirik kanıtlar ortaya koyulmaktadır. İncelenen dönemde özellikle 2017 yılı sonlarına doğru Türkiye’deki konut fiyatlarından hareketle fiyatların şişkinleştiğine dair veriler elde edilmektedir. Ancak bu şişkinleşmenin kredi teminat oranı sınırlamasının da etkisiyle, 2017 yılı sonu hariç tutulduğunda belirli ölçüde dengelendiği gözlenmektedir. Bu noktada konut fiyatlarına görülen spekülative artışlara karşı ne yönde bir makro ihtiyati tedbir alınması sorusu gündeme gelmektedir. Böyle spekülative artışlara karşı Jacome ve Mitra (2015)’in Güney Kore örneği üzerinden belirttiği gibi, kredi teminat oranı sınırlamaları bölgesel bazda spekülative artışlar oranında belirlenebileceği gibi, Türkiye özelinde düşünüldüğünde, konut piyasasında spekülative artışlar oranında kredi teminat oranı sınırlamaları tespit edilebilir.



Şekil 3.34. Reel Konut Fiyatı Endeksi GSADF Birim Kök Testi İstatistiği

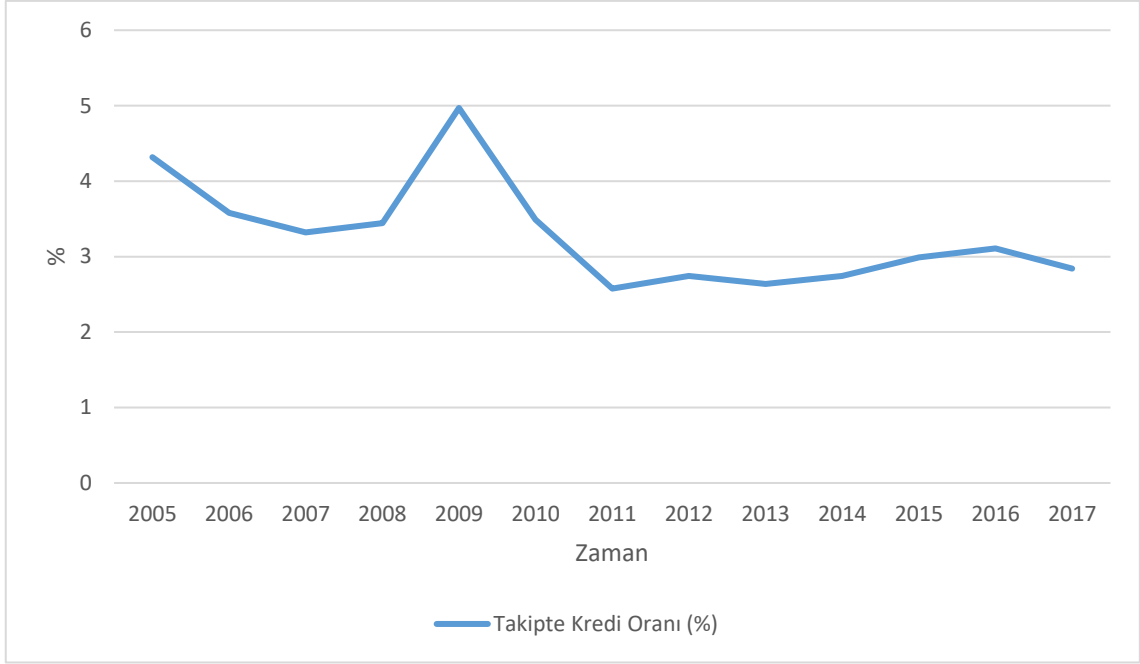
Not: Şekildeki Türkiye'deki 2010:Q1-2018:Q1 reel konut fiyatları endeksi hareketlerinden oluşturulan değerler GSADF Birim Kök Testi istatistiklerine göre hesaplanmış olup, test istatistiği 0,974 olarak bulunmuştur. GSADF test istatistikleri sırasıyla %5 ve %10 düzeylerinde istatistik olarak anlamlı olduklarını ifade etmektedir. GSADF istatistikleri için kritik değerler, %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyleri için sırasıyla 0,68, 0,97 ve 1,67'tür. Bu kritik değerler 2.000 tekrarlı Monte Carlo simülasyonu ile elde edilmiştir.

BDDK'nın hanehalkının ödeyememe olasılığını ve taşıt kredilerinde aşırı büyümelerin gerçekleşmesini önlemek adına, 2014 yılı Şubat ayında taşıt kredilerinde kredi teminat oranını kısıtlamasına gidilmesi sonrası, taşıt kredileri ve taşıt kredi faiz oranlarının gelişimine Şekil 3.35'de yer verilmiştir. Şekil 3.35 değerlendirildiğinde; kredi teminat oranını kısıtlamasına gidilmesi ile birlikte taşıt kredi büyümelerinde güçlü bir düşüş gözlenmektedir. Bu düşüşün aynı dönemde taşıt kredi faiz oranlarında azalışa rağmen olması, taşıt kredi teminat oranı kısıtlamasının taşıt kredileri üzerinde belirgin etkisi olduğuna işaret etmektedir. Diğer taraftan, 2015 yılından sonra taşıt kredilerinde görülen yükseliş eğilimi sonrası, 2016 yılında taşıt kredi teminat oranı sınırlamalarında yapılan yeni düzenleme ve aynı dönemde konut kredi faiz oranlarında gözlemlenen yükselişinde etkisiyle, taşıt kredileri büyüme oranı yeniden yavaşlamaya başladığı görülmektedir.



Şekil 3.35. Kredi Teminat Oranı, Taşıt Kredileri ve Taşıt Kredileri Faiz Oranı (TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

Son olarak, bilindiği gibi ekonominin canlanma döngülerinde artan kredi talebi kredi hacminin hızla genişlemesine yol açmaktadır. Kredilerin beklenenden fazla artış göstermesi hanehalkının borçluluk düzeyini artırmaktadır. Ekonominin daralmaya başlaması durumunda ise, bu borçların geri ödememe olasılığının yükseliş göstermesi anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda, bankalar kredi kayıplarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Aynı zamanda teminatların değerlerinin düşüş göstermesi, bankaların kredi kayıplarının karşılanmasını zorlaştırarak bankaların potansiyel zararlarını artırmaktadır (TCMB, 2016, s. 24). Bu doğrultuda düşünüldüğünde, kredi teminat oranı sınırlamaları, hanehalkının borçluluk düzeyini de etkileyerek, borçların geri ödememe olasılığını düşürmektedir. Şekil 3.36'da Türkiye'de yıllar itibariyle takipteki kredilerin gelişimi izlendiğinde, kredi teminat oranı kısıtlamasına gidilmesi, makro ihtiyati tedbir uygulaması sonrası belirgin şekilde düşüş eğilimi gösterdiği görülmektedir. Bu tespit kredi teminat oranı kısıtlamasının, borçların geri ödememe olasılığını azaltıcı etkide bulunduğu işaret etmektedir.



Şekil 3.36. Yıllar İtibariyle Takipte Kredi Oranının Gelişimi (%) (Dünya Bankası, <https://data.worldbank.org/>)

3.2.2.1.5. Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI)

Hanehalkı borçluluk düzeyinin hızla artarak yüksek seviyelere ulaşması, finansal döngünün genişleme dönemlerinde tüketim harcamalarının olması gerekenden fazla artış göstermesine neden olmaktadır. Bu durum, varlık fiyatlarının hızla artarak şişkinleşmesiyle sonuçlanmaktadır. Finansal döngünün daralma dönemlerinde ise, yüksek borca sahip hanehalkı, kendilerine göre daha düşük düzeyde borçlu konumda olan hanehalkına göre, tüketimlerini hızla kısmaktadır. Bu durum bir yandan ekonomik daralmayı daha da derinleştirerek ekonominin toparlanma sürecini olumsuz yönde etkilerken, diğer yandan ise, varlık fiyatların ani düşüşlerine neden olabilmektedir. Her iki durumda da, yüksek borçlu hanehalkının borçlarını geri ödememe riskinin yükselmesi bankaların kredi kayıplarının artışlarına neden olabilmektedir. Dolayısıyla bu durum, bankaların kredi kayıpları kaynaklı zarara uğramasına neden olabilecektir (TCMB, 2016, s. 23).

Küresel kriz sırasında, özellikle yüzde 80 seviyelerine tırmanan hanehalkı borç düzeyi/GSYİH'ye oranının, gelişmiş ekonomiler üzerinde yarattığı olumsuz etkiler ve ekonomik iyileşme sürecinin gecikmesine neden olması, başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere, bir çok ülkede makro ihtiyati tedbirlerin alınmasını gündeme getirmiştir (TCMB, 2016, s. 23). Bu doğrultuda geliştirilen makro ihtiyati tedbirlerden olan “borç

gelir oranı sınırlamaları”, yüksek hanehalkı borç düzeyini azaltarak, yüksek borçluluğun yarattığı riskleri azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. Ükelere göre uygulama farklılıkları olsa da, yaygın olarak kullanılan borç gelir oranı çerçevesine Tablo 3.6’da yer verilmektedir.

Tabloda yer verilen hanehalkının borç düzeyini kısıtlamaya yönelik oranlarda kredi gelir oranı tek bir kredinin, borç gelir oranı ise, toplam kredilerin veya borçların yıllık gelire oranı şeklinde hesaplanarak, bu oranların yıllık gelirin bir katı olarak kısıtlamaya gidilmektedir. Söz konusu getirilen kısıtlamalar ile ekonominin genişleme dönemlerinde, hızlı kredi büyümesi ve varlık fiyatları arasındaki çift yönlü finansal hızlandırıcı mekanizmasının zayıflatılması amaçlanmaktadır. Ekonominin daralma dönemlerinde ise, bankaların kayıplarını azaltarak finansal sistemin dayanıklılığını artırılması amaçlanmaktadır (TCMB, 2016, ss. 24-25).

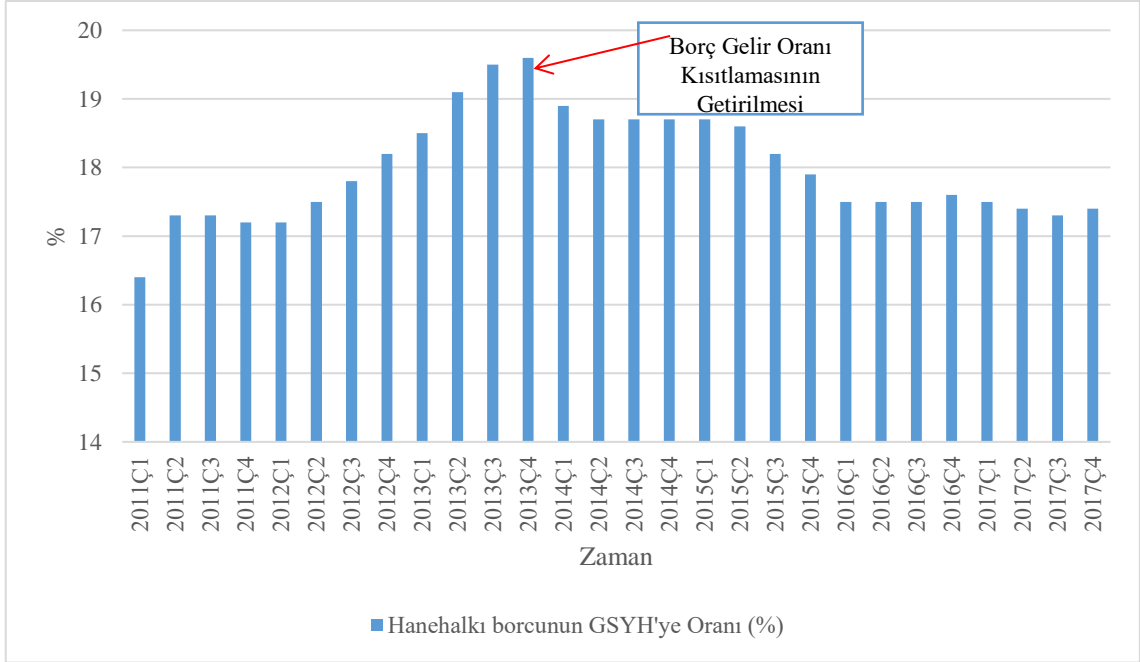
Tablo 3.6. Gelire Dayalı Hanehalkı Borçluluk Göstergeleri (TCMB(2016)’dan uyarlanmıştır.)

Payda	Pay	Kredi Borç Tutarı	
		Tek Kredi Türü	Tüm Borçlar
Yıllık Gelir		Kredi Gelir Oranı(LTI)	Borç Gelir Oran(DTI)

Türkiye’de borç gelir oranındaki sınırlamaya benzer makro ihtiyati tedbirler Ekim 2013’de BDDK tarafından uygulamaya koyulmuştur (Göver ve Oğuz, 2017, s. 8). Söz konusu tedbirler çerçevesinde, kredi kartları limitlerinin belirlenmesinde gelire dayalı olarak kriterler belirlenmiştir. Buna göre, ilk defa kredi kartı alınması durumunda hanehalkının geliri esas alınarak tek bir harcama limiti belirlenmektedir. Hanehalkı birden fazla bankadan kredi kartına sahip olsa dahi bu kartların toplam limiti hanehalkının gelirine dayalı toplam harcama limitini aşmaması sağlanmaktadır. Yine BDDK tarafından getirilen makro ihtiyati tedbirler kapsamında, hanehalkı için tespit edilecek toplam kredi kartı limitinin, aylık net gelirin ilk yıl için iki katını, sonraki yıllarda ise dört katını aşmaması sağlanmıştır. Mevcut kredi kartlarında ise, limit toplamının gelire dayalı belirlenen toplam tutarı aşması durumunda, kredi kartı limit artışına izin verilmemesi sağlanmıştır (TCMB, 2013c, s. 80).

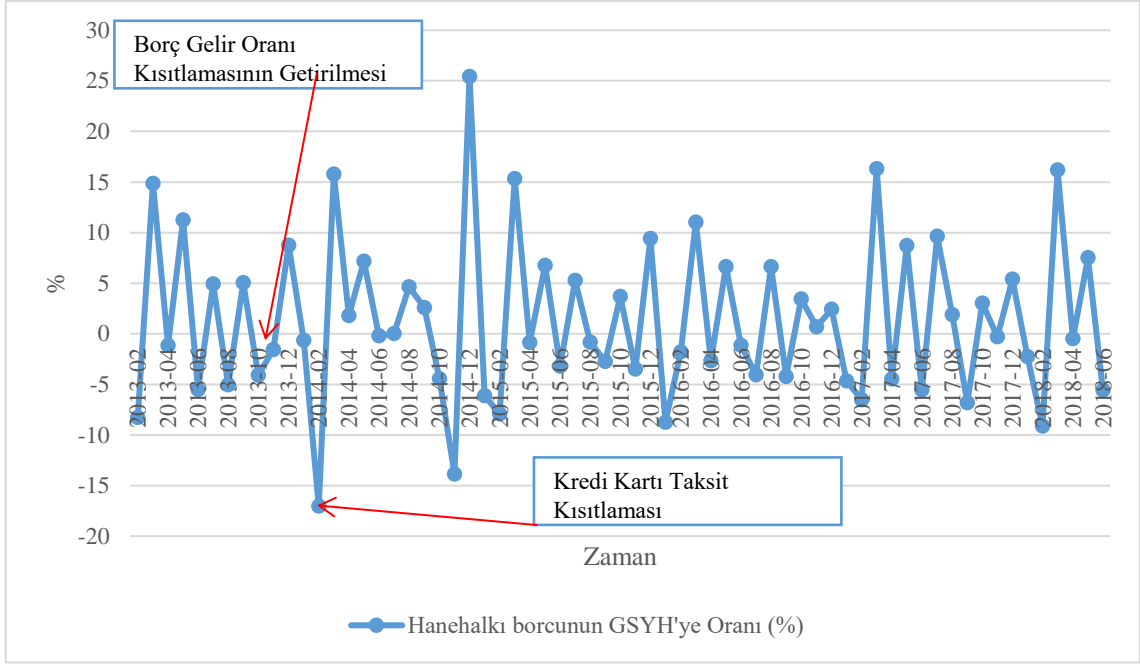
BDDK’nın uyguladığı bu tedbirlerle borç gelir oranına sınırlama getirilmesi sağlanmıştır. Bu sayede kredi arzı sınırlanarak kredi hacminin hızlı büyümesinin engellenmesi amaçlanmıştır. Ayrıca bu tedbirler ile hanehalkının geliriyle orantılı borçlanması sağlandığından, borcun ödenmeme riski de düşürülmüş olacaktır (TCMB,

2014d, s. 53). Şekil 3.37’de yer verilen hanehalkı borcunun GSYH’ye oranına bakıldığında; borç gelir oranı kısıtlaması getirilmeden önce %19,6 seviyesine yükselen bu oran, borç gelir oranı sınırlamasına yönelik makro ihtiyati tedbir alınması sonrası düşmeye başlamıştır. Bu BDDK’nın uyguladığı tedbirin, ciddi bir etkisinin olduğu şeklinde değerlendirilebilir.



Şekil 3.37. Gelire Dayalı Hanehalkı Borçluluk Göstergesi (BIS (<https://stats.bis.org/statx/toc/CRE.html>), Erişim Tarihi: 22.07.2018)

Öte yandan, borç gelir oranı sınırlaması sonrası kredi kartı harcama büyüme oranlarının gösterildiği Şekil 3.38’den görüldüğü gibi, getirilen makro ihtiyati tedbirlerin kredi kartı harcamaları üzerinde belirgin bir etkisi olduğu anlaşılmaktadır.



Şekil 3.38. Kredi Kartı Kullanımı Büyüme Oranı (BKM (<https://bkm.com.tr/secilen-aya-ait-istatistikler/>, Erişim Tarihi:22.07.2018))

3.2.2.2. Sistemik Riskin Kesitsel Boyutuna İlişkin Makro İhtiyati Politika Araçları

3.2.2.2.1. Sistemik Önemli Bankalar ve Sistemik Açıdan Önem Arz Eden Bankalar İçin İlave Sermaye Yükümlülüğü

Sistemik önemli bankalar bilindiği üzere, diğer finansal kuruluş ve bankalarla daha bağlantılı olması, daha büyük olması, bilanço yapısı ve faaliyetlerinin karmaşık bir yapıda oluşu ve herhangi bir finansal sıkıntı yaşamaması ya da finansal şok halinde ikame edilebilirliğinin güç olması sebebiyle, ekonominin bütününe yansıtacak boyutta negatif dışsallık yaratabilmektedir. Küresel finansal krizinde gösterdiği gibi, sistemik önemli bankaların finansal sorun yaşamaları durumunda, bu bankaların kurtarılmasına yönelik büyük miktarlarda kurtarma fonlarıyla alınan önlemler kamu kaynakları üzerinde büyük çapta bir yük oluşturmuştur (BDDK, 2015b). Bu bağlamda sistemik önemli bankalardan kaynaklanabilecek risklerin azaltılması için geliştirilen makro ihtiyati önlemler çerçevesinde, sistemik önemli bankalar için ilave sermaye yükümlülüğü devreye koyulmuştur. Bu politika uygulaması bir takım temel unsurları içermektedir. Bunlar;

- Sistemik önemli bankalar içerisinde sorunlu bankaların yer alması durumunda bu bankaların finansal sisteme zarar vermesinin engellenmesi ve gerekli durumda kurtarılmalarına yönelik olarak alınan kamu desteğine ihtiyaç duyulmamasını sağlayarak, kamu kaynaklarında yaratılacak maliyetin ortadan kaldırılması,

- Sistemik önemli bankaların yüksek zarar karşılama kapasitesine sahip olmalarının sağlanması,
- Sistemik önemli bankaların, sistemik risk yaratmasını önlemek ve finansal sistemde bulaşma riskini azaltmak için finansal altyapılarını daha sağlam hale getirilmesini sağlanması, şeklinde sıralanabilir (TCMB, 2010, ss. 53-54);

Sistemik önemli bankalar için getirilen ek sermaye yükümlülüğü bu temel unsurlar çerçevesinde, bankalara daha yüksek sermaye bulundurma zorunluluğu getirdiğinden daha fazla büyümelerini önlemektedir. Bununla birlikte alınan bu makro ihtiyati tedbir; bankaların zaafiyete düşme olasılıklarını azaltarak bankaların batmasını önleyici etkiye bulunacaktır. Bu bağlamda sistemik önemli bankaların yaratabileceği potansiyel sistemik etkilerin, finansal sistemin tümünde sistemik tehlike arz etmesi engellenecektir (Altıntaş, 2017, s. 615).

Türk bankacılık sektöründe sistemik önemli bankaların ve bu bankaların tabi olacakları ilave yükümlülükler BDDK'nın Şubat 2016'da çıkardığı yönetmelikle devreye sokulmuştur. Buna göre Şekil 3.39'da yer verilen büyüklük , karşılıklı bağlantılılık, karmaşıklık ve ikame edilemezlik gibi belirlenen dört ana kriter kapsamında, her bir ana kriter için tespit edilen ağırlıklarla çarpılmasıyla bankanın sistemik önemine ilişkin skoru belirlenmektedir. Belirlenen skorun BDDK'nın belirlemiş olduğu sistemik önemlilik eşik skorunu aşan bankalar, sistemik önemli banka olarak kabul edilmektedir. Belirlenen sistemik önemli bankalar sistemik önem derecesine göre %1 ile %3 arasında değişen oranlarda ilave çekirdek sermaye gereksinimini sağlaması gerekmektedir (BDDK, 2016b).

Büyüklik (Genel Skor İçindeki Ağırlığı %40)	Bağlantılılık (Genel Skor İçindeki Ağırlığı %20)	Karmaşıklık (Genel Skor İçindeki Ağırlığı %20)	İkame Edilemezlik (Genel Skor İçindeki Ağırlığı %20)
<ul style="list-style-type: none"> • Bankanın bilanço içi varlıkları toplamı + • Bilanço dışı işlemler toplamı + • Türev finansal araçlar ve kredi türevleri toplamı + • Menkul kıymet veya emtia teminatlı finansman işlemleri tutarlarının toplamından oluşmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bankanın finansal sistem ile ilişkilerinden doğan alacakların toplam tutarı + • Finansal sistemle ile ilişkilerden doğan borçların toplam tutarı oluşmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tezgahüstü türev işlemlerin nominal tutarı + • Alım satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul kıymetler toplamından oluşmaktadır 	<ul style="list-style-type: none"> • Emanet menkul kıymetler + • Ödeme Sistemlerindeki Aktivite Durumu + • Hisse Senedi ve borçlanma piyasalarında aracılık yüklenimleri toplamından oluşmaktadır

Şekil 3.39. BDDK Sistemik Önemli Banka Göstergeleri (BDDK (2016))

Bankaların genel skorlarına göre sistemik önemli bankaların belirlenmesinden sonra bu bankalar sistemik önem derecelerine üç gruba ayrılmakta ve gruplar itibariyle belirlenen ilave çekirdek sermaye yükümlülüğü belirlenmektedir (Tablo 3.7). Belirlenen gruplara göre ilave sermaye yükümlülüğü risk ağırlıklı aktif toplamının Tablo 3.7’de verilen oranlarla çarpılması suretiyle hesaplanarak, daha yüksek zarar karşılama gereksinimini sağlamak için gerekli tutar tespit edilecektir. Tabloda yer verilen oranlarda 2016-2018 dönemleri için kullanılacak oranlar geçiş dönemi oranları olarak belirlenmiş, nihai oranlar ise 2019 yılından itibaren tabloda verildiği şekilde uygulanacaktır. Öte yandan uygulamanın başında 4. grup olarak belirlenen grup boş bırakılacak, zamanla 3. grupta yer alan bankalardan sektör payını artırmaya devam eden bankalara ceza niteliğinde ek %1’lik ilave sermaye yükümlülüğü getirilecektir.

Tablo 3.7. Sistemik Önemli Banka Tamponu Oranları (%) (BDDK (2016), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/02/20160223-3.htm>)

Gruplar	2016	2017	2018	2019
4.Grup (Boş)	0,75	1,5	2,25	3,0
3.Grup	0,5	1,0	1,5	2,0
2.Grup	0,375	0,75	1,125	1,5
1.Grup	0,25	0,5	0,75	1,0

BDDK’nın getirmiş olduğu sistemik önemli bankaların belirlenmesinde en önemli ağırlık olan büyüklük kriteri, sunulan finansal hizmetlerin hacimlerini gösteren ve bu bankaların iflası durumunda karşılaşılabilecek olası zararın büyüklüğünü içermesi bakımından önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir (BDDK, 2011b, s. 2). Tablo 3.8’de yer verilen bankacılık sistemi yoğunlaşma verilerine göre, Türkiye’de aktif büyüklüğüne göre ilk on bankanın toplam aktifler içindeki payı, mevduatlar içindeki payı ve krediler içindeki payı yıllara göre küçük değişikliklerle birlikte ilk on bankada yoğunlaştığı görülmektedir. Bu nedenle, Türkiye’de sistemik önemli bankaları değerlendirmek adına büyüklük kriteri önemli bilgiler verecektir.

Tablo 3.8. Türk Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma (%) (TBB, Bankalarımız (<https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/arastirma-ve-yayinlar/kitaplar/kitaplar/55?year=&konu=Bankalar%C4%B1m%C4%B1z>))

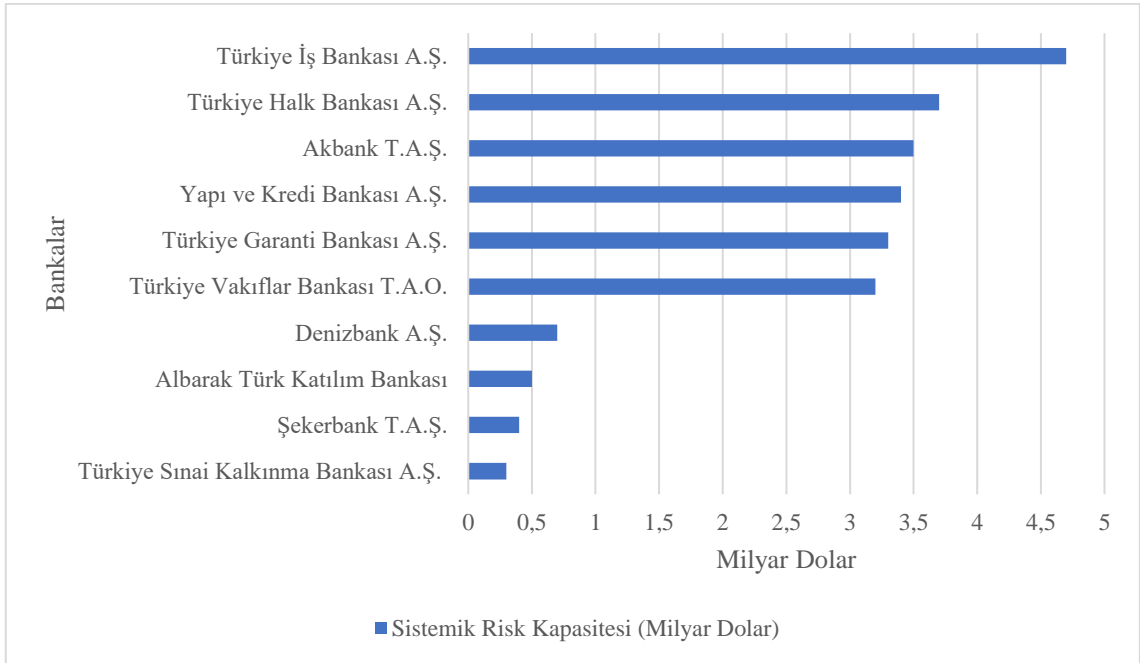
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
İlk On Banka								
Aktif	87	87	86	86	85	85	85	85
Mevduat	91	91	90	90	89	89	90	91
Kredi	86	87	85	85	85	84	84	84

Tablo 3.9’da sistemik önemli bankaları değerlendirmek adına aktif büyüklüğü sektör toplamı içindeki payı, şeklinde hesaplanan bankaların sıralamasına yer verilmiştir. Tabloda yer verilen bankaların sorun yaşamaları ve yükümlülüklerini yerine getiremeyecek durumda olmaları durumunda, reel ekonomi için ciddi oranda negatif sonuçlara yol açabilme potansiyeli bulunmaktadır. Bununla birlikte Şekil 3.38’de Türkiye’deki bankaların sistemik risk potansiyelinin gelişimine göre ilk on banka için değerlendirme yapmak, sistemik önemli bankaların belirlenmesi ve ilave sermaye yükümlülüğün belirlenmesi adına, BDDK’nın belirlediği metodolojiyi desteklemek adına iyi bir gösterge olacaktır.

Tablo 3.9. 30.06.2018 Verilerine Göre Aktif Büyüklüklerine Göre Banka Sıralaması (TBB (https://www.tbb.org.tr/tr/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/Aktif_Buyukluklerine_Gore_Banka_Siralamasi/3721))

Sıra	Banka Adı	Aktif Büyüklüğü (Milyon TL)	Aktif Payı (%)
1	Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.	497.574	14,28
2	Türkiye İş Bankası A.Ş.	398.340	11,43
3	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	349.144	10,02
4	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	348.296	10,00
5	Akbank T.A.Ş.	340.936	9,78
6	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	338.353	9,71
7	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	306.045	8,78
8	QNB Finansbank A.Ş.	149.266	4,28
9	Denizbank A.Ş.	136.056	3,9
10	Türk Eximbank	102.549	2,94

Şekil 3.40 Eylül 2018 itibariyle Türkiye’deki bankaların SRISK²² göstergesi verilerine göre sıralanan en büyük 10 Türk bankasını göstermektedir. Buna göre; şekilde yer verilen bankaların sahip oldukları sistemik risk yaratma potansiyelinden ötürü, daha yüksek zarar karşılama gereği için, bu bankaların ilave çekirdek sermaye yükümlülüğüne tabi olmaları büyük önem arz etmektedir. Bu sayede, sistemik önem özelliğine sahip bankaların finansal piyasalarda büyük ölçekli varlığı, nedeniyle finansal sistemdeki diğer finansal kuruluşlara sistemik riskin bulaşması önlenecektir. Ayrıca, bu bankaların karşılıklı bağlantılı olduğu kuruluşlara karşı yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığı azalacağından, finansal istikrara katkı sağlayacağı açıktır.

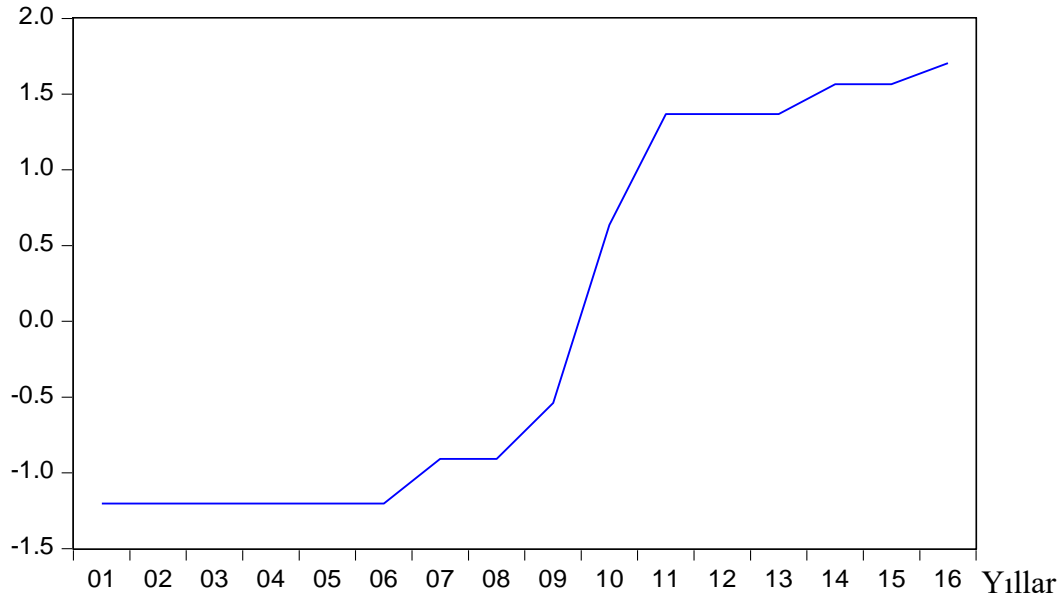


Şekil 3.40. Türkiye’de Bankaların Sistemik Risk Potansiyelleri(V-LAB Institute
(<https://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk> (Erişim Tarihi:3 Eylül 2018))

²² SRISK kurumların büyüklüğünü, kaldırıcını ve riskini dikkate alarak hesaplanan toplulaştırılmış bir risk göstergesidir.

3.3. TÜRKİYE’DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ARAÇLARININ KULLANIMI

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, finansal istikrarsızlığa neden olan ve sistemik riske konu olan faktörleri en aza indirmek adına, makro ihtiyati politika uygulamaları önemli hale gelmiştir. Bu doğrultuda, artan makro ihtiyati politika ihtiyacı sonrası, alınan tedbirlerin kullanımı artmıştır. Makro ihtiyati politika araçlarının kullanımına ilişkin oluşturulan makro ihtiyati politika endeksinden görüldüğü üzere, 2001 sonrası dönemde makro ihtiyati politika araçlarının kullanımının giderek artış eğiliminde olduğu gözükmemektedir (Şekil 3.41). Şekil 3.41 incelendiğinde küresel kriz sonrası gelişmiş ekonomiler tarafından, bu politikalara verilen artan önemde etkisiyle birlikte yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Bunun nedeni ise, finansal sistemin tümüne yayılabilecek risklere karşı proaktif tedbirlerin kullanılmaya başlanması olmuştur.

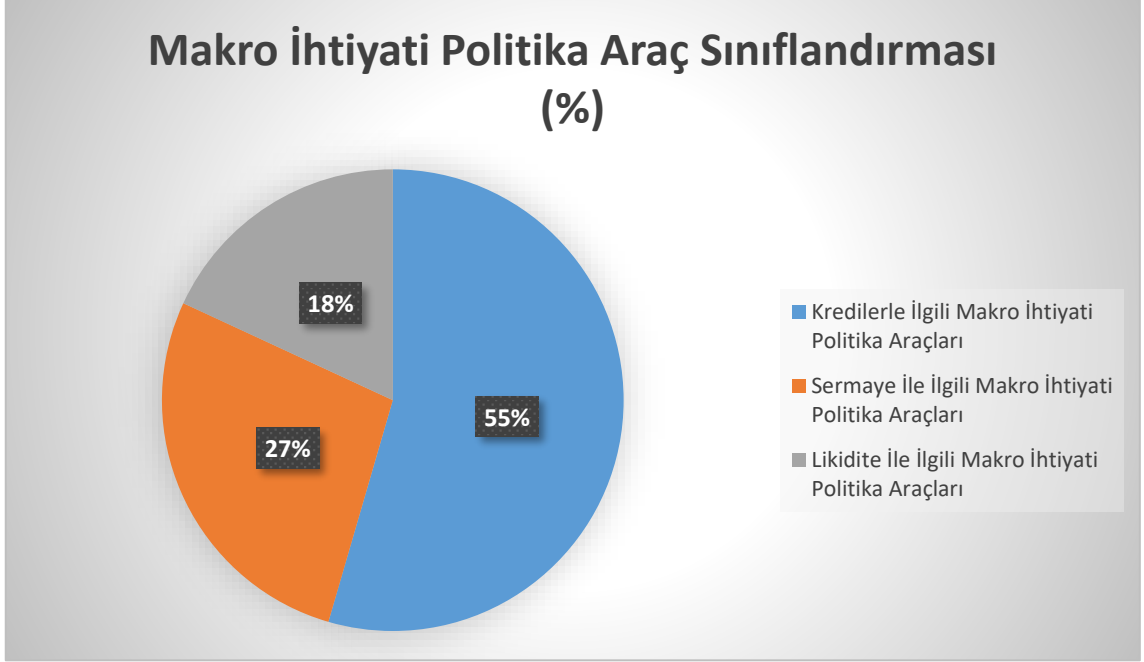


Şekil 3.41. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Endeksi²³

Türkiye’de makro ihtiyati politika araç sınıflandırılmaları bakımından değerlendirildiğinde ise, söz konusu dönemde kullanılan araçların ağırlıklı olarak krediler yönelik ilgili politika araçlarının (%54,5) kullanıldığı gözlenmektedir. Bunu sermayeyle ilgili makro ihtiyati araçları (%27,4) ve likiditeyle ilgili makro ihtiyati politika araçlarının kullanımı izlemiştir (%18,1) (Şekil 3.42). Kullanılan politika araçlarında ise sermaye

²³ Makro İhtiyati Politika Endeksi Yazar Tarafından Temel Bileşenler Analizi Yöntemi yardımıyla elde edilmiştir.

girişlerindeki dalgalanmalar ve buna bağlı olarak sistemik risk endişelerinden dolayı, ağırlıklı olarak TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde geliştirdiği, sermaye girişlerindeki oynaklığı azaltıcı ve kredileri sınırlayan politika araçlarına daha fazla kullanıldığı incelenen dönemde anlaşılmaktadır.



Şekil 3.42. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Araçlarının Sınıflandırması

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE PARA VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİLEŞİMİ

Çalışmanın bu bölümünde, SVAR modeli yardımıyla 2010 yılı birinci çeyreğinden 2018 ikinci çeyreğe uzanan dönemde, Türkiye'de para ve makro ihtiyati politikaların etkileşimine ilişkin istatistiksel analize yer verilecektir. Çalışmada oluşturulan model ile Türkiye'de, bu politikaların ekonomideki istikrar sağlayıcı ileriye yönelik rolleri üzerine tahmin yapılması mümkün olmaktadır. Buna ilişkin olarak öncelikle konuya ilişkin literatür ve teorik bilgiler verilecek, daha sonra ise uygulama yapılacaktır. Dolayısıyla, kullanılan model ve istatistiksel yöntemlerle elde edilen tahminler tartışılacak, Türkiye ekonomisi için etkin politika kombinasyonları, güçlü finansal bir sistem ve etkin para politikası için para ve makro ihtiyati politika arasındaki etkileşim ortaya koyulacaktır.

Çalışmada kullanılacak modelin önceki çalışmalardan farklılığını para ve makro ihtiyati politika kombinasyonlarına dayalı olarak, tam anlamıyla bir politika uygulama analizine yer vermesi oluşturmaktadır. İkinci bir farklılık ise, modelin farklı karar durumları ve bunlara karşılık gelen geçiş yollarını içeren politika çalışmaları için kullanılabilir olmasıdır.

4.1. LİTERATÜR

Bilindiği üzere 2008 Küresel Finans Krizi, fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için yeterli olmadığını göstermiştir. Makroekonomik istikrarın sürdürülebilirliği için, fiyat istikrarını hedefleyen politikalara, bu hedefi tamamlayıcı şekilde, finansal istikrar hedefini de dahil eden politikaların dahil edilmelidir görüşü hakimdir. Son yıllarda yapılan çalışmaların gösterdiği gibi, güçlü finansal sistem etkin para politikası içinde bir ön koşul haline gelmiştir. Bu bağlamda, fiyat istikrarını hedefleyen para politikaları ile finansal istikrarı hedefleyen makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimler kilit öneme sahiptir. Literatürde konunun artan önemine bağlı olarak, para ve makro ihtiyati politikaların etkileşimine yönelik çalışmalar giderek artmaktadır.

Bu çalışmalardan Suh (2012), makro ihtiyati politikalar ve para politikası etkileşimini finansal sürtünmelerinde dahil edildiği Yeni Keynesyen DSGE modeliyle

araştırmıştır. Ampirik sonuçlar konjonktür karşıtı makro ihtiyati politikaların kredi döngüsünü dengelediğini işaret etmektedir. Bununla birlikte çalışmada, makro ihtiyati politikaların borç verme faaliyeti ile ilgili belirsizliği azaltarak, daha fazla kredi ve sermaye birikimini kolaylaştırdığına dair ampirik veriler elde edilmiştir. Öte yandan çalışmada para ve makro ihtiyati politika arasındaki optimal politika seçimi içsel bir dikotomi şeklinde olduğu belirtilmiştir. Bu sonuç, bu politika araçlarının farklı hedef değişkenleri dengelemek için kullanıldığını ifade etmektedir.

Angelini vd. (2014), bir makro ihtiyati politika aracı fonksiyonu da üstlenen sermaye yeterlilikleri ile para politikası arasındaki etkileşimi DSGE modeli ile değerlendirmiştir. Buna göre, ekonomik dinamiklerin arz şokları tarafından yönlendirildiği “normal” zamanlarda, sermaye yeterliliklerinin aktif bir politika aracı olarak kullanılması, sadece merkez bankası istikrar politikalarının uygulandığı duruma göre daha çok katkı sağladığı bulgularına ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada, bir politika aracı olarak sermaye yeterliliklerinin kullanılması, makroekonomik istikrar açısından da önemli kazanç sağladığı şeklinde ampirik veriler elde edilmiştir.

Rubio ve Carrasco-Gallego (2014), iş döngüleri, refah ve finansal istikrar için makro ihtiyati ve para politikalarının etkilerini analiz ettikleri çalışmalarında; konut ve teminat kısıtlamalarına sahip dinamik stokastik genel denge (DSGE) modelini kullanmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, koordineli bir şekilde hareket eden para ve makro ihtiyati politikaların, finansal sistemin istikrarını artırdığını sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada elde edilen bulgular, para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimin, ekonomik sistemin istikrarını da açık bir şekilde artırdığını göstermiştir.

Quint ve Rabanal (2014), Euro bölgeleri ülkelerinde optimal para ve makro ihtiyati politika ilişkisini reel, nominal ve finansal sürtünmeler içeren iki ülkeli DSGE modeli ile araştırmıştır. Buna göre yazarların elde ettiği sonuçlar, makro ihtiyati tedbirlerin makroekonomik oynaklığı azaltmaya, refahı artırmaya ve ulusal para politikasında bulunan eksikliği kısmen tamamlayıcı rol üstlendiği yönündedir.

Doğruel ve Polat (2015), Türkiye için 2010-2014 döneminde konut değişkenleri, para politikası ve makro ihtiyati politikalar arasındaki ilişkiyi Bayesyen yöntemler kullanarak, Yeni Keynesyen DSGE modeli ile tahmin etmiştir. Çalışmada elde edilen ampirik sonuçlar, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kullanılan para politikası rejimlerinin, ikincil bir sonuç olarak konut piyasalarının istikrarını sağlamada yetersiz olduğunu göstermiştir. Ayrıca mevcut kullanılan para ve makro ihtiyati politikaların

ileride oluşabilecek potansiyel konut balonlarını önlemede yetersiz olduğuna dair ampirik bulgulara ulaşılmıştır.

Zdzienicka vd. (2015), VAR analizi yardımıyla ABD kaynaklı para politikası şokları ve makro ihtiyati politikaların etkilerini araştırmaktadır. Tahmin sonuçları, para politikası şoklarının finansal koşullar üzerinde önemli ve kalıcı etkilere sahip olduğunu ve uzun vadeli finansal istikrarsızlığı azaltabileceğini işaret etmektedir. Diğer taraftan çalışmada, makro ihtiyati politika tedbirlerinin etkisi ise genellikle hızlı ancak daha kısa süreli olduğuna ilişkin ampirik veriler elde edilmiştir. Ayrıca çalışmada elde edilen bulgular, ABD politika faizindeki dışsal bir artışın, diğer ülkeler ait kredi ve konut fiyatlarını azaltıcı bir etkiye sahip olurken, makro ihtiyati tedbirlerin sınır ötesi yayılma etkilerinin olmadığı yönündedir.

Sekmen ve Şıklar (2016), Bayesian yöntemler kullanılarak, Türkiye için makro ihtiyati politika aracını içerecek şekilde oluşturulan Yeni Keynesyen DSGE modeli tahmin etmişlerdir. Ampirik sonuçlar, makro ihtiyati politikaların finansal dalgalanmaları azaltmada daha etkili olduğunu işaret etmektedir. Öte yandan, para politikası ile birlikte makro ihtiyati politikaların kullanılması bir çok ekonomik koşul altında makroekonomik istikrar ve refah artışına katkı sağlamaktadır.

Kiley ve Sim (2017), para ve makro ihtiyati politikaların etkileşimini incelemek için, nominal katılıklar ve finansal araçların dahil edildiği hesaplanabilir genel denge modelinden faydalanmıştır. Çalışmada tahmin edilen modelde, para politikasının kredi döngülerine güçlü bir şekilde yanıt vermemesi gerektiği ve finansal şoklara karşı kısmen başarılı olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Konjonktür karşıtı makro ihtiyati politika araçlarının ise refahı artırıcı yönlü bir etkisi bulunmuştur. Ancak, çalışma bu yönde uygulanan makro ihtiyati politika araçlarının önemli uygulama zorluklarıyla karşı karşıya olduğunu ifade etmektedir.

Poutineau ve Vermandel (2017), Avrupa Parasal Birliği'nde ulusal makro ihtiyati politikaların tanımlanmasında sınır ötesi kredilendirmenin rolünü iki ülkeli Yeni Keynesyen DSGE modeli ile analiz etmiştir. Analiz sonuçları, ülkeye özgü ulusal kredi/GSYİH oranı hedeflemesinin kredi döngülerini daha dengeleyici özellik taşıdığına işaret etmektedir. Çalışmada, makro ihtiyati politikanın aktarım kanalı, kredi üretiminin marjinal maliyetini ve dolayısıyla finansal araçları doğrudan etkilediği için, ulusal kredi sisteminin evrimine tepki veren politikaları daha etkin olduğu yönünde ampirik bulgular elde edilmiştir. Ayrıca, uluslararası kredi akımlarının, Euro bölgesinde optimal makro

ihtiyati politikaların kullanılması üzerinde karışık etkilere sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Doojav ve Batmunkh (2018), ihracatı emtiyaya bağlı ekonomide para ve makro ihtiyati politikaların etkilerini, yeni Keynesyen DSGE modeli ile analiz etmiştir. Model Bayesyen yöntemler kullanılarak, Moğolistan için 2010-2014 üç aylık dönemlerini kapsayacak şekilde oluşturulmuştur. Çalışmada elde edilen başlıca sonuçlar şu şekildedir: dışsal ve kamu harcama şoklar iş döngülerin dalgalanmalarında önemli bir etkisi vardır; sermaye ve zorunlu karşılıklar kredi büyümesinde daha etkilidir; politika faizi, makro ihtiyati politika araçlarıyla kıyaslandığında enflasyon ve döviz kurları üzerindeki etkisi daha güçlüdür; makroekonomik ve para politikası önlemlerinin kombinasyonu refah kaybının azaltılmasında önemlidir. çalışmada elde edilen ampirik sonuçlar özetle, para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimlerin hem makroekonomik hem de finansal istikrar sağlayacağı yönündedir.

Kim ve Mehrotra (2018), Asya-Pasifik bölgesinde enflasyon hedeflemesini benimseyen ekonomilerde para ve makro ihtiyati politikaların etkilerini yapısal panel VAR modeliyle analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre, para ve makro ihtiyati politikaların reel GSYİH, fiyat seviyesi ve kredi hacmi gibi kilit makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin benzer yönde ve negatif yönde olduğu temel bulgusu elde edilmiştir.

Son olarak Silvo (2018), para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimi Yeni Keynesyen DSGE modeli ile araştırmıştır. Bulgular, finansal sürtünmenin mevcut olduğu durumda en uygun politikanın, para ve makro ihtiyati politikaların birlikte yürütülmesi olduğuna işaret etmektedir.

4.2. VERİ SETİ VE YÖNTEM

4.2.1. Yapısal Vektör Otoregresyon (Structural Vector Auto Regression (SVAR)) Modeli

Bu çalışmada para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimi belirleyebilmek için Kim vd. (2018)'i takiben SVAR modeli tercih edilmiştir. Tercih edilen bu model esasen VAR modelinin yapısal özellik taşıyan forma dönüşmesi suretiyle modellenmektedir. Diğer bir deyişle Breitung vd (2004) ve Lütkepohl (2005)'in de belirttiği üzere, SVAR modeli VAR modeline dayalı olarak geliştirilmiş olup, modelin

bünyesinde taşıdığı yapısal özellikler ve modelin tahmininde uzun vadeli kısıtlar konularak etki tepki fonksiyonunun elde edilmesi avantajına sahiptir. Bu doğrultuda, SVAR modeli Sims(1980)'in geliştirdiği VAR modelinden hareketle, K boyutlu ve dışsal değişkenlerinde modele dahil edilecek şekilde türetilen VAR(p) modelidir. Modelin türetilişine ilişkin bilgilere ise aşağıda yer verilmektedir.

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + D_t + u_t \quad (4.1)$$

4.1 nolu eşitlikte y_t gözlemlenebilen içsel değişkenleri kapsayan K elemanlı bir vektörü ifade etmektedir. A_i KxK boyutlarındaki katsayı matrisi iken, D_t sabit terim, u_t ise hata terimlerini kapsayan pozitif tanımlı kovaryans matrisidir (Lütkepohl, 2005, s. 13). 4.1 nolu eşitlikte yer verilen y_t 'nin durağan değişkenlerde meydana gelen şokun diğer değişkenler üzerindeki etkileri ise 4.2 nolu eşitlikte verildiği gibi ortaya çıkmaktadır.

$$y_t = \Phi_0 u_t + \Phi_1 u_{t-1} + \Phi_2 u_{t-2} + \dots, \quad (4.2)$$

4.2 nolu denklemde 4.1 nolu denklemde yer verilen KxK matrisi $I_k = \Phi_0$ olmakta ve buna göre Φ_s 4.3 nolu eşitlikte verildiği gibi elde edilir:

$$\phi_s = \sum_{j=1}^s \phi_{s-j} A_j, \quad s = 1, 2, \dots, \quad (4.3)$$

4.3 nolu eşitlikte $j > p$ için $A_j = 0$ 'dır ve Φ_s matrisinde (i,j)inci elemanlar y_t bir birim değişime karşılık y_{t+s} tepkisini göstermektedir. Dolayısıyla 4.3 nolu eşitlik etki tepki fonksiyonunu ifade etmektedir. Öte yandan, oluşturulan bu etki tepki fonksiyonundan hareketle toplam uzun dönemli etkiler ise aşağıda verilen 4.4 nolu eşitlik yardımıyla tahmin edilmektedir.

$$\phi = \sum_{s=0}^{\infty} \phi_s = (I_k - A_1 - \dots - A_p)^{-1} \quad (4.4)$$

Çalışmada kullanılan SVAR modelinde ise VAR modeliyle benzer şekilde etki tepki fonksiyonları elde edilmektedir. Ancak burada değişkenlerin sıralaması etki tepki analizi sonuçlarını önemli ölçüde etkilediğinden iktisat teorisinden faydalınarak kısıt koyulmalıdır. Buna göre aşağıda A ve B matrisleri üzerinde kısıtlar koyulmak suretiyle SVAR Modeline ilişkin etki tepki fonksiyonuna yer verilmektedir.

$$A y_t = A_1^* y_{t-1} + \dots + A_p^* y_{t-p} + B \varepsilon_t \quad (4.5)$$

4.1.2. Veri Seti

Türkiye’de para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimi belirleyebilmek için oluşturulan ampirik model 2010 1. çeyrek 2018 2. çeyrek dönemlik zaman aralığında verilerle analiz edilmiştir . Model, iki politika aracı da dahil olmak üzere beş içsel değişkenden oluşmaktadır: reel GSYİH(RGSYİH), politika faiz oranı (r) ve hazırlanan makro ihtiyati politika değişkeni²⁴ (Mİ), para politikası için hedef değişken olarak tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ve makro ihtiyati politika hedefi olarak özel sektöre açılan toplam kredi miktarı (KREDİ) olarak kullanılmaktadır. Çalışmada ayrıca McCauley vd. (2015), Kim ve Shin (2015), Chen vd. (2016) ve Kim ve Mehrotra(2018)’de ABD’de ekonomik durumun ve para politikasının sınır ötesi ülkelerde reel ekonomi, finansal koşullar ve para politikası üzerinde etkisi olduğu vurgulandığından, Fed politika faizi (US_r) ve reel GSYİH (US_RGDP) verileri kullanılmıştır. Türkiye’ye ilişkin veriler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) tarafından elde edilirken, ABD’ye ait veriler ise Federal Reserve Bank veritabanından sağlanmıştır. Çalışmada oluşturulan modelde yer alan değişkenlerden politika faiz oranı ve FED politika faiz oranı değişkeni dışındaki dışındaki değişkenlerin logaritmik dönüşümleri yapıldıktan sonra modele sokulmuştur.

4.3. AMPİRİK BULGULAR

4.3.1. Birim Kök Testi

Çalışmada ilk olarak Yapısal VAR analizi yapabilmek için modelde yer alan zaman serilerinin durağan özellik taşıması gerektiğinden, modelde kullanılan zaman serilerinin durağanlıkları sınanmıştır. Durağanlık sınaması için Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) (1981) ve Phillips-Peron (PP) (1988) birim kök testleri aracılığıyla araştırılmıştır. Test sonuçları Tablo 4.1’de gösterilmektedir.

²⁴ Makro ihtiyati politika değişkeni Kim ve Mehrotra(2018) takip edilerek, makro ihtiyati tedbirler bir endekste toplanması suretiyle oluşturulmuştur. Buna göre ilgili dönemde makro ihtiyati politikada sıkılaştırma yapıldığında, makro ihtiyati tedbir türüne ve yoğunluğuna bakılmaksızın, endeksin seviyesi bir birim artırılmıştır. Endeksin yeni değeri, başka bir politika eylemi gerçekleşene kadar sürdürülerek, örneğin aynı çeyrekte iki sıkılaştırma tedbiri alırsa, bu çeyrekte endeks değeri iki birim artış göstermektedir.

Tablo 4.1. ADF, PP Birim Kök test İstatistiği Sonuçları

Değişkenler.	ADF	PP
LRGSYİH	-2.19	1.97
Δ LRGSYİH	-3,93**	-4,00**
r	-1.62	-1.51
Δ r	-3.44***	-3.44***
LKREDİ	-2.67	-3.00
Δ LKREDİ	-3.59**	-4.30*
US_r	3.73	2.48
Δ US_r	-3.56**	-3.42***
LUS_RGSYİH	-2.54	-2.57
Δ LUS_RGSYİH	-6.20*	-6.22*
LTÜKETİM	-2.98	-1.78
Δ LTÜKETİM	-4.02**	-11.12*
LRER	-1.94	-2.18
Δ LRER	-4.76*	-4.70*

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde ADF ve PP Birim Kök Testleri için H_0 hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir.

Tablo 1'e göre modelde yer verilen tüm değişkenlerin düzey değerlerinde durağan olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, modelde ele alınan değişkenlerden $I(0)$ düzeyinde durağan olmadığından, birinci farkları alındıktan sonra durağan hale geldiği görülmektedir. Bu nedenle ele alınan değişkenlerin tümü $I(1)$ seviyesinde durağandır.

4.3.2. Yapısal VAR (SVAR) Analizi

Çalışmanın bu kısmında modelde yer verilen değişkenlerin durağanlık seviyeleri belirlendikten sonra, farklı senaryolar altında Blanchard-Quah tipi Yapısal Var modeli tahmin edilerek para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşim incelenmiştir. Bu doğrultuda, uzun dönemli etkiler dikkate alınarak oluşturulan etki-tepki fonksiyonları analizi ile modelde yer alan değişkenlerin karşılıklı etkileşimleri hesaba katılarak politika bileşiminin değerlendirilmesi mümkün olmaktadır. Çünkü Yaylalı ve Lebe (2011, ss. 39-

40)'in de ifade ettiği üzere etki-tepki fonksiyonları; rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalılık şok karşısında modeldeki içsel değişkenlerin şuan ki ve ilerideki değerlerine olan etkisini yansıtmaktadır. Buna ilaveten, etkide bulunan değişkenlerin etkileşimleri dikkate alınarak bir politika aracının kullanımı konusunda fikir veren bir sistem olarak değerlendirilebilir.

Yapısal VAR modeline dayalı ilk senaryoda içsel değişkenler vektörü, y_t , [RGSYİH, KREDİ, TÜFE, Mİ, r] olarak belirlenirken, dışsal değişkenler vektörü, x_t , [US_RGDP, US_r] olarak oluşturulmuştur. Söz konusu modelde gecikme uzunluğu ise Tablo 4.2'de yer verilen gecikme sayısı kriterlerine göre 4 olarak seçilmiştir.

Tablo 4.2. Yapısal VAR Modelinde Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme Uzunluğu	LogL	AIC	SC	HQ
0	248.06	-16.07	-15.36*	-15.85
1	282.80	-16.74	-14.85	-16.15
2	302.41	-16.37	-13.30	-15.41
3	326.79	-16.33	-12.08	-15.00
4	388.36	-18.85*	-13.43	-17.15*

Not: Tabloda yer verilen AIC Akaike bilgi kriterini, SC Schwarz bilgi kriterini, HQ Hannan-Quinn bilgi kriterini ifade etmektedir. * ise gecikme kriterleri tarafından seçilen optimal gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

Tahmin edilen yapısal VAR modelinin uygunluğunun tespiti için ise modelde otokorelasyon sorununun olup olmadığını belirleyebilmek amacıyla LM Testi, değişen varyans sorunun varlığının tespiti amacıyla White testi ve modelde normallik sınaması içinde Jarque-Bera testleri yapılmıştır. Tablo 4.3'de yer verilen otokorelasyon testi sonuçlarına göre gecikmede otokorelasyonun olmadığı şeklindeki H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Buna göre modeldeki hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4.3. Otokorelasyon-LM Test Sonuçları

Gecikme	LM Testi	Prob
1	21.42	0.66
2	23.73	0.53
3	18.66	0.81
4	27.97	0.30
5	20.10	0.74
6	28.44	0.28

Hata terimlerinin varyansının tüm örneklem için sabit olduğunu belirleyebilmek amacıyla yapılan White değişen varyans testi sonuçlarına ise Tablo 4.3’de verilmiştir. White testi sonucu incelendiğinde tahmin edilen modelde değişen varyans sorunu bulunmamaktadır. Diğer bir deyişle hata terimlerinin varyansının tüm gözlemde aynıdır.

Tablo 4.4. White Değişen Varyans Testi Sonuçları

Ki-Kare İstatistiği	Prob
365.44	0.41

Normallik testine ilişkin sonuçlara ise Tablo 4.4 ‘de verilmiştir. Elde edilen çıkan sonuçlara göre değişkenler tek tek ve birlikte normal dağılıma sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 4.5. Normallik Testi Sonuçları

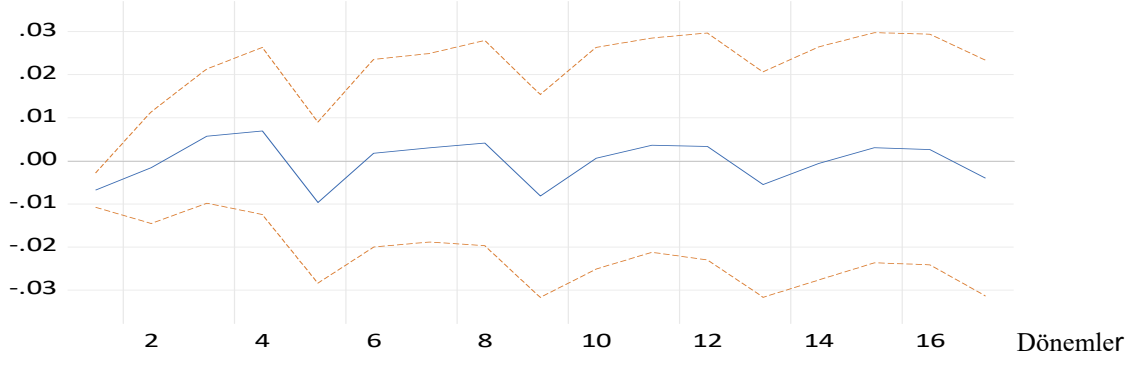
Bileşen	Jarque-Bera Test Sonucu	Prob
1	1.048	0.30
2	0.358	0.54
3	0.001	0.97
4	0.063	0.80
5	2.05	0.15
Birlikte	3.52	0.61

Çalışmada oluşturulan model yapısı ise, para politikası şoklarını tanımlayan Christiano vd. (1999) tarafından geliştirilen modelin bir uzantısı şeklinde ifade edilebilir. Söz konusu modelde, parasal otoritenin reel GSYİH ve fiyat seviyesi gibi cari ve gecikmeli değerleri gözlemledikten sonra para politikası aracının belirlenmesine izin verilmektedir. Çalışmada, belirleyici varsayımlar altında finansal istikrar hedeflerin dikkate alınması amacıyla, para otoritesinin kredi koşullarını da hesaba katarak politika faiz oranını belirlediği kriteri yardımıyla model oluşturulmuştur. Bailliu vd. (2015)'in çalışmalarında oluşturdukları kuramsal modelde bu çalışmayla benzer bir şekilde, parasal otorite için genişletilmiş Taylor kuralını ele almaktadır. İlgili çalışmada politika faiz oranı kredi büyümesinin durağan durum değerinden sapmasına olan tepkisi şeklinde belirlendiği ifade edilmiştir.

Modelde makro ihtiyati politikalar ise, kredi gibi mevcut finansal koşullar göz önünde bulundurularak belirlendiği varsayımı yapılmaktadır. Bununla birlikte CFGS(2010), Quint ve Rabanal(2014), Angelini vd. (2014) ve Gelain ile Ilbas (2017) gibi son zamanlardaki bazı çalışmalar, makro ihtiyati politikaların çıktıyı dengeleme yönlü olarak belirlendiğini belirtmektedir. Ayrıca, merkez bankasının para politikası otoritesi olmasının yanı sıra makro ihtiyati politika otoritesi de olması durumunda makro ihtiyati politikaları fiyat gelişmelerini de hesaba katması gerekliliği bulunmaktadır. Bu çerçevede geliştirilen model, makro ihtiyati politikaların eş zamanlı olarak krediye, çıktıya ve fiyatlara da tepki vermesine izin verilecek şekilde oluşturulmuştur.

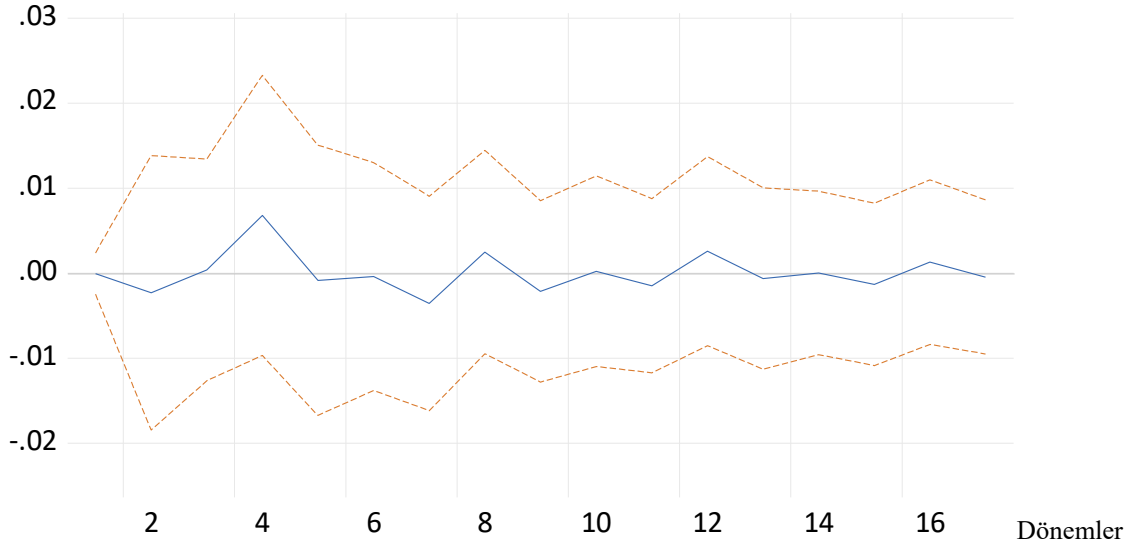
Bu açıklamalar doğrultusunda tahmin edilen yapısal VAR modeline ilişkin etki-tepki analizi aracılığıyla, bir değişkende meydana gelen bir birim şokun değişken üzerindeki etkilerini gösteren %90 olasılık bandındaki analiz sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir. Analiz sonuçlarında çalışmadaki odak noktamız, makro ihtiyati politika şoklarına ve para politikası şoklarına olan tepkiler olduğundan bu şoklara ilişkin sonuçlara yer verilmektedir.

Şekil 4.1'e göre reel GSYİH makro ihtiyati politika şokuna karşılık ilk iki çeyrekte negatif fakat artış yönlü tepki verirken, bu tepkiler üçüncü çeyrekte itibaren artış yönüne dönmekte ve sonraki dönemlerde dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu dalgalı seyir on altıncı çeyrekte itibaren yerini negatif ve düşme yönlü eğilime bırakmaktadır.



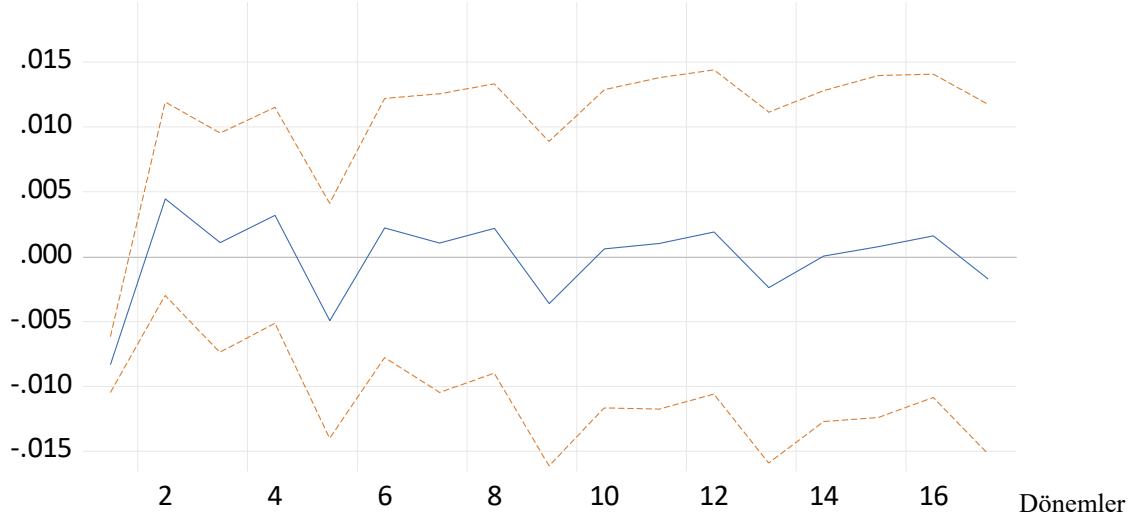
Şekil 4.1. Reel GSYİH'nin Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi

Şekil 4.2'ye göre makro ihtiyati politika şoklarının krediler üzerinde, ilk iki çeyrekte negatif ve azalış yönlü etkiler ortaya koymakta ve sonrasında ise dalgalı bir seyir gözlenmektedir. Şokların etkisi sonraki dönemlerde hafiflemekle birlikte on altıncı çeyrekte itibaren kredilerde negatif yönlü etkiler ortaya çıkarmaktadır.



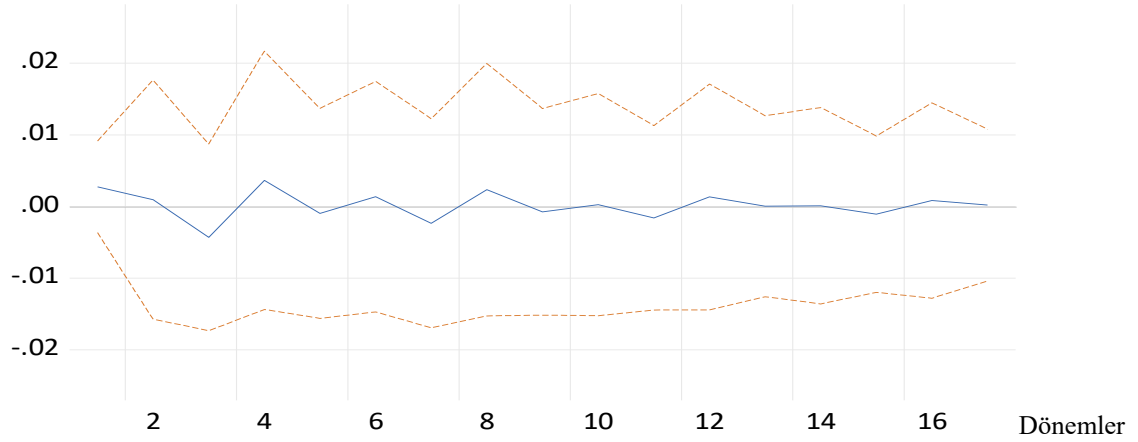
Şekil 4.2. Kredilerin Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi

Enflasyon oranı üzerinde makro ihtiyati politika şoklarının etkisini gösteren Şekil 4.3'e göre, enflasyon oranı reel GSYİH ile benzer etkiler gösterirken, bu etki ilk iki çeyrekte negatif fakat artış yönünde etkiler şeklindedir. Sonraki süreçte şoklara karşı dalgalı tepkiler veren enflasyon oranı, on altıncı çeyrekte itibaren ise makro ihtiyati politika şoklarına negatif yönlü tepki vermektedir.



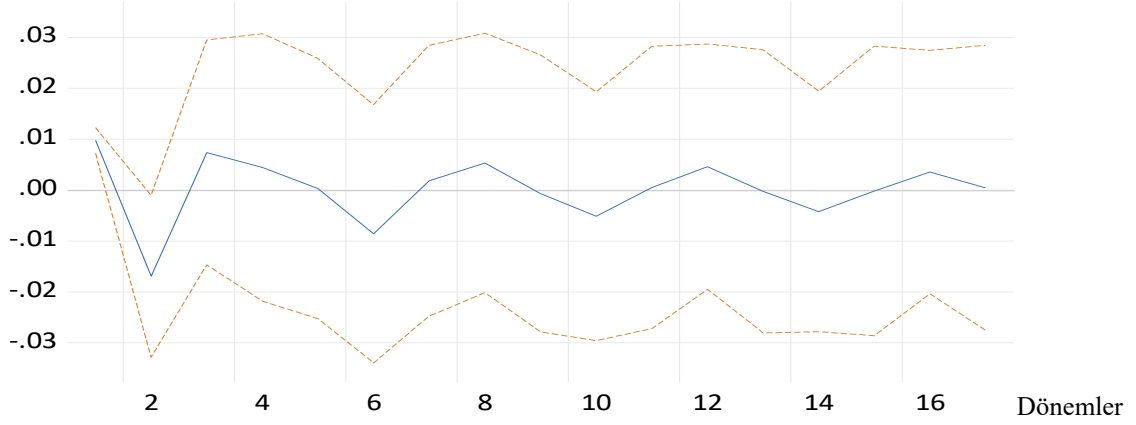
Şekil 4.3. Enflasyon Oranının Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi

Makro ihtiyati politika şoklarına politika faizleri üzerindeki etkisi ise ilk dönemlerde pozitif ve azalış yönünde etkiler ortaya çıkarırken, sonraki dönemlerde dalgalı ve diğer değişkenlere göre nispeten küçük etkileri olduğu görülmektedir (Şekil 4.4).



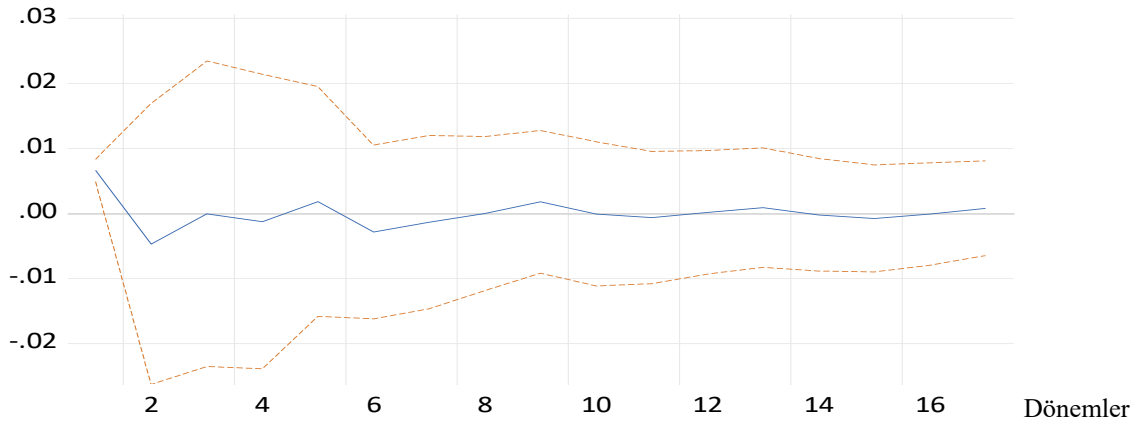
Şekil 4.4. Para Politikasının Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi

Öte yandan para politikası şoklarının reel GSYİH üzerindeki etkilerinin görülebileceği Şekil 4.5'e göre, Reel GSYİH başlangıçta pozitif ancak düşüş yönünde bir etki gösterdikten sonra, birinci çeyrek sonuna doğru negatif etkide bulunmaktadır. Daha sonra ise bu etki, yaklaşık on altı çeyrek boyunca dalgalanma gösterdikten sonra tekrar pozitif fakat düşüş yönünde uzun dönemli etki göstermektedir.



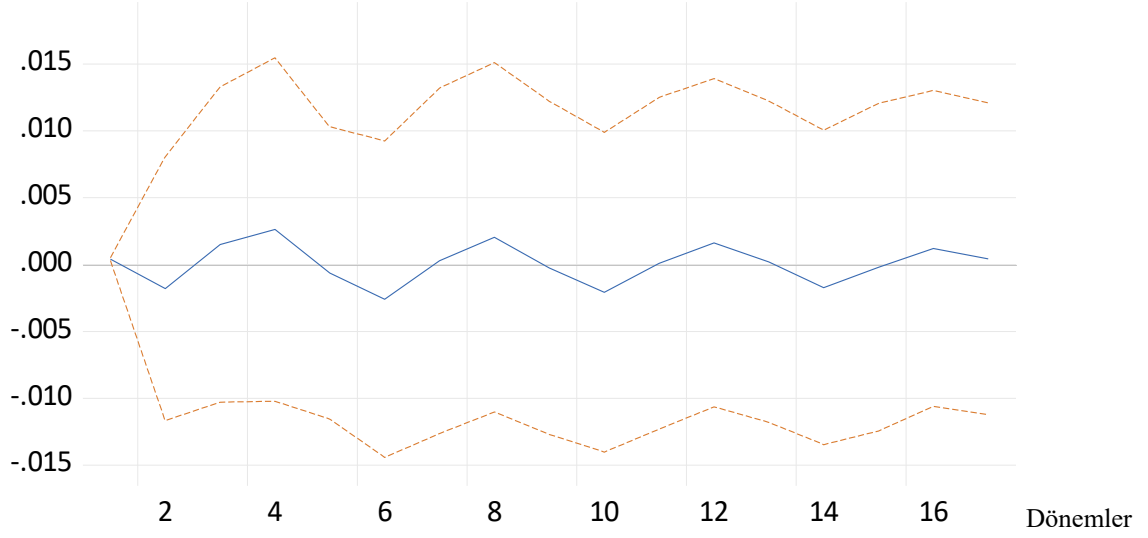
Şekil 4.5. Reel GSYİH'nin Para Politikası Şokuna Tepkisi

Kredilerin para politikası şoklarına ilk çeyrekte pozitif ve fakat düşme yönünde tepki verirken, bu tepkiler ikinci çeyrekte azalış yönüne dönmekte ve dalgalı bir seyir izlemektedir (Şekil 4.6). İlk altı çeyrekte görece daha şiddetli bir dalgalanma gözlenirken, bu dalgalanmalar daha sonra azalmaktadır. Diğer bir deyişle bu durum kredilerin, para politikası şoklarına ilk dönemlerde daha duyarlı olduğu şeklinde değerlendirilebilir.



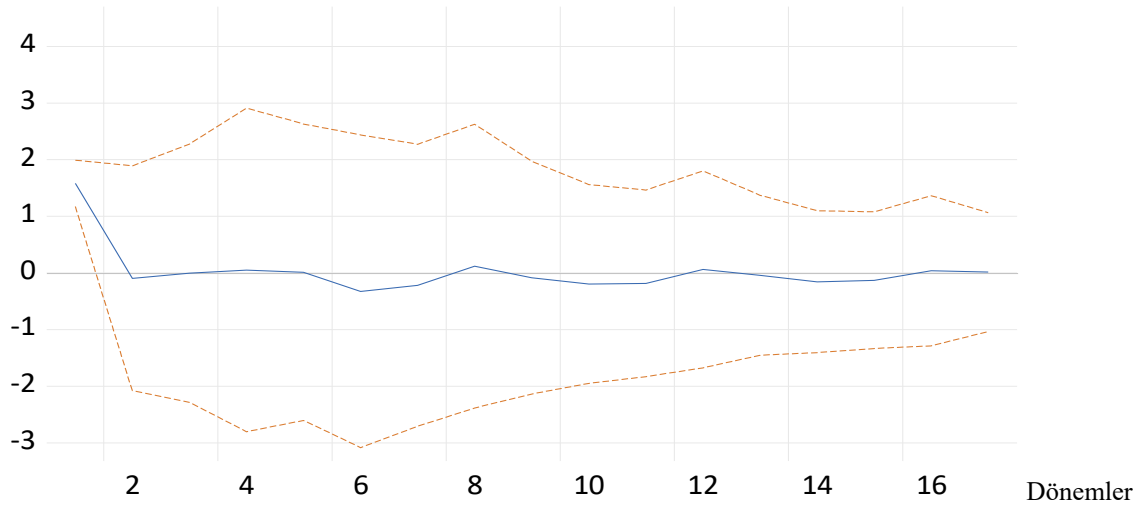
Şekil 4.6. Kredilerin Para Politikası Şokuna Tepkisi

Enflasyon oranı ise para politikası şoklarına negatif ve azalış yönünde tepki verirken, sonraki çeyrek dönemlerde diğer değişkenlerle benzer şekilde dalgalanmaktadır (Şekil 4.7). Enflasyon oranı para politikası şoklarına on altıncı çeyrekte itibaren pozitif bir tepki verse de bu tepki azalış yönlü gerçekleşmektedir.



Şekil 4.7. Enflasyon Oranının Para Politikası Şokuna Tepkisi

Son olarak ise makro ihtiyati politikaların para politikası şoklarına ne yönde bir tepki verdiğine yönelik Şekil 4.8’den izlenebileceği üzere, ilk çeyrekte pozitif fakat düşüş yönlü bir tepki verdiği gözlenmektedir. İkinci çeyrekte negatif yönde tepkisi altıncı çeyreğe kadar belirgin bir değişim göstermemekle birlikte, makro ihtiyati politikaların para politikası şoklarına tepkisi genel itibariyle küçük ancak düşüş yönlüdür.



Şekil 4.8. Makro İhtiyati Politikaların Para Politikası Şokuna Tepkisi

4.4.YAPISAL VAR MODELİ ANALİZ BULGULARINA İLİŞKİN GENEL DEĞERLENDİRME

Yapısal VAR modeline ilişkin elde edilen bulgularına göre, para politikası için hedef değişken olan enflasyon oranı ve makro ihtiyati politika hedefi olarak belirlenen kredi değişkeni üzerinde, hem makro ihtiyati politika hem de para politika şoklarının istatistiksel olarak anlamlı bir düşüğe neden olmaktadır. Yani, elde edilen bu bulgular daraltıcı para politikasının yalnızca fiyat seviyesini değil, aynı zamanda kredi seviyesini düşürdüğünü ima etmektedir. Ancak burada belirtilmesi gereken önemli bir husus, para politikası şoklarına değişkenlerin fiyat seviyesi ve kredi seviyesi üzerindeki düşürücü etkisi iktisat teorisine uygun şekilde gecikmeli gerçekleşmektedir. Öte yandan daraltıcı makro ihtiyati politika uygulamalarının da sadece krediler üzerinde değil, enflasyon oranını da azaltıcı etkilerde bulunduğunu göstermektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında temel sebep ise çalışmada elde edilen bulgulardan görülebileceği üzere makro ihtiyati politikaların toplam talebi etkileyerek reel GSYİH’i düşürücü etkide bulunmasıdır. Diğer bir ifade ile makro ihtiyati politikaların kredi kanalı üzerinden toplam talebi etkilemesidir.

Etki-tepki analizlerinden elde edilebilecek diğer bir bulguysa, politika araçları arasındaki gözlemlenen etkileşimlerdir. Şöyle ki makro ihtiyati politika şokuna karşılık olarak politika faizi de düşüş göstermektedir. Bu durum Kim ve Mehrotra (2018, s. 978)’de bir daraltıcı makro ihtiyati politika şokundan sonra gerileme gösteren enflasyon oranını dengelemek için bir içsel politika eylemi olarak değerlendirilebileceğini belirtilmiştir. Alpan ve Zubiry (2017)’de bu durumu destekler nitelikte ampirik bulgulara ulaşmıştır. Yazarlar çalışmalarında elde ettikleri bulgular neticesinde, politika faizini daraltıcı bir makro ihtiyati politika şokuna tepki olarak Taylor kuralı çerçevesinde azalttığını belirtmektedir. Ayrıca benzer bir durum daraltıcı para politikası şoklarını takiben makro ihtiyati politikaların genişletici yönde tepki vermesi nedeniyle de gözlenmektedir. Bu, para politikası şoklarının kredi koşullarındaki değişikliklere içsel bir politika tepkisi olarak değerlendirilebilir. Bruno vd. (2017)’nin, faiz oranı ile birikimli makro ihtiyati politika eylemleri arasında pozitif bir korelasyon olduğu bulgusu bu değerlendirmeyi destekler niteliktedir. Çalışmada elde edilen bulgular bu değerlendirmeler ışığında değerlendirildiğinde, genel itibariyle Türkiye’de makro ihtiyati politika ve para politikası arasında içsel politika tepkisi etkileşimi olduğu söylenebilir.

4.5.YAPISAL VAR MODELİNİN GENİŞLETİLMESİ VE MODELİN SAĞLAMLIĞI

Çalışmanın bu alt bölümünde Yapısal Var Modeline dayalı analiz genişletilerek, makro ihtiyati politika ve para politikası şoklarının aktarım mekanizmasını araştırılması amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda ilk olarak hem makro ihtiyati politika şokları hem de para politikası şoklarının, krediler üzerindeki etkisi aracılığı ile tüketimi ve yatırım etkileyebilmektedir varsayımı sınanmaktadır. Bu çerçevede, tüketim ve yatırım değişkenlerini birer birer modele dahil edilerek tahmin edilmiştir. Modelin gecikme uzunluğu ise gecikme sayısı kriterlerine göre 3 olarak belirlenmiştir (Tablo 4.6 ve Tablo 4.7).

Tablo 4.6. Tüketim Değişkenin Dahil Edildiği Model Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme Uzunluğu	LogL	AIC	SC	HQ
0	281.47	-19.51	-18.65	-19.25
1	332.62	-20.63	-18.04	-19.86
2	391.25	-22.31	-17.99	-21.03
3	485.79	-26.65*	-20.60*	-24.85*

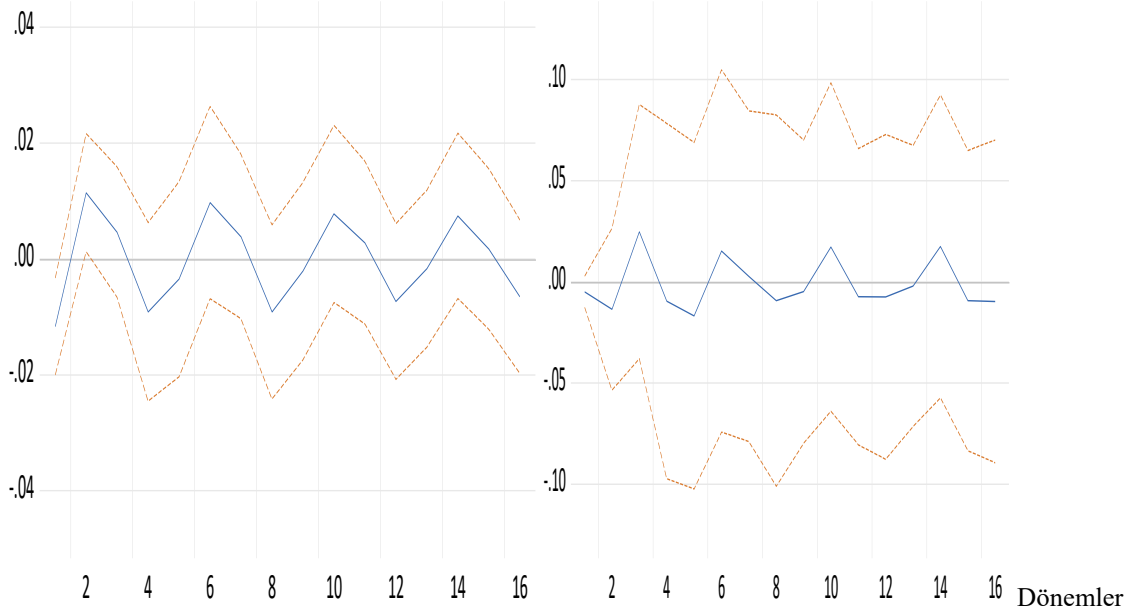
Not: Tabloda yer verilen AIC Akaike bilgi kriterini, SC Schwarz bilgi kriterini, HQ Hannan-Quinn bilgi kriterini ifade etmektedir. * ise gecikme kriterleri tarafından seçilen optimal gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

Tablo 4.7. Yatırım Değişkenin Dahil Edildiği Model Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme Uzunluğu	LogL	AIC	SC	HQ
0	273.60	-17.04	-16.19	-16.77
1	340.91	-19.12	-16.60	-18.32
2	391.61	-20.10	-15.90	-18.76
3	469.00	-22.86*	-16.98*	-20.98*

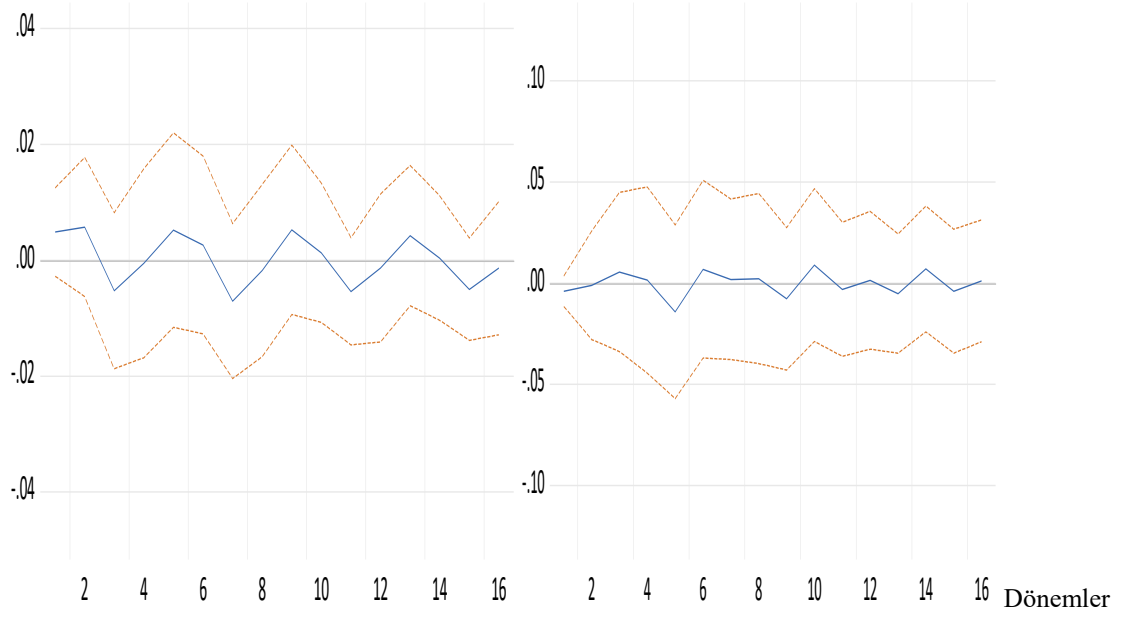
Not: Tabloda yer verilen AIC Akaike bilgi kriterini, SC Schwarz bilgi kriterini, HQ Hannan-Quinn bilgi kriterini ifade etmektedir. * ise gecikme kriterleri tarafından seçilen optimal gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

Şekil 4.9, makro ihtiyati politika şoklarının dalgalı bir seyir izlese de hem özel tüketimi hem yatırımı azaltıcı yönde etki gösterdiğini göstermektedir.



Şekil 4.9. Tüketim ve Yatırımların Makro İhtiyati Politika Şokuna Tepkisi

Şekil 4.10 ise, para politikası şoklarının tüketim üzerinde ilk iki çeyrekte pozitif seyrettikten sonra, düşüş yönlü bir etkide bulunduğunu gösterirken, üçüncü çeyrekte itibaren negatif etkide bulunmaktadır. Sonraki dönemlerde ise bu etki, dalgalanmalar gösterse de on dördüncü çeyrekte politika şoklarının tüketim üzerinde negatif bir etki gösterdiği gözlenmektedir. Bu durum para politikası sıkılaştırılmasının, faiz oranlarındaki artış nedeniyle borç veren hanehalkı tüketimini ve yatırımı da azaltmaktadır şeklinde değerlendirilebilir. Ancak burada dikkat çeken önemli bir husus, para politikası şoklarına tüketimin etkilerinin makro ihtiyati politika şoklarına göre daha gecikmeli gerçekleşmesidir.



Şekil 4.10. Tüketim ve Yatırımların Para Politikası Şokuna Tepkisi

Modelde bir sonraki aşamada ise döviz kuru hareketlerinin önemli bir aktarım kanalı olmasından dolayı, model reel döviz kurunu içerecek şekilde genişletilmektedir. Modelin gecikme uzunluğu ise AIC gecikme sayısı kriteri tercih edilerek 3 olarak belirlenmiştir (Tablo 4.8).

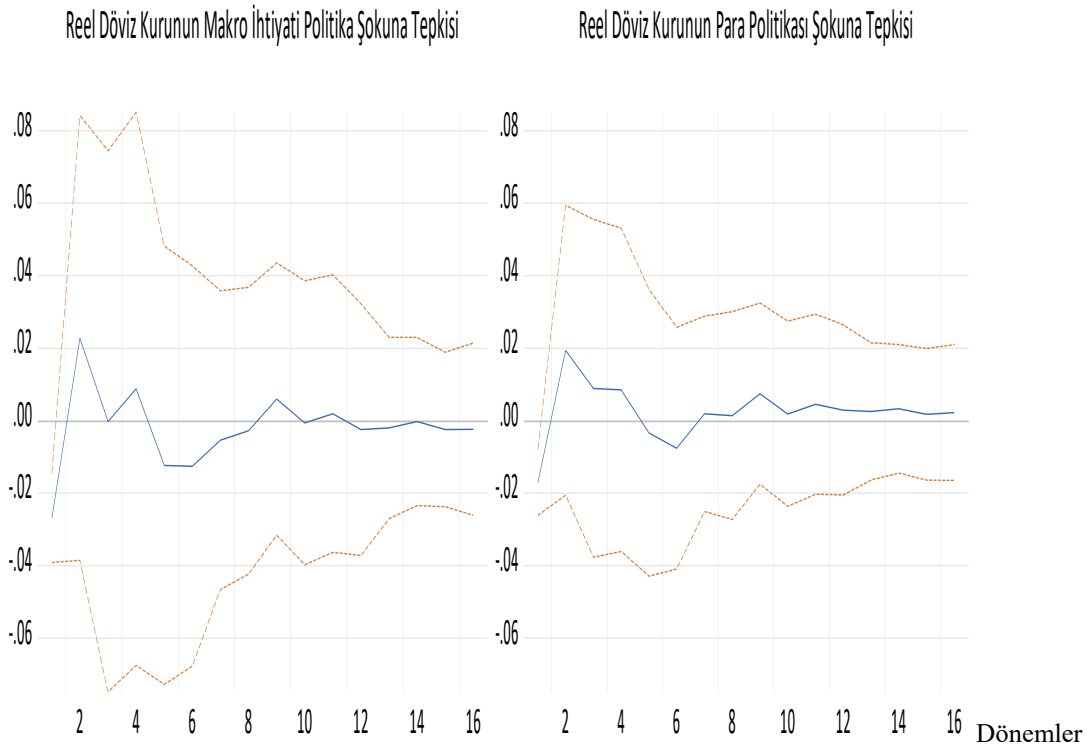
Tablo 4.8. Reel Döviz Kuru Dahil Edildiği Model Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme Uzunluğu	LogL	AIC	SC	HQ
0	325.23	-20.48	-19.64*	-20.21
1	369.94	-21.06	-18.54	-20.25*
2	397.26	-20.48	-16.28	-19.13
3	457.79	-22.11*	-16.23	-20.23

Not: Tabloda yer verilen AIC Akaike bilgi kriterini, SC Schwarz bilgi kriterini, HQ Hannan-Quinn bilgi kriterini ifade etmektedir. * ise gecikme kriterleri tarafından seçilen optimal gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

Modelde Glocker ve Towbin (2012)'de belirtildiği gibi, kredi koşullarını sıkılaştırıcı makro ihtiyati politikalar ve bunu izleyen bir politika faiz kuralı durumunda döviz kurları değer kaybetmektedir. Yine Bruno ve Shin (2015), yerel para biriminin değer kaybetmesinin finansal koşulları sıkılaştırdığı, bu durumda kur uyumsuzluğu oluşması nedeniyle borçluların bilançolarının zayıflamasına yol açmaktadır. Bu da bankaların daha az risk alma olasılığını düşürerek, bankaların kredi verme eğilimini azaltmasıyla sonuçlanmaktadır.

Şekil 4.11'de verilen sonuçlara göre, para politikası ve makro ihtiyati politikası şoklarının başlangıçta reel döviz kuruna üzerinde negatif bir etkisi bulunmaktadır. Ancak uzun vadede makro ihtiyati politika şoklarına reel döviz kuru negatif yönde tepki verirken, para politikası şoklarına pozitif yönde dengeye gelerek tepki vermektedir. Bu sonuç makro ihtiyati bir politikanın reel döviz kuru üzerindeki etkisi, parasal sıkılaştırmadan farklı olabilir şeklinde yorumlanabilir.



Şekil 4.11. Reel Döviz Kurunun Makro İhtiyati Politikalara ve Para Politikası Şoklarına Tepkisi

SONUÇ

Son yıllarda küresel finansal sistem, finansal serbestleşme ve entegrasyon süreçleri ve teknolojik gelişmeler; finansal risklerin oluşması ve krizlerin derinleşmesinde başlıca etmenlerden biri haline gelmiştir. Son yaşanan küresel krizin getirdiği olumsuzluklar ve kriz sonrası oluşan küresel konjonktürden elde edilen deneyimler sonucunda finansal istikrar kavramı, ilk kez fiyat istikrarı kavramıyla beraber makro iktisat politikalarının bir amacı olarak tanımlanmıştır. Bunun sonucunda geçmişte yaşanan finansal kriz süreçlerinden farklı olarak, finansal istikrarı sağlama amaçlı uygun politika ve politika araçlarına ihtiyaç duyulmuştur. Bu politika ihtiyacı neticesinde oluşturulan makro ihtiyati politikalar, tüm finansal riskleri önleyerek, reel ekonomide ciddi sorunlar meydana getiren finansal sistemin aksamamasını ve istikrarsızlıkları önleme görevini üstlenmiştir. Bundan dolayı TCMB dahil olmak üzere dünya çapındaki merkez bankaları ve düzenleyici kurumlar finansal istikrar sağlama görevini geniş anlamda makro ihtiyati politikalar ile uygulamakla yükümlü kılınmıştır.

Finansal risklerin izlenmesi ve finansal istikrarı sağlama görevi dinamik bir hedefleme gerektirdiğinden, uygulanan makro ihtiyati politikaların sürekli izlenmesi ve makro ekonomik konjonktüre göre sürekli uyarlanabilen esnek bir yapıda olması gerekmektedir. Bunun da makro ölçüde finansal riskleri finansal sistemin tümü için gözetilen güçlü bir kurumsal yapının varlığı halinde gerçekleşmesi daha olası gözükmemektedir. Türkiye'nin makro ihtiyati politikalara ilişkin deneyimlerinin de gösterdiği üzere, TCMB ve BDDK koordinasyonunda yürütülen makro ihtiyati politikalar bu boşluğu kısmen de olsa doldurmayı başarmaktadır. Bununla birlikte; finansal istikrar sağlama, iktisadi ve finansal sistemdeki gelişmeler karşısında, alternatif politika araçlarının geliştirilmesinden sorumlu bir kurumsal makro ihtiyati yapının mevcut olmaması, makro ihtiyati politika araçlarının etkinliğini sınırlandırmaktadır. Bu sınırlılığın kaldırılması adına, özellikle mevcut kurumsal yapılanmada politika önerileri dışında yetkisi bulunmayan Finansal İstikrar Komitesi'ne finansal istikrarı makro bir perspektifle gözetilen makro ihtiyati politika otoritesi yetkisi verilebilir. Böyle bir yapılanma ile para politikasının fiyat istikrarını amaçlaması, makro ihtiyati politikanın da finansal istikrarı hedeflenmesi sağlanacaktır. Bu iki politika arasındaki koordinasyonun artırılarak sürdürülmesi durumunda, aralarındaki etkileşim birbirlerini güçlendirecek yönde olacaktır.

Türkiye'nin makro ihtiyati politikalara ilişkin deneyimi, makro ihtiyati politika araç tasarımları için tek bir reçete sunmadığını göstermektedir. Kullanılan makro ihtiyati politika araçları bu görüşü destekler niteliktedir. Politika araçları arasında konjonktür karşıtı sermaye tamponu, finansal kaldıraç sınırlamaları, kredi teminat oranı, borç gelir oranı, sistemik önemli banka tamponu gibi, çoğu ülke tarafından kullanılan araçlar yer almaktadır. Bununla birlikte Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), kaldıracı dayalı zorunlu karşılıklar ve asimetrik faiz koridoru gibi, Türkiye'ye özgü makro ihtiyati politika araçları da tasarlanmıştır. Öte yandan politika araçları ağırlıklı olarak para politikasının finansal istikrar ve makro ihtiyati politikalara etkileşimini dikkate alarak; kredi ve sermaye döngülerini azaltıcı yönlü politikalardır. Bu çerçevede, Türkiye'de makro ihtiyati politikaların sermaye girişlerindeki dalgalanmaların ekonomiye olan olumsuz etkilerine ve buna bağlı olarak sistemik risk endişelerinden dolayı, sermaye girişlerindeki oynaklığı azaltıcı ve kredileri sınırlayan politika araçlarına odaklanıldığı söylenebilir. Aynı zamanda uygulanan politikalar finansal sistemin küresel şoklara karşı dayanıklılığını artırıcı yönde uygulanmaktadır. Genel olarak çalışmada ele alındığı üzere, Türkiye'nin makro ihtiyati politika tecrübeleri, ekonominin dışsal şoklara karşı direncini artırdığını göstermektedir. Buna ilaveten, sermaye akımlarının oynaklığının azaltılması suretiyle, finansal döngüler yumuşatılmaktadır. Bu da ekonomik aktivitenin sermaye akımlarına olan duyarlılığını azaltarak, makro ihtiyati politikaların ekonominin dengeleme sürecine önemli ölçüde katkı sağladığını göstermektedir.

Makro ihtiyati politikaların finansal istikrar hedefi gerçekleştirilmesinde, para politikası hedefinin finansal istikrara yönelik kaygıları ile göz önünde tutularak bir fayda-maliyet analizi yapılması gerekmektedir. Bu bağlamda, özellikle para politikasının makro ihtiyati tedbirlerle etkileşimi dikkate alınarak, makroekonomik ve finansal değişkenler üzerinde etkisinin belirlenmesi önemlidir.

Bu çalışmada, Türkiye'de para ve makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşim, Blanchard-Quah tipi SVAR modeli yardımıyla ampirik olarak analiz edilerek belirlenmeye çalışılmıştır. Modelin tahmininde, 2010 birinci çeyrekte 2018 ikinci çeyreğine kadar uzanan veri setinden faydalanılmıştır. Ampirik analiz, hem para politikası şokları hem de makro ihtiyati politika şoklarını tanımlayan SVAR aracılığıyla yapılmaktadır.

Çalışmada elde edilen sonuçlara göre; para ve makro ihtiyati politika şoklarının, çalışmada yer alan kilit makro değişkenler üzerindeki etkilerinin genel itibarıyla benzer

olduğu yönündedir. Bu sonuç, para ve makro ihtiyaati politikaların reel ekonomi üzerinde benzer etkilerinin olduğunu göstermektedir. Çalışmada elde edilen bulgular ayrıca, makro ihtiyaati politikalar ve para politikasındaki karşılıklı etkileşimlerin, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı hedeflerine ulaşılmasında birbirlerini destekleyici iki politika olduğunu ifade etmektedir. Ancak burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta, her iki politikanın eşzamanlı olarak kullanılması durumunda reel ekonomiye etkilerinin aynı aktarım kanalları üzerinden toplam talebi etkilemek şeklinde olduğudur. İki politika arasındaki uyumun sağlanmaması durumunda, politika çatışmasına yol açabilir. Böyle bir politika çatışmasının yaşanmaması için, iki politikanın oluşturulmasında koordinasyonun sağlanması önemlidir. Bu bağlamda, iki politikanın eşzamanlı ve güçlü bir koordinasyon halinde kullanıldığında, ekonomik faaliyet optimum seviyede kalacak, fiyat ve finansal istikrar hedeflerine ulaşılacaktır.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesini hedefleyen para ve finansal istikrarı hedefleyen makro ihtiyaati politikalar arasındaki etkileşimin incelendiği bu çalışmada, elde edilen ampirik sonuçlarında desteklediği gibi, iyi hedeflenen para ve makro ihtiyaati politika etkileşimi, bu iki politikanın birbirini güçlendirmesiyle sonuçlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bu iki politikanın etkin kullanımı, fiyat ve finansal istikrarı artışı ile beraber, makroekonomik istikrar artışına da katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Adrian, T. ve Shin, H.S. (2010). Liquidity and Leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 418-437.
- Alantar, D. (2008). Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye Finans Yazıları*, 81, 1-10.
- Allen, F., and Carletti, E. (2011). Systemic Risk and Macroprudential Regulation. University of Pennsylvania and European University Institute, mimeo, 1-13.
- Alpanda, S., and Sarah Z. (2017). Addressing Household Indebtedness: Monetary, Fiscal or Macroprudential Policy? *European Economic Review*, 92, 47–73.
- Alper, K. ve Tiryaki, S. T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *TCMB Ekonomi Notları*, 1108, 1-10.
- Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması, TCMB Ekonomi Notları, 12 (28), 1-14.
- Alper, K., Çolak, M. S., ve Tok, E. (2016). Sermaye Kısıtları ve Kredi Büyümesi: Mekanik Bir Analiz. *TCMB Ekonomi Notları*.16(18) 1-13.
- Altıntaş, A. M. (2017). Bankacılıkta risk ve sermaye yönetimi: Sermaye Piyasalarında Finansal Piyasa Altyapıları. Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Risk Yönetimi Dahil, ISBN, 1761796011, 9786056763304.
- Andreas D. (2011). What does good macroprudential regulation look like? <https://www.bundesbank.de/resource/blob/702846/896254cac960b2ac07c9953d0a32eaac/mL/2011-10-19-dombret-macroprudential-regulation-download.pdf> (Erişim Tarihi: 07.12.2017)
- Angelini, P., Stefano N., and Fabio P. (2011). Monetary and macroprudential policies. *Temi di Discussione*, 801,1-47.
- Angelini, P. Stefano N. and Fabio P. (2014). The Interaction between Capital Requirements and Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46, 1073–1112.
- Aslaner, O., Ciplak, U., Kara, H., ve Küçüksaraç, D. (2015). Reserve options mechanism: does it work as an automatic stabilizer?. *Central Bank Review*, 15(1), 1-18.

- Baglioni, A., Beccalli, E., Boitani, A., ve Monticini, A. (2013). Is the leverage of European banks procyclical?. *Empirical Economics*, 45(3), 1251-1266.
- Bailliu, Jeannine, Cesaire Meh, and Yahong Zhang. (2015). Macroprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter. *Economic Modelling*, 50, 148–61.
- Balcı, B., ve İşcan, Y. K. (2016). 2013 Yılında Tüketici Kredilerine Yönelik Alınan Makro İhtiyati Tedbirlerin Etkisinin Fark İçinde Fark Yöntemiyle Ölçülmesi *Kalkınma Bakanlığı Ekonomi Çalışma Tebliği Serisi*. http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Yaynlar/Attachments/685/Makro%20%20C4%B0htiyati%20Tedbirlerin%20Kredilere%20Etkisinin%20Fark%20%20C4%B0%20C3%A7inde%20Fark%20Y%20C3%B6ntemiyle%20%20C3%96%20%20C3%A7%20C3%BClmesi_Yay%20C4%B1n.pdf (Erişim Tarihi: 25.04.2017)
- Bancarewicz, G. (2005). Kryteria klasyfikacji i uprzywilejowana pozycja banków ważnych systemowo oraz wyrównywanie szans banków w systemie finansowym. *Bank i Kredyt Warszawa listopad-grudzień*, 11/12,25-35.
- Banca De PORTUGAL (2014). Macro-Prudential Policy in Portugal: Objectives and Instruments. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/macropprudential%20policy%20in%20portugal_0.pdf (Erişim Tarihi: 28.10.2017)
- Bank of England. (2011). Instruments of Macroprudential Policy. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2011/instruments-ofmacroprudentialpolicy.pdf?la=en&hash=10BA62A61936E5C8AEFA51A7D2E8F7F6AD8CA12C> (13.09.2016).
- Başçı, E., ve Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.
- BCBS (2010). Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer. <https://www.bis.org/publ/bcbs187.pdf> (Erişim Tarihi: 12.04.2018).
- BDDK(2010). Kredi Teminat Oranına ilişkin Basın Açıklaması. http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0405_01.pdf (Erişim Tarihi: 20.12.2017)
- BDDK (2011a). BDDK Basın Açıklaması. https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Duyurular/Basin_Aciklamalari/9673bddkbasinaciklamas17062011finalff.pdf (Erişim Tarihi:10.10.2017).

- BDDK (2011b). Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler.
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Bankacilikta_Yapısal_Gelişmeler/11085bygr_2011.pdf (Erişim Tarihi: 14.07.2018).
- BDDK (2013a). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu 2012 Yılı Faaliyet Raporu.
https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yillik_Raporlar/11922yfr2012internet22nisan.pdf (Erişim Tarihi: 02.05.2017).
- BDDK (2013b). Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik.
<http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131231.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131231.htm> (Erişim Tarihi: 15.03.2018).
- BDDK (2014a). Bankaların Likidite Karşılama Oranı Hesaplamasına İlişkin Yönetmelik.
https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/mevzuat/bankacilik_kanununa_iliskin_duzenlemeler/12930likidite_yonetmeliği_15_8_2017.pdf (Erişim Tarihi: 25.03.2018).
- BDDK (2014b). Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik.
https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/mevzuat/bankacilik_kanununa_iliskin_duzenlemeler/12492bankaların_kaldirac_duzeyinin_olculmesine_ve_değerlendirilmesine_iliskin_yonetmelik.pdf (Erişim Tarihi: 15.03.2018)
- BDDK (2015a). Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Kararı.
https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Duyurular/BDDK_Kurul_Kararlari/147716602.pdf (Erişim Tarihi: 12.10.2017).
- BDDK (2015b). Sistemik Önemli Bankalar Hakkında Yönetmelik Taslağına İlişkin Basın Açıklaması
http://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0562_01.pdf (Erişim Tarihi:18.03.2018)
- BDDK (2016a). Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik.
<http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/09/20160927.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/09/20160927.htm> (Erişim Tarihi:15.03.2018).

- BDDK (2016b). Sistemik Önemli Bankalar Hakkında Yönetmelik. <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/02/20160223-3.htm> (Erişim Tarihi: 20.03.2018).
- BDDK (2017). Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik. <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/12/20171212.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/12/20171212.htm> (Erişim Tarihi:15.03.2018).
- BDDK (2018). Bankaların Kaldıraç Oranı Ölçümüne İlişkin Yönetmelik Taslağı. https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/mevzuat/Duzenleme_Taslaklari/16817kaldirac_orani_yonetmelik_taslagi.pdf (Erişim Tarihi: 07.05.2018).
- Beau, D., L. Clerc, and B. Mojon (2012). Macro Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy. *Banque de France Working Paper*, 390, 1-34.
- Bennani, T., Morgan D., Marine D., Thibaut D. and Anna K. (2014). Macroprudential Framework: Key Questions Applied to French Case. *Banque de France Occasional Papers*, 9, 1-75.
- Bernanke, B. S. and Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- BIS (1992). Recent Developments in International Interbank Relations. <https://www.bis.org/publ/ecsc02.pdf> (Erişim Tarihi: 26.01.2017).
- BIS (2011). Central Bank Governance and Financial Stability. <https://www.bis.org/publ/othp14.pdf> (Erişim Tarihi: 19.08.2017).
- BIS (2012) Operationalising the selection and application of macroprudential instruments, *CGFS Papers*, 48, 1-75. <https://www.bis.org/publ/cgfs48.pdf> (Erişim Tarihi: 29.10.2017).
- BIS (2015). Regulatory Change and Monetary Policy. *CGFS Papers*, 54, 1-49.
- BIS (2016). 86th Annual Report. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e.pdf> (Erişim Tarihi: 09.12.2017).
- BIS (2018). CCYB. https://www.bis.org/bcbs/ccyb/ccyb_worksheet.xlsx, (Erişim Tarihi:19 Nisan 2018)
- Binici, M., ve Köksal, B. (2012). Kaldıraç ve Döngüsellik. *TCMB Ekonomi Notları*, 11, 1-9.

- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P., ve Ünalmiş, D. (2013). Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?. *TCMB Ekonomi Notları*, 20(19), 11-20.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., ve Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Discussion Note*, 2010(03), 1-19.
- Bofinger, P., Reischle, J., and Schächter, A. (2001). *Monetary policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*. Oxford University Press .
- Borio, C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?. *CESifo Economic Studies*, 49(2), 181-215.
- Borio, C. E., ve Shim, I. (2007). What can (macro-) prudential policy do to support monetary policy? *BIS Working Paper*, 242,1-44.
- Borio, V. E. C., and Mathias D. (2009). Towards an Operational Framework for Financial Stability: ‘Fuzzy’ Measurement and its Consequences. *BIS Working Paper*, 284, 1-50.
- Brockmeijer, J. (2014). Experiences of Macroprudential Policy – Global and European Perspectives. Monetary and Capital Markets Department, IMF.
- Bruno, V., ve Shin, H. S. (2014). Cross-border banking and global liquidity. *The Review of Economic Studies*, 82(2), 535-564.
- Bruno, V., Shim, I., and Shin, H. S. (2017). Comparative assessment of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 28, 183-202.
- Bundesbank (2013). Macroprudential Oversight in Germany: Framework, Institutions and Tools. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/625770/b50a887b617354968fc661b6ee18e293/mL/2013-04-macroprudential-oversight-data.pdf> (Erişim Tarihi: 17.01.2018)
- Caruana, J., and Cohen, B. H. (2014). Five questions and six answers about macroprudential policy. *Financial Stability Review*, 18, 15-24.
- Caruana, J. (2014). Macroprudential policy: opportunities and challenges. <https://www.bis.org/speeches/sp141219.pdf> (Erişim Tarihi: 05.01.2017).
- CBI (2014). A Macro-Prudential Policy Framework for Ireland. <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/financial-system/financial-stability/macroprudential-policy/gns-2-1-1a-macropru-policy-fwork-ireland.pdf?sfvrsn=2> (Erişim Tarihi: 15.07.2018).

- CFGFS (2010). Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences. *CGFS Papers*, 38, 1-31.
- CFGFS(2012). Operationalising the selection and application of macroprudential instruments. *CFGFS Papers*, 48, 1-75. <https://www.bis.org/publ/cgfs48.pdf> (Erişim Tarihi: 29.10.2017).
- Cheang, N., and Choy, I. (2011). Aggregate financial stability index for an early warning system. *Macao Monetary Research Bulletin*, 21(1), 27-51.
- Chen, Q., Filardo, A., He, D., and Zhu, F. (2016). Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers. *Journal of International Money and Finance*, 67, 62-81.
- Christiano, L. J., Eichenbaum, M., ve Evans, C. L. (1999). Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?. *Handbook of macroeconomics*, 1, 65-148.
- Cihák, M. M. (2006). How Do Central Banks Write on Financial Stability?. IMF Working Paper, 06(163),1-54.
- Claessens, S., Ghosh, S. R., and Mihet, R. (2013). Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities. *Journal of International Money and Finance*, 39, 153-185.
- Covitz, D., Liang, N., & Suarez, G. (2009). The Evolution of a Financial Crisis: Runs in the Asset-Backed Commercial Paper Market. Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper, 2009(36), 1-46.
- Cordella, T., Federico, P., Vegh, C., and Vuletin, G. (2014). *Reserve Requirements in The Brave New Macroprudential World*. The World Bank.
- Crockett, A. (1994): Reforming the Global Financial Architecture. https://www.frbsf.org/economic-research/files/09_Crockett.pdf (Erişim Tarihi: 05.01.2017)
- Çetin, M. (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(14), 67-101.
- Damar, E., and Molico, M. (2016). On the Nexus of Monetary Policy and Financial Stability: Effectiveness of Macroprudential Tools in Building Resilience and Mitigating Financial Imbalances. *Bank of Canada Staff Discussion Paper*,

- 2016(11),1-13.<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/05/sdp2016-11.pdf> (Erişim Tarihi: 06.05.2018).
- Danylenko, A., ve Sanzharovska, V. (2016). Institutional Set-up and Mandates of Macroprudential Authorities: International Experience and Benchmarks for Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 236, 19-29.
- Dell’Ariccia, G., L. Laeven, and G. Suarez (2013). Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel, *IMF Working Paper*,13(143), 1-40.
- De Bandt, O., and P. Hartmann (2000). Systemic Risk: A Survey. ECB Working Paper, 35, 1-77.
- Demir F., Karabıyık A., Ermişoğlu E., K A. (2008), ABD Mortgage Krizi. *BDDK alışma Tebliğleri*, http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/Calisma_Raporlari.aspx (Erişim Tarihi: 01.10.2016).
- De Nicol, M. G., Favara, G., and Ratnovski, L. (2012). Externalities and macroprudential policy. *IMF Staff Discussion Notes*, 12(05), 1-23.
- D’Hulster, K. (2009). The Leverage Ratio : A New Binding Limit on Banks. *Crisis Response Note*, 53044,1-6.
- Dickey, D. and Fuller, W. A., (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with A Unit Root. *Econometrica*, 49(4), 1057-1072.
- Doğruel, A. S., and Polat, U. (2015). Monetary, Macroprudential Policies and Housing Cycles: Exploring the nexus in Turkey!. *Marmara University Journal of Economic & Administrative Sciences*, 37(2), 233-260.
- Doojav, G. O., and Batmunkh, U. (2018). Monetary and macroprudential policy in a commodity exporting economy: A structural model analysis. *Central Bank Review*, 18(3), 107-128.
- Dumicic, M. (2015). A Brief Introduction to the World of Macroprudential Policy <http://old.hnb.hr/publikac/pregledi/s-018.pdf> (Erişim Tarihi: 05.11.2016)
- Duncan, A., and Nolan, C. (2015). Objectives and Challenges of Macroprudential Policy. *University of Glasgow Economics Discussion Paper*, 22, 1-52.
- Duramaz, S., ve Dilber, İ. (2016). Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 29-38.

- EC (2016). Review of the EU macroprudential Policy Framework. http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/macprudentialframework/docs/consultation-document_en.pdf (Erişim Tarihi:10.10.2017).
- ECB (2009), The Concept of Systemic Risk, 134-142. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart200912_02.en.pdf?39462a69bb594e9a7f14091c0085c132 (Erişim Tarihi: 12.02.2016).
- Erarslan, C. (2016). Küresel Finansal Krizi Anlamak. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(1), 79-99.
- Eroğlu, N. (2016). Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketiciler: Ekonometrik Bir Model Denemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 38(2), 63-86.
- ESRB (2014). The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook.pdf (Erişim Tarihi:14.07.2015).
- ESRB (2015). A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_review_macroprudential_policy_one_year_after_intro_crdcrr.en.pdf (Erişim Tarihi: 15.07.2015).
- Eşsiz, F. P. Finansal İstikrar ve Makro İhtiyati Politikalar zerine Bir Değerlendirme. *Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 3(1), 35-63.
- Federico, P., Carlos, V., and Guillermo Vuletin (2014). Reserve Requirement Policy over the Business Cycle. <https://www.nber.org/papers/w20612.pdf> (Erişim Tarihi: 11.08.2018).
- Fernandez de Lis, S., and A. G-H. (2010). Dynamic Provisioning: Some Lessons from Existing Experiences. *ADBI Working Paper* 218. http://www.adbi.org/workingpaper/2010/05/26/3841.dynamic.provisioning_existing.experiences/ (Erişim Tarihi: 26.05.2018).
- Flannery, M. J., (2009). Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates. http://www3.unisi.it/dbmf/vari%20pdf%20dottorato/Flannery_-_stabilizing_with_cocos.pdf (Erişim Tarihi: 16.07.2018).

- Frait, J., and Komárková, Z. (2010). Financial stability, Systemic Risk and Macroprudential Policy. *Financial Stability Report*, 2011, 96-111. http://www.cnb.cz/en/financial_stability/fs_reports/fsr_2010-2011/fsr_2010-2011_article_1.pdf (Erişim Tarihi: 12.02.2016).
- FSB, IMF, BIS; (2011). Macroprudential policy tools and frameworks. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/021411.pdf> (Erişim Tarihi: 14.02.2016).
- G10 (2001). Report on consolidation in the financial sector. <https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/index.htm> (Erişim Tarihi 22.11.2016).
- G30 (2010). *Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future*. Washington: The Group of Thirty.
- Gadanecz, B., and Jayaram, K. (2015). Macroprudential policy frameworks, instruments and indicators: a review. https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb41c_rh.pdf (Erişim Tarihi: 06.05.2018).
- Galati, G., and Moessner, R. (2011). Macroprudential policy--a literature review. *BIS Working Papers*, 337, 1-38
- Galati, G., and Moessner, R. (2014). What Do We Know About the Effects of Macroprudential Policy?. *DNB Working Paper*, 440, 1-25.
- Gelain, P., and Ilbas, P. (2017). Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 78, 164-189.
- Gerlach, S., Giovannini, A., Tille, C., and Viñals, J. (2009). Are the golden years of central banking over. The crisis and the challenges. *Geneva Reports on the World Economy*, 10, 1-158.
- Geršl, A., and Jakubík, P. (2009). Procyclicality of the financial system and simulation of the feedback effect. *Financial Stability Report*, 2010, 110-119.
- Glocker, C., and Towbin, P. (2012). Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?. *International Journal of Central Banking*, 8(1), 65-114.
- Goodhart, C. A. (2012). The Macro-Prudential Authority. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011(2), 97-123.

- Grace, T., Hallissey, N., and Woods, M. (2015). The Instruments of macro-prudential policy. *Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin*, 1, 90-105.
- Gray, S. (2011). Central bank balances and reserve requirements. *IMF Working Paper*, 11(36), 1-55.
- Gür, N. (2015). G20 ve Küresel Finans Yönetişimi. http://file.setav.org/Files/Pdf/20150618160214_g20-ve-kuresel-finans-yonetisimi-pdf.pdf (Erişim Tarihi: 01.07.2018).
- Göver, Z., T. and Oğuz, A., A. (2017). The Macro-Prudential Measures Taken in Turkey Following the 2008-2009 Global Financial Crisis. *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 2(1), 1-12.
- Haldane, A. G. (2006). *A framework for financial stability, materials for the seminar on Financial Stability*. London :Bank of England.
- Hahn, J. H., Mishkin, F. S., Shin, H. S., ve Shin, K. (2012). Macroprudential policies in open emerging economies. NBER Working Paper, 17780, 1-60.
- Hannoun, H. (2010). Towards a Global Financial Stability Framework. Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap province, Cambodia. <http://www.bis.org/speeches/sp100303.pdf> (Erişim Tarihi: 19.09.2017)
- Houben, A., van der Molen, R., and Wierst, P. (2012). Making macroprudential policy operational. *Revue de Stabilité financière*. http://www.bcl.lu/en/publications/revue_stabilite/Revue-de-stabilite-2012/RSF_2012_Chapitre_1.pdf (Erişim Tarihi: 20.12.2017).
- Hoffmann, A., and Löffler, A. (2014). Low interest rate policy and the use of reserve requirements in emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(3), 307-314.
- Hunter, W. C., and Marshall, D. A. (1999). Thoughts on financial derivatives, systematic risk, and central banking: a review of some recent developments. Working Papers Series Research Department, 99(20), 1-30.
- IMF (1999). Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles. <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf> (Erişim Tarihi: 11.06.2017).

- IMF (2004). Compilation guide on financial soundness indicators. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/fsiFT.pdf> (Erişim Tarihi: 03.03.2017).
- IMF (2009). Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk. https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/GFSR/2009/01/pdf/_textpdf.ashx (Erişim Tarihi:31.10.2017).
- IMF, BIS, FSB (2009). Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf> (Erişim Tarihi: 09.12.2017).
- IMF (2010a). A fair and substantial contribution by the financial sector. Financial Sector Taxation. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710b.pdf> (Erişim Tarihi: 27.06.2017).
- IMF (2010b). “Systemic Liquidity Risk: Improving the Resilience of Financial Institutions and Markets. Global Financial Stability Report, October, 57-83. https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/GFSR/2010/02/pdf/_chap2pdf.ashx (11.12.2016).
- IMF (2011a). Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF policy Paper, 1-59. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf> (Erişim Tarihi: 09.01.2018).
- IMF(2011b). 2011b. “Global Financial Stability Report. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/index.htm> (Erişim Tarihi: 09.05.2018).
- IMF (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View. *IMF Policy Paper*,1-48 <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> (Erişim Tarihi:10.09.2017).
- IMF (2013a). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies—Background Paper. IMF Policy Paper, 1-35. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf> (Erişim Tarihi: 29.01.2017).

- IMF (2013b). Key aspects of macroprudential policy. *IMF Policy Paper*, 2, 1-63. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> (Erişim Tarihi: 06.01.2017).
- IMF (2014). Staff Guidance Note on Macroprudential Policy. *IMF Policy Paper*, 1-43. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/110614.pdf> (Erişim Tarihi: 08.05.2018).
- IMF,FSB, BIS (2016). Elements of Effective Macroprudential Policies Lessons from International Experience <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf> (Erişim Tarihi: 10.11.2017).
- Ito, T. (2011). Reform of financial supervisory and regulatory regimes: what has been achieved and what is still missing. *International Economic Journal*, 25(4), 553-569.
- Jenkins, P., and Longworth, D. (2015). Securing Monetary and Financial Stability: Why Canada Needs a Macroprudential Policy Framework. *CD Howe Institute Commentary*, 429, 1-24.
- Kahn, G. A. (2010). Monetary policy under a corridor operating framework. *Economic Review*, 2010Q4, 5-34.
- Kaufman, G. G (1999). Banking and Currency Crises and Systemic Risk: A Taxonomy and Review. *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, 99(12), 1-79 .
- Kaufman, G. G., and Scott, K. E. (2003). What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it?. *The Independent Review*, 7(3), 371-391.
- Kapadia, S., Drehmann, M., Elliott, J., and Sterne, G. (2012). Liquidity risk, cash flow constraints, and systemic feedbacks. In *Quantifying Systemic Risk* (pp. 29-61). University of Chicago Press.
- Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası. *TCMB alışma Tebliği*, 1217, 1-25.
- Kara, A. H. (2016). Turkey's Experience with Macroprudential Policy. *BIS Paper*, 86q, 123-139.
- Kartal, M. T., Yüksel, S., ve Zengin, S. (2017). Türk Bankacılık Sektöründeki Kar Dağıtım Kısıtlamalarının Yatırımcıların Kararları zerindeki Etkileri. *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 38-51.

- Keeley, M. C. (1990). Deposit insurance, risk, and market power in banking. *The American economic review*, 80, 1183–2000.
- Kiley, M. T., and Sim, J. (2017). Optimal monetary and macroprudential policies: Gains and pitfalls in a model of financial intermediation. *Journal of Macroeconomics*, 54, 232-259.
- Kim, S., and Shin S. H. S.. (2015). Transmission Channels of Global Liquidity.Mimeo.
- Kim, S., and Mehrotra, A. (2018). Effects of Monetary and Macroprudential Policies—Evidence from Four Inflation Targeting Economies. *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(5), 967-992.
- Knot, K. (2014). Governance of macroprudential policy. *Financial Stability Review*, (18), 25-32.
- Kraft, E. And Galac, T. (2014). Macroprudential Regulation of Credit Booms and Busts-The Case of Croatia. *World Bank Policy Research Working Paper*, 5772, 1-28.
- Krishnamurti, D., and Yejin C. L. (2014). *Macroprudential Policy Framework: A Practice Guide*.Washington: World Bank.
- Kurul, M. D., ve Alper, K. (2010). Küresel Kriz ve Kredi Eğilimleri. *TCMB Ekonomi Notları*, 10(02),1-6.
- Lee, M., Gaspar, R. E., and Villaruel, M. L. (2017). Macroprudential Policy Frameworks in Developing Asian Economies. Asian Development Bank Economics Working Paper Series, 510, 1-45.
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. and Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Working Paper, 11238, 1-84. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf> (Erişim Tarihi: 27.09.2017).
- Medina, J.P., ve Roldos, J. (2014). Monetary and Macroprudential Policies to Manage Capital Flows. *IMF Working Paper*, 14(30), 1-44.
- Merwe D. V. I. (2016). Macroprudential Policy: A Conceptual Framework. http://www.essa2013.org.za/fullpaper/essa2013_2767.pdf (Erişim Tarihi:13.01.2016)

- Mitra, M. S. (2015). LTV and DTI limits—Going granular. *IMF Working Paper*, 15(154), 1-41.
- Montoro, C., and Moreno, R. (2011). The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America1. *BIS Quarterly Review*, 2011(March), 53-65.
- NBS 2015. Macroprudential Framework. https://www.nbs.rs/internet/english/18/macroprudential_framework_201503.pdf (Erişim Tarihi: 21.04.2017).
- Nier, E. W. (2009). Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper*, 09(70), 1-64.
- Nier, E., Jácome, L. I., Osinski, J., and Madrid, P. (2011a). Institutional models for macroprudential policy. *IMF Staff Discussion Note*, 11(18), 1-25.
- Nier, E., Osinski, J., Jácome, L., and Madrid, P. (2011b). Towards effective macroprudential policy frameworks: An assessment of stylized institutional models. *IMF Working Paper*, 11(250), 1-51.
- Noyer, C. (2014). Macroprudential policy: from theory to implementation. *Financial Stability Review*, 18, 7-12.
- Oduncu, A., Akçelik, Y., and Ermisoglu, E. (2013a). Reserve Options Mechanism: A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates. *Central Bank Review*, 13(3), 45.
- Oduncu, A., Ermişoğlu, E., and Akçelik, Y. (2013b). Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı. *Bankacılar Dergisi*, 86, 43-52.
- Oktar, S., Tokucu, E., ve Kaya, Z. (2013). *Finansal küreselleşme sürecinde merkez bankacılığı ve para politikaları*. Nobel Yayın Dağıtım.
- O'hara, M., and Shaw, W. (1990). Deposit insurance and wealth effects: the value of being “too big to fail”. *The Journal of Finance*, 45(5), 1587-1600.
- Osinski, J., Seal, K., and Hoogduin, M. L. (2013). Macroprudential and microprudential policies: toward cohabitation. (No. 13-15). *IMF Discussion Note*, 13(15), 1-28.
- Osiński, Jacek. (2013). Institutional Arrangements for Macroprudential Policy., R. Maino and S. A. Barnett (Ed), *In Macroprudential Frameworks in Asia* (1-5). Washington: International Monetary Fund

- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K. F., Laeven, L., d Chamon, M., Qureshi, M. S., & Kokenyne, A. (2011). Managing Capital Inflows; What Tools to Use? IMF Staff Discussion Note, 11(06), 1-41.
- Ozhan, G. K., Atiyas, I., and Keyman, E. F. (2016). Unconventional monetary policy and its reflections on the global economy. *Think Tank*, 20, 81-87.
- Özatay, F. (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27(315), 51-75.
- Pericoli, M., and Sbracia, M. (2003). A primer on financial contagion. *Journal of Economic Surveys*, 17(4), 571-608.
- Phillips, P. C. B. and Peron, P., (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biomètrika*, 75 (2), 336-346.
- Poutineau, J. C., and Vermandel, G. (2017). Global banking and the conduct of macroprudential policy in a monetary union. *Journal of Macroeconomics*, 54, 306-331.
- Quint, D., and Pau, R. (2014). Monetary and Macroprudential Policy in an Estimated DSGE Model of the Euro Area. *International Journal of Central Banking*, 10, 169–236.
- RBNZ (2013). The Macro-Prudential Toolkit: executive summary. <https://reports.asb.co.nz/tp/download/410647/1aebd12bd2de5b3d1fd538cde9cc3bd7/Macro-Prudential-Tools-February-2013.pdf> (Erişim Tarihi: 13.02.2017)
- Rubio, M., and Carrasco-Gallego, J. A. (2014). Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare. *Journal of Banking & Finance*, 49, 326-336.
- Saito, J. (2014). Can We Do Without a Macro-Prudential Policy Framework?. Japan Center for Economic Research. <https://www.jcer.or.jp/eng/research/pdf/saito20140204.pdf> (Erişim Tarihi: 17.08.2017)).
- Saçcı, H. S (2004). *Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kredi Karşılıkları Uygulamaları ve Makroekonomik Etkileri*. Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: TCMB.

- SARB (2016). A new macroprudential policy framework for South Africa. <https://www.resbank.co.za/Lists/News%20and%20Publications/Attachments/7547/Macroprudential%20policy.pdf> (Erişim Tarihi:18.05.2018).
- Schoenmaker, D. (2010). The ECB, financial supervision, and financial stability management. In *The European Central Bank at Ten* (pp. 171-193). Berlin: Springer.
- Sekmen, T. ve şıklar, İ. Para Politikası ve Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye İçin Tahmin Edilmiş Bir DSGD Modeli. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(4), 67-92.
- Serel, A., ve Özkurt, İ. C. (2014). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(22), 56-71.
- SHİN (2010). Non-Core Liabilities Tax as a Tool for Prudential Regulation.” Policy Memo. <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/NonCoreLiabilitiesTax.pdf> (Erişim Tarihi: 20.05.2018)
- Shin H. Song; (2013). Adapting Macro Prudential Approaches to Emerging and Developing Economies, Otaviano CANUTO and Swati R. GHOSH (Ed.), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, Washington:World Bank, 17-56.
- Silvo, A. (2018). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1-36. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/jmcb.12524> (Erişim Tarihi: 15.09.2018).
- Smaga, P. (2014). The Concept of Systemic Risk. The London School of Economics and Political Science Systemic Risk Centre Special Paper, No 5, 1-26.
- Solarz, J. K. (2008). Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego. PWN, Warszawa, 20-26.
- Suh, H. (2012). Macroprudential policy: its effects and relationship to monetary policy. *FRB of Philadelphia Working Paper*, 12(28), 1-41.
- Szpunar, P. J. (2012). Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym. *Materiały i Studia, Zeszyt*, 278.
- TCMB (2008). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/51f518a0-7fb2-411c-abd8->

- 2355501d303d/DUY2008-63.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-51f518a0-7fb2-411c-abd8-2355501d303d-m3fC7sA (Erişim Tarihi: 30.05.2018).
- TCMB (2010a), Finansal İstikrar Raporu, 11, 1-82.
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2010/Sayi+11> (Erişim Tarihi:26.05.2018).
- TCMB (2010b). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu.
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c6610364-9ecc-456a-a2ec-0c7367868edd/DUY2010-68.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c6610364-9ecc-456a-a2ec-0c7367868edd-m3fC7ST> (Erişim Tarihi: 28.05.2018)
- TCMB (2010c). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d140f5e-826f-4412-b8fc-19f25080f2b7/DUY201051.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d140f5e-826f-4412-b8fc-19f25080f2b7-m3fC7P8> (Erişim Tarihi: 30.05.2018)
- TCMB (2011a). Finansal İstikrar Raporu, 12, 1-112.
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb/Fir_TamMetin12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-62ac6176-cecc-462b-b728-f80c718098eb-krk7X (Erişim Tarihi: 02.05.2017).
- TCMB (2011b). Finansal İstikrar Raporu, 13, 1-116
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9939711e-8f31-498d-875a-17a37e370b8e/Fir_TamMetin13.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9939711e-8f31-498d-875a-17a37e370b8e-krk7-R6 (Erişim Tarihi: 02.05.2017).
- TCMB (2012a). 2013 YILI PARA VE KUR POLİTİKASI
(http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/dd7db5e0-47ae-41ed-bd2d-d885768ad782/Baskan_ParaPol13.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-dd7db5e0-47ae-41ed-bd2d-d885768ad782-m3fB7u3).

- TCMB (2012b). TCMB BÜLTEN, 28.
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2-m3fB9BK> (Erişim Tarihi: 08.06.2018).
- TCMB. (2013a). Enflasyon Raporu 2013-IV. Ankara:TCMB Yayınları.
- TCMB (2013b). Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ.
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e0ece628-3c6b-4a4f-9782-bc9316503fff/zkteblig%28201315%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e0ece628-3c6b-4a4f-9782-bc9316503fff-mkZwXld> (Erişim Tarihi: 30.05.2018).
- TCMB (2013c). Finansal İstikrar Raporu, 13, 1-116
http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fcd6bb02-22b2-47f9-95fb-16a667b7860c/Fir_TamMetin16.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-fcd6bb02-22b2-47f9-95fb-16a667b7860c-m3fBb-e (Erişim Tarihi: 02.06.2018).
- TCMB (2014a). TCMB BÜLTEN, 35.
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9275f9d6-8c0b-4f7e-b275-c4461e4deb0e/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9275f9d6-8c0b-4f7e-b275-c4461e4deb0e-m3fB9EI> (Erişim Tarihi: 08.01.2016).
- TCMB (2014b). Çekirdek Yükümlülüklerine Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/04887ae5-097d-4ee6-96c7-a4e8b6290802/DUY201472.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-04887ae5-097d-4ee6-96c7-a4e8b6290802-m3fC8Bt> (Erişim Tarihi: 31.05.2018).
- TCMB(2014c). Finansal İstikrar Raporu,18.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/daa5c16d-9456-4a1d-a614-8d69639d6437/Fir_TamMetin18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-daa5c16d-9456-4a1d-a614-8d69639d6437-m3fBc3d (Erişim Tarihi: 10.06.2017)

- TCMB(2014d). Finansal İstikrar Raporu, 19.
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/53d9c916-a7a6-4fcf-b43c-e5730ac56bd1/enf-ekim2013_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-53d9c916-a7a6-4fcf-b43c-e5730ac56bd1-m3fBaZ8 (Erişim Tarihi: 10.06.2017)
- TCMB (2015). Yabancı Para Zorunlu ve Serbest Hesaplara Faiz Ödenmesine İlişkin Basın Duyurusu. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/995b1fbf-9e5f-466e-951a-2bee19db41d4/DUY2015-35.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-995b1fbf-9e5f-466e-951a-2bee19db41d4-m3fC8Xy> (Erişim Tarihi: 30.05.2018).
- TCMB (2016). Finansal İstikrar Raporu, 22, 1-84.
- Togan, S., ve Berument, H. (2011). Cari işlemler dengesi, sermaye hareketleri ve krediler. *Bankacılar Dergisi*, 78, 3-21.
- Tokucu, E. (2013). Para Politikalarının Uygulanmasında Faiz Koridoru Sistemi ve Kanada, İngiltere ve Yeni Zelanda Deneyimleri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 50(581), 7-24.
- Tovar Mora, C. E., Garcia-Escribano, M., ve Vera Martin, M. (2012). Credit growth and the effectiveness of reserve requirements and other macroprudential instruments in Latin America. IMF Working Paper, 12(142), 1-30.
- Tüzün, O. ve Kahyaoğlu H. (2015). Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 52(603), 25-45.
- Ueda, Kenichi, and Beatrice Weder di Mauro, 2012, "Quantifying the Value of the Subsidy for Systemically Important Financial Institutions," IMF Working Paper 12/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Uysal, M. (2017). Financial stability and macroprudential policy in Turkey. *BIS Paper*, 94z, 349-364.
- Ünalnış, D., ve Ünalnış, İ. (2015). Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi. TCMB Ekonomi Notları, 2015(1), 1-12.
- Vinals, J. (2011a). The Do's and Don'ts of Macroprudential Policy, by José Viñals, IMF Financial Counsellor and Director, Monetary and Capital Markets Department

- https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp050211__((erişim Tarihi: 07.10.2017))
- Vinals, J. (2011b). Macroprudential policy: an organizing framework. . IMF policy Paper, 1-59. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf> (Erişim Tarihi: 09.01.2018).
- Vučinić, M. (2016). Importance of Macroprudential Policy Implementation for Safeguarding Financial Stability. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 5(3), 79-98.
- Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: TCMB.
- Winkler, B. (2000). Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp026.pdf?62d31b7dc4a09ff7a06f1dd5455268b8> (Erişim Tarihi: 13.10.2017)
- Wolken, T. (2013). Measuring Systemic Risk: The Role of Macro-prudential Indicators. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 76 (4): 13–30.
- Yayla ,M. B. Sakarya and N. Savran (2014). Makro İhtiyatlı Politikalar ve Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış Çalışma Tebliği. Ankara: BDDK.
- Yaylalı, M., ve Lebe, F. (2011). Beşeri Sermaye ile İktisadi Büyüme Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi. *Marmara University Journal of the Faculty of Economic & Administrative Sciences*, 30(1), 23-51.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U., ve Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), 449-478.
- Zdienicka, A., Chen, S., Kalan, F., Laseen, S., & Svirydzenka, K. (2015). Effects of monetary and macroprudential policies on financial conditions: Evidence from the United States.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı :Emrah Doğan
Yabancı Dil :İngilizce
Doğum Yeri ve Yılı :Eskişehir/1988
E-posta :emrahdogan1903@hotmail.com

Eğitim:

- 2012 Anadolu Üniversitesi, İİBF, İktisat Lisans Programı
- 2014 Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Tezli Yüksek Lisans Programı
- 2014-2018 Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Doktora Programı

Yayınları ve/veya Bilimsel/Sanatsal Faaliyetleri:

- Afsar, A., and Dogan, E. (2018). Analyzing Asset of Bubbles in the Housing Market With Right-Tailed Unit Root Tests: The Case of Turkey. *Journal of Business Economics and Finance*, 7(2), 139-147.
- Afsar, M., Afsar, A., and Dogan, E. (2017). The Effect of Monetary Policy on Interest Rates in Turkey: A Microstructural Analysis. *Business and Economic Research*, 7(2), 299-310.
- Afşar, M. , Doğan, E . (2017). Türkiye’de Döngüsel Sermaye Tamponun Kredi Büyümesi Üzerine Etkileri. *Sakarya İktisat Dergisi*, 6 (4), 29-43.
- Afşar M. ve Doğan E. (2017). Uzun Dönem Faiz Oranlarının Belirleyicileri: OECD Ülkelerine Yönelik Bir Panel Veri Analizi. *Akademik Bakış Dergisi*, 59, 103-115.
- Afşar M. and Doğan E. (2017). Determination Of The Factors Affecting Credit Risk For The Turkish Banking System: ARDL Model Analysis. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 2(8), 4114 - 4130.

- Şıklar İ., Doğan E. and Dinç M. (2016). Interest Rate Pass Through In Turkey: The Measurement of the Monetary Transmission Mechanism Dynamics. *Journal of Business & Economic Policy (JBEP)*, 3(4) ,38-45.
- Bayraç N. ve Doğan E. (2016).“ Türkiye’de İklim Değişikliğinin Tarım Sektörü Üzerine Etkileri”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), 23-48.
- Bayraç N. ve Doğan E. (2016). Türkiye’de Teknoloji İthalatı ve Ekonomik Büyümenin Sürdürülebilirliği. *Akademik Bakış Dergisi*, 57, 19-37.
- Doğan E. (2016). İktisat Perspektifinden Postmodern Epistemolojiler. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 18(1), 17-28.
- Doğan E. ve Bayraç N. (2014). Türkiye’de Cari Açık Sorunu Üzerine Mikro Temelli Bir Yaklaşım”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 97-124.